

التيسير الكمي لمواجهة الازمات المالية-دراسة التجربة الامريكية والأوروبية-

Quantitative Easing face Financial Crisis -study the American and European experience-

أ.د. فوزي عبد الرزاق

أستاذ محاضر - جامعة فرحات عباس سطيف

ABDERZAGf@yahoo.fr

أ. نبيلة دودو

أستاذ مساعد صنف أ- جامعة فرحات عباس سطيف

Nabiladoc14@gmail.com

ملخص:

تهدف هذه الورقة البحثية الى ابراز دور التيسير الكمي باعتباره أداة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية والتي ظهرت بعد 2008، في مواجهة الازمات المالية التي تتعرض لها الدول سواء كانت منفردة او ظل تجمعات اقتصادية ونقدية؛ وعليه سيتم تسليط الضوء على التجربة الامريكية والأوروبية في اعتماد برنامج التيسير الكمي لمواجهة الازمات وتحقيق مؤشرات اقتصادية إيجابية .

الكلمات المفتاحية: التيسير الكمي؛ الازمات المالية؛ البنك الاحتياطي الفدرالي؛ البنك المركزي الأوروبي.

Abstract

The aim of this paper is to highlight the role of quantitative easing as a tool of unconventional monetary policy that emerged after 2008 in the face of the financial crises facing countries, whether alone or in economic and monetary groups. The American and European experience in adopting the program Quantitative easing to confront crises and achieve positive economic indicators.

key words : Quantitative Easing, Financial Crisis, Federal Reserve System, European Central Bank.

JEL classification: G21.

Received : 06/12/2018

Accepted: 27/12/2019

Online publication date: 10/05/2019

مقدمة:

تمر اقتصادات الدول بحالة من الاضطرابات الاقتصادية كالكساد والركود الاقتصادي على غرار الولايات المتحدة الامريكية بعد أزمة الرهن العقاري 2008؛ مما يدفع بالبنوك المركزية الى العمل جاهدة على خفض نسب الفائدة الى معدلات متدنية لتشجيع البنوك على اقراض الشركات لدفع عجلة الإنتاج وتحفيز الاقتصاد، الا أن البنوك في هذه الحالة تفضل عدم اقراض الافراد والشركات نتيجة خوفها من مخاطر عدم السداد في المستقبل نظرا للحالة الاقتصادية السيئة؛ مما يؤدي الى الاتجاه الى استثمار البنوك في سندات الخزينة والسندات السيادية الحكومية المضمونة.

وعليه تجد الحكومات والبنوك المركزية نفسها مجبرة على اللجوء الى أدوات غير تقليدية لتحفيز النشاط الاقتصادي والمتمثلة في عملية التيسير الكمي عن طريق خلق وانشاء النقود وطرحها في السوق من اجل شراء محفظة واسعة من الأصول في المصارف كلقروض المعدومة والقروض عالية المخاطر.

ان من نتائج الازمة الاقتصادية العالمية 2008 هو اتجاه البنوك المركزية للعديد من الدول الى استخدام التيسير الكمي بعد فشل إجراءات تخفيض أسعار الفائدة، فبعد تطبيقها في اليابان في 2001، قام البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي وبعده البنك المركزي الأوروبي بتبني سياسة التيسير الكمي لتحفيز الاقتصادي. وما سبق يمكن طرح التساؤل التالي:

ما هو دور التيسير الكمي في مواجهة الازمات المالية؟**فرضيات الدراسة:**

تتمحور فرضيات الدراسة حول النقاط التالية:

- التيسير الكمي هو الاداة الوحيدة والفعالة لمواجهة الازمات المالية؛
- نجحت برامج التيسير الكمي في الولايات المتحدة الامريكية ولم تنجح في الاتحاد الأوروبي؛
- عدم نجاح التيسير الكمي في الاتحاد الأوروبي عموما وفي منطقة اليورو خصوصا راجع الى عدم تبني سياسة مالية موحدة الى جانب السياسة النقدية الموحدة.

أولا: الازمات المالية**1- مفهوم الازمات المالية**

الازمة المالية هي حالة تمس أسواق البورصة وأسواق الائتمان لبلد معين أو مجموعة من البلدان، تكمن خطورتها في آثارها على الاقتصاد مسببة بدورها أزمة اقتصادية ثم انكماش اقتصادي وعادة ما يصاحبها انحصار في القروض، أزمات سيولة، وانخفاض في الاستثمار وحالة من الذعر والحذر في أسواق المال.

يمكن القول أن الازمة المالية هي اضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية وتمتد آثاره الى القطاعات الأخرى في نفس الدولة، كما قد تمتد الى دول اخرة وبالتالي يصبح تأثيرها عالمي.

