

أثر سياسة التيسير الكمي على تحقيق استقرار الاقتصاد العالمي: إشارة  
لتجارب دولية

**The impact of the Quantitative easing policy on the  
stabilization of the global economy: Reference to  
international experiments**

فرج شعبان<sup>(1)</sup>\* حبار عبد الرزاق<sup>(2)</sup> بوكزري يمينة<sup>(3)</sup>

<sup>(1)</sup> جامعة أكلي محند أولحاج بالبوية - الجزائر cferedj@yahoo.com

<sup>(2)</sup> جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف - الجزائر a.habbar@univ-chlef.dz

<sup>(3)</sup> جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف - الجزائر y.bouzekri@univ-chlef.dz

تاريخ الاستلام: 2018/05/27- تاريخ القبول: 2019/04/21- تاريخ النشر: 2020/06/30

**ملخص:**

ساهمت سياسة التيسير الكمي كإجراء استثنائي في إنقاذ الاقتصاد العالمي من أزمة الكساد بعدما عجزت البنوك المركزية من تنشيط الاقتصاد عن طريق السياسات النقدية التقليدية، حيث مكنت من دعم النشاط الاقتصادي والاستقرار المالي على المستويين المحلي والعالمي وأثبتت نجاعتها خاصة على المدى القصير والمتوسط في تحسين معدلات النمو، خفض معدلات البطالة وتحفيز الطلب الكلي. إلا أن أسعار الفائدة المتدنية لفترة طويلة إنعكست في استمرار تحمل الدين ومستوى الرفع المالي... الخ.

تهدف هذه الورقة البحثية إلى تشخيص وتحليل أثر سياسة التيسير الكمي على الاقتصاد العالمي من خلال تحليل أسباب اللجوء إلى تطبيقها، تحليل أسباب تفاوت التعافي من الأزمة، استخلاص الضوابط لإحتواء مخاطرها خاصة على المدى الطويل لضمان الاستقرار.

الكلمات المفتاحية: التيسير الكمي، البنوك المركزية، سعر الفائدة صفر، الاقتصاد

العالمي.

**Abstract:**

quantitative easing policy contributed in saving the global economy from The crisis of depression after central banks failed to stimulate the economy through conventional monetary policies, where it was able to support economic activity and financial stability at the local and global levels, and proved to be effective particularly in short and medium term in improving growth rates, reducing unemployment and stimulating the aggregate demand. However, low interest rates, for a long time, were reflected in debt sustainability and the level of financial leverage ... etc.

This research paper aims to diagnose and analyze the impact quantitative easing policy on the global economy by analyzing the reasons of its application, analyzing the reasons of disparities in the recovery from the crisis, extracting controls to contain their risks, especially in the long term to ensure stability.

**Keywords:** quantitative easing, central banks, an interest rate of zero, global economy.

**Résumé :**

La politique d'assouplissement quantitatif, à titre exceptionnel, a fortement contribué à sauver l'économie mondiale de la récession après l'échec des banques centrales à relancer l'économie au moyen de politiques monétaires traditionnelles ou cela a permis de soutenir l'activité économique et la stabilité financière aux niveaux local et mondial et s'est révélé efficace à court et moyen terme à l'amélioration des taux de croissance, diminution des taux de chômage et la stimulation de la demande globale. Toutefois, la faiblesse des taux d'intérêt pendant longtemps s'est reflété dans la viabilité de la dette, le niveau du levier financier ...etc.

Cet article a pour but de diagnostiquer et d'analyser l'impact de la politique d'assouplissement quantitatif sur l'économie mondiale en analysant les raisons de son application, analyser les inégalités de relèvement après la crise, tirer des mesures pour limiter ses risques principalement à long terme pour garantir la stabilité.