2- أنواع الازمات المالية**1-2 الازمات المصرفية**

يستخدم المصرف نسبة كبيرة من الودائع في عمليات الإقراض، ويحتفظ بنسبة محددة منها لتلبية طلبات السحب اليومية؛ إلا أنه عند حدوث ارتفاع مفاجئ ومتزايد على هذه الطلبات يواجه المصرف أزمة في شكل أزمة سيولة، وعندما تتفاقم هذه الأزمة وتمتد إلى المصارف الأخرى فإن هذه الأزمة تصبح أزمة مصرفية في بلد ذلك المصرف أو في مجموعة من البلدان الأخرى¹، فبسبب حدوث الأزمة المصرفية هو حالة

الخوف التي تنتاب المودعين قد يكون سببها إخفاق أحد البنوك في الوفاء بالتزاماتها اتجاه المودعين، فينتجهون إلى سحب ودائعهم منها وهو ما يُعرف "بالذعر المالي"، وتستمر الأزمات المصرفية وقتاً أطول بالمقارنة مع أزمات العملة كما أن لها آثاراً كبيرة على النشاط الاقتصادي، ويمكن التمييز بين نوعين من الأزمات المصرفية هما:²

– **الأزمة المصرفية العادية:** وفيها تضعف قدرة البنوك على الوفاء بالتزاماتها، وتتأثر ملاءمتها نتيجة لزيادة الأصول المتعثرة؛

– **الأزمة المصرفية النظامية:** وفيها يصاب النظام المصرفي بالكامل بالعجز؛ إذ أن ضعف عدد من البنوك يزعزع الثقة في النظام كله.

وقد حدثت العديد من حالات التعثر المالي للبنوك مثل ما حدث في بريطانيا لبنك "Gurney & Over end"، وما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية عندما انهيار بنك الولايات المتحدة "Bank of United States" في عام 1931 وبنك "Bear Stearns".³

2-2 أزمات العملة

تحدث عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على العملة إلى تخفيض قيمتها، فعند اتخاذ السلطات النقدية لبلد ما قرار تعويم عملتها بهدف زيادة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، يؤدي هذا إلى زيادة المضاربة على العملة في الأسواق النقدية؛ مما يتسبب في تخفيض قيمتها، وهو ما حدث في تايلاند عند قيام الحكومة التايلاندية بتخفيض قيمة عملتها "الباهت"، وقد كان هذا الإجراء السبب في حدوث الأزمة المالية الآسيوية عام 1997.

وحسب بعض المحللين الاقتصاديين يمكن التمييز بين نوعين من أزمات العملة:⁴

– **أزمات العملة ذات الطابع التقليدي أو ذات الحركة البطيئة:** وهي التي تبلغ ذروتها بعد فترة من الإفراط في الإنفاق، والارتفاع الحقيقي في قيمة العملة الذي يؤدي إلى إضعاف الحساب الجاري؛ مما يؤدي في النهاية إلى تخفيض في قيمة العملة من قبل السلطات النقدية؛

– **أزمات العملة ذات الطابع الجديد:** وتحدث نتيجة القلق الذي يبتاع المستثمرين حول جدارة الاقتصاد؛ مما يؤدي في حالة الأسواق المالية الأكثر تحسراً إلى الضغط السريع على سعر الصرف، وبالتالي انخفاض قيمة العملة.

ومنه فإن حدوث تغير في أسعار الصرف بسرعة بالغة يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضاً بأزمة "ميزان المدفوعات".

3-2 أزمات أسواق المال

تحدث أزمة الأسواق المالية كنتيجة لارتفاع أسعار الأصول ارتفاعاً يفوق القيمة العادلة (الحقيقية) لهذه الأصول وبصورة غير مبررة، وهو ما يعرف بظاهرة الفقاعة (Bubble)، ويحدث هذا الارتفاع غير العادل في أسعار الأصول (الأسهم) عندما يكون الدافع للشراء هو تحقيق الربح الذي ينجم عن ارتفاع الأسعار وليس عن قدرة هذه الأصول على تحقيق الدخل (أي بسبب المضاربة)، مما يؤدي إلى زيادة الاتجاه نحو بيع الأسهم فتنبدأ الأسعار في التراجع وتحدث حالة الانهيار وتمتد آثار ذلك إلى أسعار الأسهم الأخرى⁵، سواء في نفس القطاع أو في القطاعات الأخرى.

4-2 أزمات المديونية

تحدث أزمة المديونية عندما يتوقف المقترض عن السداد أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض القائمة. وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص) أو بدين سيادي (عام)، كما أن المخاطر المتوقعة بأن يتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته، قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى داخل البلد، وإلى أزمة في الصرف الأجنبي، وأحسن مثال على ذلك أزمة المديونية لسنة 1982 في بلدان أمريكا اللاتينية⁶.

هذه الأنواع المختلفة من الأزمات المالية قد تحدث منفردة أو مجتمعة، فعلى سبيل المثال كانت أزمة جنوب شرق آسيا عبارة عن أزمات عملة وأزمات مصرفية وأزمات مديونية، كما قد تبدأ الأزمة في شكل نوع واحد ثم تتطور لتشمل عناصر الأنواع الأخرى من الأزمات؛ الأزمات المصرفية على سبيل المثال غالباً ما تسبق أزمات العملة.

3- خصائص الأزمات المالية

هناك مجموعة من الخصائص تشترك فيها كل الأزمات المالية على اختلاف أنواعها، وفيما يلي نحاول عرض البعض منها:⁷

- تحدث الأزمات المالية بشكل مفاجئ مما يؤدي الى استحوادها على درجة كبيرة من الاهتمام من قبل الأفراد والمؤسسات وحتى من قبل الحكومات، كما يشكل حدوثها تهديداً للمبادئ التي يقوم عليها النظام المالي الأمر الذي يجعل من اتخاذ القرار لمواجهةها أمراً صعباً؛
- تتسبب الأزمات المالية في بدايتها بحدوث صدمة ودرجة عالية من التوتر، ومع نقص المعلومات وعدم دقتها تتصاعد الأزمة المالية وتزداد حدتها بشكل مفاجئ؛
- تتطلب مواجهة الأزمة المالية العالمية الخروج عن الأنماط التنظيمية المألوفة لمعالجة الظروف الجديدة المترتبة عنها، كما تستوجب إدارتها درجة عالية من التحكم في الطاقات والامكانيات، وتوظيفها في مناخ يتسم بدرجة عالية من الاتصالات الفعالة بين الأطراف المعنية بالأزمة المالية.
- بالإضافة إلى هذا، فقد أجمعت العديد من الدراسات الاقتصادية على أن هناك دلائل مختلفة للأزمات المالية، التي يكفي وجود عدد منها كي يكون النظام المالي والمصرفي معرضاً لأزمة مالية، وتتمثل أهمها فيما يلي:⁸
- حدوث ركود أو تباطؤ في معدلات النمو الاقتصادي؛
- هروب رؤوس الأموال الأجنبية إلى الخارج؛
- قيام البنوك بالإفراط في منح القروض دون ضمانات؛
- قيام المستثمرين باتخاذ قرارات خاطئة مثلما اتخذها المستثمرين الآخريين؛
- هيكل تدفقات رؤوس الأموال؛ حيث كلما كانت تلك التدفقات قصيرة الأجل تزايد ميل الاقتصاد لتعرضه لأزمة مالية.

4- أسباب حدوث الازمات المالية

تتعدد أسباب حدوث الازمات المالية حسب ظروف كل دولة، فهناك جملة من الأسباب تتداخل فيما بينها في آن واحد وتتسبب في احداث الازمات المالية، تتمثل أهمها فيما يلي :

- اضطرابات القطاع المالي: حيث التوسع في منح الائتمان وزيادة تدفق رؤوس الأموال من الخارج إضافة الى ضعف الأطر المؤسسية والقانونية والتنظيمية تعتبر أسبابا مشتركة لحدوث الازمات المالية؛ كما ان تركيز منح الائتمان في نوع معين من القروض أو لقطاع معين يعتبر من الأسباب التي تؤدي الى حدوث الازمات المالية.
- عدم التلاؤم بين أصول وخصوم المصارف: فالتوسع في منح القروض من قبل المصارف يؤدي الى ارتفاع الخصوم مقارنة بالأصول؛ مما يعني عدم الاحتفاظ بقدر كاف من السيولة لمواجهة التزاماتها الامر الذي يتسبب في حدوث ازمة السيولة في المصارف سرعان ما تتحول الى أزمة مالية.

- ضعف النظام المحاسبي والرقابي والتنظيمي: حيث ان ضعف النظم المحاسبية المتبعة واجراءات الإفصاح المحاسبي تعتبر من معوقات الاشراف على البنوك مما يؤدي الى تدهور معدل الربحية وارتفاع خسائرها.
- سياسات سعر الصرف: فالدول المتبعة لسياسات سعر الصرف الثابت تكون أكثر عرضة للازمات، ففي ظل هذه السياسة يصعب على السلطات النقدية أن تقوم بدور مصرف الملاذ الأخير للاقتراض بالعملة الأجنبية مما يؤدي الى فقدان السلطات النقدية لاحتياطياتها من الأجنبي وحدوث أزمة العملة.

ثانياً: التيسير الكمي

1- مفهوم التيسير الكمي

التيسير الكمي هو "عملية ضخ الأموال في السوق على شكل أصول مالية الهدف منها اغراق السوق بالأموال وزيادة السيولة"⁹. فالدول التي تقوم بهذا الاجراء هي الدول التي تعاني من أزمات مالية واقتصادية كحالة الركود الاقتصادي وبالتالي هو أداة من أدوات السياسة النقدية. في اطار التيسير الكمي الهدف من السياسة النقدية هو الرفع من الاحتياطيات التي هي أصول للبنك المركزي¹⁰.

كما تعني سياسة "التيسير الكمي" قيام البنوك المركزية بضخ الأموال بشكل مباشر في الاقتصاد عن طريق شراء سندات الدين الحكومية وسندات الشركات المهمة في الاقتصاد من اجل تخفيف الأعباء المالية عليها؛ وعادة ما يقوم البنك المركزي الذي قام بشراء هذه السندات ببيعها بعد حدوث تحسن في الاقتصاد مع احتمال تحقيق أرباح عند عودة الانتعاش الاقتصادي¹¹.

مصطلح التيسير الكمي "QE" هو من أحدث المصطلحات الاقتصادية وظهر اول مرة في 2001 عندما قام البنك الياباني باستخدام التيسير الكمي بعد إجراءات خفض سعر الفائدة الى الصفر وأصبح المجال معدوما للقيام بإجراءات الخفض مجددا فكان التيسير الكمي هو الخطة البديلة، ويقوم التيسير الكمي على عملية طبع النقود لشراء مجموعة من الأوراق المالية والهدف من ذلك هو اغراق الأسواق المالية بالسيولة وتعزيز عملية الإقراض.

في ظل السياسة النقدية التقليدية المتبعة تقوم البنوك المركزية بتحديد معدلات الفائدة حسب وضعية الاقتصاد؛ فاذا كان الاقتصاد في حالة تضخم تقوم برفع معدلات الفائدة، والعكس صحيح اذا كان الاقتصاد يعاني من كساد تقوم بتخفيض سعر الفائدة؛ ولكن عند اقتراب سعر الفائدة من الصفر فان البنوك المركزية لا يمكنها القيام بمزيد من التخفيضات؛ وبالتالي يصبح الحل الوحيد هو قيامها بشراء "كمية" من الأصول طويلة الاجل وأيضاً سندات الخزينة وهو ما يعرف ببرامج التيسير الكمي¹².