**Mots clés :** assouplissement quantitatif, Banques centrales, Un taux d'intérêt de zéro, L'économie mondiale..

### المقدمة:

اتخذ النمو العالمي نمطا متغيرا في السنوات القليلة الماضية. فقد عرف النشاط في كبرى الاقتصادات المتقدمة تزايدا بعد أن وصل الى مستويات متدنية إثر الركود الذي أصاب الاقتصاد العالمي في 2008 وقبله الركود الذي أصاب اليابان في 2001 ، فقد لجأت البنوك المركزية بعد أن أخفقت في تنشيط الإقتصاد عن طريق السياسات النقدية التقليدية إلى الانتقال إلى سياسات نقدية غير تقليدية بغية استعادة أداء السوق والوساطة ودعم النشاط الاقتصادي ، فقد شهد الاقتصاد العالمي خلال عام 2012 محاولات حثيثة للخروج من تأثيرات الأزمة المالية التي أصابت العالم خلال عامي 2008 و2009. وإعتمدت البنوك المركزية خاصة في البلدان المتقدمة، سياسات نقدية مرنة وبذلت جهود لتنسيق السياسات النقدية ، فعملت على توفير السيولة بعدما جفت من أسواق الإقراض ، وتم إنشاء برامج شراء الأوراق التجارية ودعم إصدار الأوراق المالية المدعومة بالأصول (تيسير الإئتمان) كما قامت بتطبيق سياسة التيسير الكمي عن طريق شراء السندات الحكومية والأوراق المالية طويلة الأجل.

وقد نجحت سياسة التيسير الكمي في استعادة أداء السوق والوساطة سيما على المدى القصير إلا أن نتائجها كانت متباينة على اقتصادات الدول لوجود آثار جانبية غير مرغوبة، فتم إحتواء أزمة السيولة النقدية إلى حد ما. كما ساهمت الحوافز المالية التي أعتمدت على الصعيد العالمي خاصة خلال عامي 2008 و2009 في تجنب الوقوع في دوامة الإنكماش. وعلى الرغم من النجاح الذي تحقق على المدى القصير، بدت خلال العام 2012 الحاجة إلى مزيد من الإنتعاش الثابت بعد أن استنفدت معظم الحكومات في الدول المتقدمة جميع الخيارات على صعيد السياسة العامة، ودفع تضائل الحيز

المالي العديد من تلك الحكومات إلى مزيد من التقشف المالي، كما أثقلت مشكلة الديون السيادية في البلدان المتقدمة كاهل الاقتصاد العالمي .

وفي هذا السياق يمكن طرح الإشكالية الرئيسية التالية: كيف أثرت سياسة التيسير الكمي على تحقيق استقرار الاقتصاد العالمي ؟

وتنطوي تحتها الأسئلة الفرعية التالية:

\_ هل التيسير الكمي جيد في كل الحالات أم له ضوابط؟

\_ ماهي أسباب تفاوت التعافي من الأزمة ؟

\_ ماهي متطلبات نجاح سياسة التيسير الكمي؟

أهمية الدراسة: تكتسي هذه الدراسة أهمية كبيرة بالنظر للدور الذي أصبحت تلعبه سياسة التيسير الكمي في تحفيز الاقتصاد العالمي، خاصة بالنسبة لتلك الدول التي يعاني اقتصادها من ركود أو جمود اقتصادي، وقد زادت رواجاً هذه السياسة بعد أزمة 2008 لما حققته من نتائج ايجابية بالنسبة للاقتصاد الأمريكي.

أهداف الدراسة: تهدف من خلال هذه الدراسة الى توضيح أثر سياسة التيسير الكمي على اقتصاديات دول العالم، وتباين هذه الآثار من اقتصاد الى آخر، وكذا معرفة متطلبات نجاح هذه السياسة لتحقيق الاستقرار المطلوب.

وللإلمام بجوانب البحث والإجابة عن الإشكالية الرئيسية تم تقسيم البحث إلى ثلاثة محاور:

المحور الأول: مفاهيم أساسية حول سياسة التيسير الكمي

المحور الثاني: أثر سياسة التيسير الكمي على الأسواق المتقدمة والصاعدة

المحور الثالث: مخاطر ومتطلبات نجاح سياسة التيسير الكمي

## المحور الأول: مفاهيم أساسية حول سياسة التيسير الكمي

تعد سياسة التيسير الكمي أحد السياسات النقدية غير التقليدية، التي أثبتت نجاعتها خاصة بعد الأزمة العالمية لسنة 2008، نظرا لما حققته من نتائج ملموسة على الاقتصاد الأمريكي.