2- نشأة التيسير الكمي

استخدم التيسير الكمي لتحفيز النمو الاقتصادي لأول مرة في اليابان عام 2000، كما تم استخدامه كأحد أدوات السياسة النقدية الفعالة من قبل بنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي عقب ازمة الرهن العقاري 2008؛ حيث نجح في تجنب الاقتصاد الأمريكي من الانهيار ورفع معدلات النمو الاقتصادي¹³.

3- نتائج تطبيق التيسير الكمي

يمكن ابراز أهم النتائج المترتبة عن تطبيق التيسير الكمي في النقاط التالية:¹⁴

- تتم عملية التيسير الكمي بشراء سندات طويلة الاجل؛ مما يؤدي الى زيادة سعرها وتخفيض العائد عليها؛
- نظرا لتحقيق العائد على السندات طويلة الاجل فان المستثمرين يتحمسون لاستثمارها في أصول حقيقية للحصول على عائد أكبر؛
- على عكس عمليات السوق المفتوحة فان عملية التيسير الكمي تتم دون تحديد لمعدل الفائدة، وانما يتم تحديد حزمة التيسير الكمي التي ستم في فترات محددة؛ مما يؤدي الى تخفيض الضغوط في أسواق الدول التي تطبق برامج التيسير الكمي مع سيولة أكبر في هذه الأسواق؛

- ان تطبيق برامج التيسير الكمي في الدول الكبرى له آثار على الاقتصادات الناشئة التي ستواجه مشكلة التعامل مع هذه السيولة الضخمة التي ستندفق الى اقتصاداتها بسبب بحث المستثمرين على عائد أكبر لأنه ليس كل تدفق رأسمالي إيجابي على الاقتصاد، خاصة إذا كان قصير الاجل؛ مما يؤدي الى ارتفاع أسعار صرف العملات هذه الدول وانخفاض تنافسية منتجاتها مع زيادة تنافسية الدول المطبقة لهذه البرامج؛
- نظرا لانخفاض تنافسية الدول الناشئة؛ فان هذه الأخير تتخذ إجراءات مضادة من خلال فرض القيود على تدفقات رأس المال من الدول التي تعتمد برامج التيسير الكمي.

ثالثا: التجربة الأمريكية والأوروبية في التيسير الكمي

1- التيسير الكمي الأمريكي 1-1 نشأة التيسير الكمي الأمريكي

بعد حدوث أزمة الرهن العقاري الأمريكي عام 2008 وما نتج عنها من أزمة مالية عالمية امتدت آثارها الى باقي دول العالم؛ وجد نظام الاحتياطي الفدرالي نفسه مجبرا على استخدام إجراءات التحفيز للنهوض بالاقتصاد الأمريكي والحفاظ على معدلات أسعار الفائدة المنخفضة؛ حيث قام بضخ ما يقارب 2.85 ترليون دولار بمقتضى برامج التيسير الكمي في مرحلته الثلاثة على شكل توسع نقدي وشراء كميات كبيرة من السندات الحكومية وسندات المحمية MBS وهي سندات مدعومة بالرهن العقاري، ومن خلال الشكل الموالي يمكن توضيح حجم السندات المحمية المشتراة من قبل الاحتياطي الفدرالي الأمريكي.

الشكل رقم (1): حجم السندات المدعومة بالرهن العقاري (MBS) المشتراة من قبل البنك الاحتياطي الفدرالي



Source : Gregory George, «L'examen des Politiques Monétaires d'assouplissement quantitatif », Haute école de gestion Genève, 2016, P25, sur site internet :

وقد تمثلت اهم اهداف سياسة التيسير الكمي للبنك الفدرالي الأمريكي في النقاط التالية:¹⁵

- زيادة الثقة بأداء الاقتصاد الأمريكي وتحسين مؤشرات خاصة في سوق العمل ومعدلات النمو الاقتصادي؛
- دعم سوق العمل ومكافحة التضخم؛
- أن تشمل التغيرات خفضا أوليا في مشتريات السندات مع استمرار الخفض المتتالي حتى نهاية عام 2015 مع توقع التوقف تماما عن شراء السندات وزيادة عرض الدولار عوض الانسحاب بسرعة من سياسة التيسير الكمي؛

- استهداف معدلات الفائدة الصفرية؛ حيث سيظل معدل الفائدة المستهدف بين صفر و0.25% بهدف استمرار رفع مستويات الإقراض وزيادة مستويات الانفاق الاستثماري حتى نهاية 2015؛

2-1 مراحل التيسير الكمي الأمريكي

منذ الازمة المالية العالمية عام 2008 نفذ البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي ثلاث مراحل من التيسير الكمي، المرحلة الأولى بدأت في نوفمبر 2008، اما المرحلة الثانية فكانت في نوفمبر 2010، والثالثة والأخيرة كانت في سبتمبر 2012 تضمنت مشتريات شهرية قدرت بـ 850 مليار دولار من السندات المدعومة بالرهن العقاري والسندات الحكومية طويلة الاجل وبدأ بتخفيض هذه المشتريات تدريجيا ابتداء من جانفي 2014.¹⁶

3-1 نتائج التيسير الكمي الأمريكي

ان تطبيق سياسة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية أدى الى التأثير على سعر صرف الدولار من خلال التأثير على عدة متغيرات أخرى، والتي يمكن ابرازها في النقاط التالية:¹⁷

- التأثير على سعر الفائدة في الاجل الطويل:

يؤدي قيام البنك المركزي بشراء الأصول المالية في إطار سياسة التيسير الكمي الى تخفيض أسعار الفائدة في المدى الطويل؛ حيث ان سياسة التيسير الكمي تؤدي الى رفع أسعار الأصول المالية التي تم شراؤها وبالتالي انخفاض أسعار الفائدة.

ان قيام الاحتياطي الفدرالي الأمريكي بتطبيق سياسة تيسير كمي من نهاية 2008 الى مارس 2010 من خلال شراء 1725 مليار دولار من السندات طويلة الاجل أدى الى انخفاض أسعار الفائدة بـ 50 نقطة، وفي 18 مارس 2009 قرر الاحتياطي الفدرالي شراء 300 مليار دولار من سندات الحكومة؛ الامر الذي أدى الى انخفاض سعر صرف الدولار بـ 6.16% مقارنة باليورو.

- ارتفاع السيولة:

في إطار السياسة النقدية غير التقليدية والمتمثلة في سياسة التيسير الكمي عن طريق ضخ الأموال فان هذا يؤدي الى رفع السيولة في السوق، وبالنظر الى التجربة الأمريكية فان سياسة التيسير الكمي أدت الى تدفق رؤوس أموال هامة الى الدول الناشئة (حوالي 150 مليار دولار في الشهر) الامر الذي أدى الى انهيار في سعر صرف الدولار مقابل عملات هذه الدول وعليه فان تطبيق سياسة التيسير الكمي الأمريكي أدى الى ارتفاع الكتلة النقدية ليس فقط في الولايات المتحدة الأمريكية بل أيضا في الدول الناشئة.

- ارتفاع التضخم:

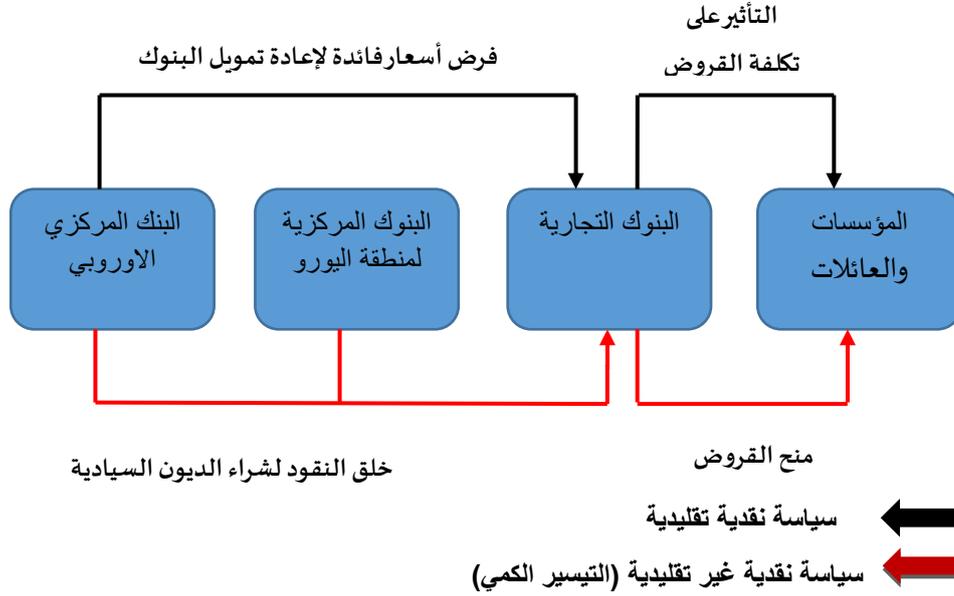
ان ضخ الأموال في السوق يؤدي الى إعادة رفع التضخم على المدى الطويل، فانخفاض قيمة العملة يؤدي الى توقع ارتفاع معدل التضخم مما يدفع بالأعوان الاقتصاديين الى الاستمرار في تخفيض قيمة العملة في المستقبل؛ الامر الذي يجعل من خطر التضخم الناتج عن التيسير الكمي ضعيف، وبالنظر الى التجربة الأمريكية خلال الفترة 2008-2012 فإننا نجد ان سياسة التيسير الكمي الأمريكي لم تكن مصحوبة بارتفاع في معدلات التضخم.

2. التيسير الكمي الأوروبي

مع حدوث الازمة المالية العالية 2008 وانتقالها الى باقي دول العام والاتحاد الأوروبي خاصة منطقة اليورو؛ وجد البنك المركزي الأوروبي نفسه مجبرا على مواجهتها وذلك من خلال تطبيق سياسته النقدية التي كانت على نوعين؛ السياسة النقدية التقليدية القائمة على

الأسعار والتي كانت قبل 2012، وسياسة نقدية غير تقليدية القائمة على ضخ السيولة والتي من أهم أدواتها التيسير الكمي، والشكل الموالي يوضح باختصار طريقة عمل البنك المركزي الأوروبي.

الشكل رقم (2): طريقة عمل البنك المركزي الأوروبي



Source : Guillaume Errard, « le plan de relance de la BCE pour les nuls », le figaro, 02/12/2015, Site internet : <http://www.lefigaro.fr/economie/le-scan-eco> , vue le : 30/04/2017.

1-2 أهم إجراءات التيسير الكمي الأوروبي

منذ عام 2009 قام البنك المركزي الأوروبي بمجموعة من الإجراءات في إطار ما يعرف بالسياسة النقدية غير التقليدية أهمها التيسير الكمي وأهم ما يميز هذه الإجراءات الطابع المؤقت؛ حيث أكد على ضرورة الانتهاء منها فور تحقيق الأهداف المرجوة منها، والتي تمثلت في تحسين شروط التمويل داخل منطقة اليورو، وتمثلت أهم هذا الإجراءات فيما يلي :

- البرنامج الأول لشراء السندات المحمية CBPP1:

من بين أهم أدوات التمويل لدى البنوك داخل منطقة اليورو نجد السندات المحمية*، وبعد انهيار بنك "ليمان براذر" تعرضت هذه البنوك الى الخطر؛ فقام البنك المركزي الأوروبي بالتدخل من خلال إعادة تنشيط الأسواق من خلال الإعلان عن البرنامج الأول لشراء السندات المحمية في 7 ماي 2009 وامتد هذا البرنامج الى غاية 30 جوان 2010؛ حيث سمح البنك المركزي للبنوك المركزية لدول منطقة اليورو بشراء السندات المحمية بقيمة 60 مليار أورو¹⁸.

من خلال هذا الشكل يمكن القول ان برنامج شراء السندات المحمية في بعض الدول كان فعالا في المرحلة الأولى عندما كانت دول منطقة اليورو تعاني من مشاكل في سوق السندات المحمية؛ وعدها أصبح غير مبرر وذلك بعد أن أصبحت الاختلالات في سوق السندات المحمية ناتجة عن مشاكل في المالية العامة لبعض الدول.

- البرنامج الثاني لشراء السندات المحمية CBPP2:

أعلن البنك المركزي الأوروبي في تاريخ 3 نوفمبر 2011 عن تبني ثاني برنامج له لشراء السندات المحمية CBPP2 حددت قيمته بـ 40 مليار يورو ويستمر الى غاية 31 أكتوبر 2012¹⁹.

وعلى عكس البرنامج الأول فإن البرنامج الثاني لم يحقق الأهداف المرجوة؛ حيث تم شراء ما قيمته 16.42 مليار يورو بدلا من 40 مليار يورو ويرجع السبب حسب البنك المركزي الأوروبي الى التزايد المستمر لطلب المستثمرين على السندات المحمية لمنطقة اليورو هذا من جهة، وتراجع اصدار السندات المحمية من جهة أخرى.²⁰

يمكن القول ان هناك عوامل أخرى ساهمت في فشل البرنامج الثاني (CBPP2) منها تنامي المخاوف داخل منطقة اليورو بسبب أزمة الديون السيادية وتزامن هذا البرنامج مع تبني البنك المركزي الأوروبي لإجراء آخر من إجراءات السياسة النقدية غير التقليدية وهو إعادة التمويل على المدى الطويل والذي وفر قراري 1000 مليار يورو؛ الامر الذي جعل عملية اصدار السندات المحمية عملية مكلفة.

وفي اطار سياسة التيسير الكمي دائما اعلن البنك المركزي الأوروبي في 2015 عن قيامه بإصدار النقود لشراء سندات سيادية بنحو 60 مليار يورو في الشهر ابتداء من مارس 2015 وحتى نهاية سبتمبر 2016 وهذا بهدف انعاش منطقة اليورو وتضمن البرنامج دولا تنفذ برامج اقاذ كاليونان. كما يمكن للبنك المركزي الأوروبي القيام بإعادة شراء خلال نفس الفترة ما يقارب 1140 مليار يورو من الديون تنفذ من قبل البنوك المركزية للدول الأعضاء و92% منها تمثل 19 دولة عضو في منطقة اليورو.²¹

وبما ان التيسير الكمي يستخدم عندما تكون أسعار الفائدة قريبة من الصفر؛ قرر البنك المركزي الأوروبي الإبقاء على أسعار الفائدة الرئيسية عند 0.05% من دون تغير في عام 2015 وذلك بهدف تشجيع الاستثمارات الضعيفة في منطقة اليورو ورفع معدل التضخم الذي انخفض الى نطاق سالب؛ الامر الذي يؤدي الى اضعاف قيمة اليورو ومن ثم تعزيز الصادرات الأوروبية.²² كما يهدف التيسير الكمي الى تخفيف النمو الاقتصادي ومواجهة انخفاض التضخم الذي سجل 0.2% خلال ديسمبر 2014، عن طريق ضخ أموال من خلال شراء سندات الديون، وأيضاً شراء سندات الشركات المهمة لاقتصادات منطقة اليورو حتى تتمكن من الاستثمار في مشاريع جديدة أو توسيع مشاريعها القائمة؛ الامر الذي يؤدي الى تخفيض قيمة اليورو وبالتالي زيادة تنافسية البضائع الأوروبية ومنه زيادة حجم الصادرات. وعليه يمكن القول ان الهدف من التيسير الكمي ليس تشجيع الصادرات فقط وانما هو هدف من الأهداف الأخرى المكتملة والتي تسعى دول منطقة اليورو الى الوصول اليها في ظل مواجهة الازمات المالية.

وفيما يلي اهم المراحل التي مر بها التيسير الكمي الأوروبي:²³

- من أبريل الى ماي 2010: بداية الازمة اليونانية وتم ادارتها من قبل الاتحاد الأوروبي عن طريق برنامج شراء السندات من قبل دول منطقة اليورو.
- من جويلية الى اوت 2012: قرار البنك المركزي الأوروبي بضرورة حماية اليورو عن طريق اعلان برنامج شراء غير محدود من سندات الدين العام.
- جوان 2014: قرارا الاتحاد الأوروبي بتطبيق إعادة التمويل على المدى الطويل .
- جانفي 2015: وضع برنامج التيسير الكمي لشراء سندات دول منطقة اليورو والمؤسسات الأوروبية؛
- مارس 2016: تثبيت سعر الفائدة من قبل البنك المركزي الأوروبي عند 0% والاعلان عن سلسلة جديدة من عمليات إعادة التمويل طويل الاجل وتوسيع برنامج التيسير الكمي الأوروبي لسندات المؤسسات.

2-2 نتائج التيسير الكمي الأوروبي

من بين نتائج برنامج التيسير الكمي الأوروبي ما يلي:²⁴

- تدفق الأموال على المانيا ونزوحها من إيطاليا واسبانيا مما يؤدي الى اتساع الفجوة بين اقتصادات منطقة اليورو ودول الجنوب التي تعاني اقتصاديا؛

- شراء البنك المركزي الأوروبي ما قيمته 80 مليار يورو من السندات الشهرية مما يعني ضخ الأموال في الأسواق الأوروبية؛ إلا أن معظم تلك الأموال تتجه إلى البنوك الألمانية وتبقى هنالك؛ حيث قدر صافي المدفوعات المتجهة لها بـ 17.2 مليار دولار في أوت 2016 وعلى العكس من ذلك شهدت إيطاليا وإسبانيا ارتفاع صافي التزاماتها إلى أعلى مستوى في ثلاث سنوات في أوت 2016.

خلاصة:

بعد مرور فترة على تطبيق البنك المركزي الأوروبي برنامج التيسير الكمي والذي كان الهدف منه هو تحقيق معدل تضخم 2% عن طريق شراء 60 مليار يورو شهريا من بداية مارس 2015 إلى نهاية سبتمبر 2016، كانت هناك بعض المؤشرات الإيجابية لهذا البرنامج من بينها تحسن مستويات التضخم والتوظيف وارتفاع مستوى الإقراض؛ إلا أن التساؤل الذي يمكن طرحه في هذا الصدد هو: هل هذه المؤشرات الإيجابية سببها تطبيق برنامج التيسير الكمي فقط؟ أم أن هناك أسباب أخرى أدت إلى ذلك؟؛ خصوصا أن مستويات التضخم بدأت في التحسن قبل تطبيق البرنامج، كما أن تنافسية الصادرات الأوروبية وسعرها المنخفض كانت سببا في زيادة معدلات التوظيف والانفاق والتجارة، وهو الأمر الذي ينفي الفرضية الأولية الرامية إلى أن التيسير الكمي هو الأداة الوحيدة والفعالة لمواجهة الازمات.

وفيما يلي أهم النتائج المتوصل إليها:

- أن سياسات التيسير الكمي لم تأتي بالنتائج المرجوة منذ اتباعها في 2008 حتى الآن حيث اختلفت نتائجها بين الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي، ورغم ما حققته الولايات المتحدة الأمريكية من نمو اقتصادي قدر بـ 2.4% خلال العام 2015، إلا أنها لم تنجح في تحقيق معدلات انفاق تستطيع من خلالها ضبط معدل التضخم وبالتالي التخفيض من البطالة؛
- من خلال دراسة التجربة الأمريكية والأوروبية تبين أن برنامج التيسير الكمي نجح في الولايات المتحدة الأمريكية ولم ينجح في الاتحاد الأوروبي كما كان مخطط له؛ لأن في الولايات المتحدة الأمريكية العديد من المشاريع الكبيرة التي تمول نفسها من أسواق رأس المال عبر السندات؛ بينما الشركات الأوروبية سواء كانت صغيرة أو متوسطة تعتمد على البنوك للحصول على التمويل، وإذا كانت هذه البنوك ليس لديها الثقة لمنح القروض فإن برنامج التيسير الكمي في الاتحاد الأوروبي يكون بلا جدوى؛ الأمر الذي يثبت صحة الفرضية الثانية التي تنص على أن برنامج التيسير الكمي نجح في الولايات المتحدة الأمريكية ولم ينجح في الاتحاد الأوروبي؛
- عدم نجاح سياسة التيسير الكمي في الاتحاد الأوروبي الذي لا يزال يعاني من نسب نمو ضعيفة ومعدلات تضخم قليلة لا تصل إلى المعدل المحدد وهو 2% قد يكون سبب اتباع الاتحاد الأوروبي سياسة نقدية موحدة في منطقة اليورو بينما تتعدد السياسات المالية؛ الأمر الذي يتطلب توحيد السياسات المالية لدول منطقة اليورو، وهو ما يثبت صحة الفرضية الثالثة.

المراجع:

- ¹ يوسف أبو فارة، قراءة في الأزمة المالية العالمية 2008" على الموقع الإلكتروني: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/11/9.pdf> ، (تاريخ الزيارة: 2017/03/21). نقلاً عن:
- Peter, Rosenblum, "The World's Banker: A Story of Failed States Financial Crises and the Wealth and Poverty of Nations", *Ethics & International Affairs*, 2005. Vol. 19, No. 2; pp. 126-133.
- ² عمرو محيي الدين، أزمة الثور الآسيوية: الجنور والآليات والدروس المستفادة، القاهرة: دار الشروق للنشر، 2000، ص. 180-181.
- ³ محمد سهو نزهان، "أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 26، العدد الثاني، 2010، ص. 659.
- ⁴ زايدي عبد السلام، يزيد مقران، "الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاديات العربية- دراسة حالة: الجزائر، تونس، المغرب، ليبيا، مصر-"، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية: النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - خميس مليانة، الجزائر، يومي 5 و6 ماي 2009، ص. 7.
- ⁵ يوسف أبو فارة، مرجع سابق.
- ⁶ كريستيان ملدر، "عين العاصفة، يدفع الطابع الجديد للأزمات إلى الإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الوقاية وتدابير الحل"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 39، عدد 4، ديسمبر 2002، ص. 6.
- ⁷ كمال رزيق، حسن توفيق، "الجوانب النظرية للأزمة المالية"، على الموقع الإلكتروني: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/11/42.pdf>
- الأعمال : التحديات-الفرص-الآفاق"، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، يومي 10-11 نوفمبر 2009، ص. 10. (تاريخ الزيارة: 2017/03/21) نقلاً عن:
- نسمة أوكيل، "دور صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمات المالية"، مجلة جديد الاقتصاد، العدد 1، جوان 2007، ص. 2.
- ⁸ راجع عرابية، حنان بن عوالي، "ماهية الأزمات المالية والأزمة المالية الحالية"، الملتقى العلمي الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي وبدائل البنوك الإسلامية، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، يومي 5 و6 ماي 2009، ص. 15.
- ⁹ محمود رمحي، ما هو التسيير الكمي؟، مقال على الموقع الإلكتروني: <http://www.dailyFX.com>، 2015/09/26، تاريخ الزيارة، 2017/03/21.
- ¹⁰ B. Bernank, « the crisis and the policy response », intervention à la london school of economics, 13 janvier 2009.
- ¹¹ موسى محدي، "التسيير الكمي، أحدث الكبسولات لإنقاذ أوروبا من الإفلاس"، موقع العربي الجديد، 2015/03/12، على الموقع الإلكتروني: <https://www.alaraby.co.uk/economy/2015/3/12> ، تاريخ الزيارة: 2017/03/23.
- ¹² Emmanuel Sales, "Quelle sortie pour les politiques d'assouplissement Quantitatif ?", *Financière de la cité*, 15 novembre 2015, P5.
- ¹³ موسى محدي، مرجع سابق.
- ¹⁴ فهد إبراهيم الشثري، التسيير الكمي وتدفعات رأس المال و حرب العملات، على الموقع الإلكتروني: <http://www.alarabiya.net/ar/aswaq/2012/11/03> تاريخ الزيارة: 2017/03/22.
- ¹⁵ نورا الرفاعي، "انتهاء سياسة التسيير الكمي وتداعياتها على أداء الاقتصاد الأمريكي"، المركز الدبلوماسي للدراسات الاستراتيجية، التقرير الدولي في العدد 44 من تقرير الاقتصاد والاعمال على الموقع الإلكتروني: http://www.dcss-center.org/business_economy_report/arc.php?rw=417 تاريخ الزيارة: 2017/03/23.
- ¹⁶ نورا الرفاعي، مرجع سابق الذكر.
- ¹⁷ Michel Dupuy, « les effets des politiques de Quantitative Easing sur le taux de change : les enseignements de l'expérience américaine », LAREFI Working Paper N°2013-02, Université Montesquieu-Bordeaux IV, JANVIER 2013 ? P : 9-13.
- *. السندات المحمية هي الاوراق المالية التي تصدرها المؤسسات المالية مغطاة بأصول في القطاع الخاص والعام، وهي فئة مهمة من الاصول في سوق السندات الاوروبية، وتمثل مصدراً رئيسياً لتمويل الرهن العقاري.
- ¹⁸ Site internet : http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1_17520090704fr00180019.pdf , consulté le 05/05/2017.

¹⁹ Site internet : http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/I_29720111116fr00700071.pdf consulté le: 05/05/2017.

²⁰ .مُحَمَّد الأمين وليد طالب، " دور السياسة النقدية في معالجة الازمات المالية - حالة البنك المركزي الأوروبي BCE أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة مُحَمَّد خيضر - بسكرة، 2015-2016، ص: 327.

²¹ . Emmanuel Fournial, « pomitique monétaire de la BCE pendant la crise », mémoire de recherche, paris, 15/06/2015,

Site internet : [vue le 30/04/2017.](#)

²² Sit inyernet : <http://www.annahar.com/section/134>, consulté le : 16/05/2017.

²³ . Banque de France, les politiques monétaires non conventionnelles, février 2017, P1, site internet : https://abc-economie.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/l-eco-en-bref_2017-02-16_les-politiques-monetaires-non-conventionnelles.pdf

Consulté le : 08/05/2017.

²⁴ . الموقع الالكتروني: <http://www.alarabiya.net/servlet/aa/pdf/efb182ba-7fd3-4594-90f3-9354acd4c609> تاريخ الزيارة: 2017/07/05.