### أولا- مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية:

لا يوجد تعريف شامل لمضمون السياسة النقدية حيث تم تعريفها سوى من جانبين، جانب المستهدفات وجانب الأدوات المستخدمة وعليه فيمكن تعريف السياسة النقدية:

- من جانب المستهدفات بأنها: مجموعة من الوسائل والإجراءات غير المعتادة في السياسة النقدية للتأثير في النشاط الاقتصادي ولتحقيق أهداف اقتصادية محددة، خلال فترة زمنية معينة، ومن هذا التعريف، نجد أن تعريف السياسة النقدية غير التقليدية ينطوي على استهداف تحقيق متغير اقتصادي حقيقي محدد (نمو، تشغيل).

- أما من جانب الأدوات المستخدمة فإنها<sup>(1)</sup>: سياسة نقدية تستخدم زمن الأزمات يتم من خلالها تنفيذ دعما إئتمانيا معززا، وتسهيلات إئتمانية، وتيسيرات كمية وتدخلات في العملة، وفي أسواق الأوراق المالية، وتوفير السيولة بالعملات المحلية والأجنبية، كل ذلك بهدف دعم سير عمل القطاع المالي، وحماية الاقتصاد الحقيقي من تداعيات الأزمة المالية.

ومنه يمكن تعريف السياسة النقدية غير التقليدية بأنها قيام البنك المركزي بدور الوساطة في عملية الإئتمان باستخدام أدوات غير تقليدية (تيسير كمي، تيسير الإئتمان، أسعار فائدة صفر... إلخ) وذلك لتوفير السيولة اللازمة لتحفيز الاقتصاد باستهداف المتغيرات الكمية (معدل تشغيل، نمو، مستوى إنتاج معين... إلخ).

### ثانيا- مفهوم سياسة التيسير الكمي (QE) Quantitative Easing :

شهد النصف الأخير من عام 2008 بداية إنفجار الأزمة المالية العالمية بإفلاس بنك

(1) Michael Joyce, David Miles, Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy, the Economic Journal, Novembre 2012, p276

ليمان براذر ودخل العالم في مرحلة تباطؤ اقتصادي فقد إنهارت أسعار الأوراق المالية في معظم البورصات وتوالت أخبار الإفلاس والكساد وتدخلت الدول الكبرى بوضع حلول مبتكرة للخروج من الأزمة المالية باستخدام جميع الآليات المتاحة للخروج السريع من الأزمة<sup>(1)</sup>. ومن بين هذه الآليات سياسة التيسير الكمي التي يمكن تعريفها ب:

"يعد التيسير الكمي إحدى أدوات السياسة النقدية التي تستخدم في أوقات الأزمات وتعني خطة التيسير الكمي عملية خلق النقود من فراغ واستخدامه في شراء السندات الحكومية وعمليات الإقراض وفي زيادة حجم الإئتمان"<sup>(2)</sup>.

"التيسير الكمي هو أداة من أدوات البنك المركزي للمحافظة على صحة الاقتصاد في حالة حدوث فشل في التحكم في أسعار الفائدة واقترابها من الصفر. وذلك لكي تحفز المستهلكين على الإنفاق من خلال ضخ النقود أو زيادة السيولة في اقتصاد الدولة".

"يعمل التيسير الكمي كقناة إعادة التمويل من خلال تحسين توفير الإئتمان وخفض أسعار الفائدة، زيادة الطلب الكلي من خلال تمويل معيشة الأسر"<sup>(3)</sup>.

### ثالثا- أسباب اللجوء الى سياسة التيسير الكمي:

في ظل المناخ الاقتصادي الذي يتجه الى الركود نتيجة ثورة تكنولوجيا المعلومات اعتمد بنك اليابان سياسة التيسير الكمي في 19 مارس 2001 بهدف وقف التدهور المستمر في العملة ووضع أساس للنمو الاقتصادي المستدام، ورفع الطلب الكلي تحت معدل فائدة يساوي الصفر، بالتركيز على ثلاث ركائز وهي: استهداف تغيير عمليات السوق النقدي غير المضمونة إلى حسابات جارية مستحقة والتي أبرمتها المؤسسات المالية مع البنك المركزي، الإلتزام بتوفير السيولة بصفة مستمرة إلى مستوى الرقم القياسي لأسعار المستهلك، زيادة مشتريات الحكومة اليابانية على المدى الطويل من السندات الحكومية إلى

(1) طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، مصر 2009، ص 13

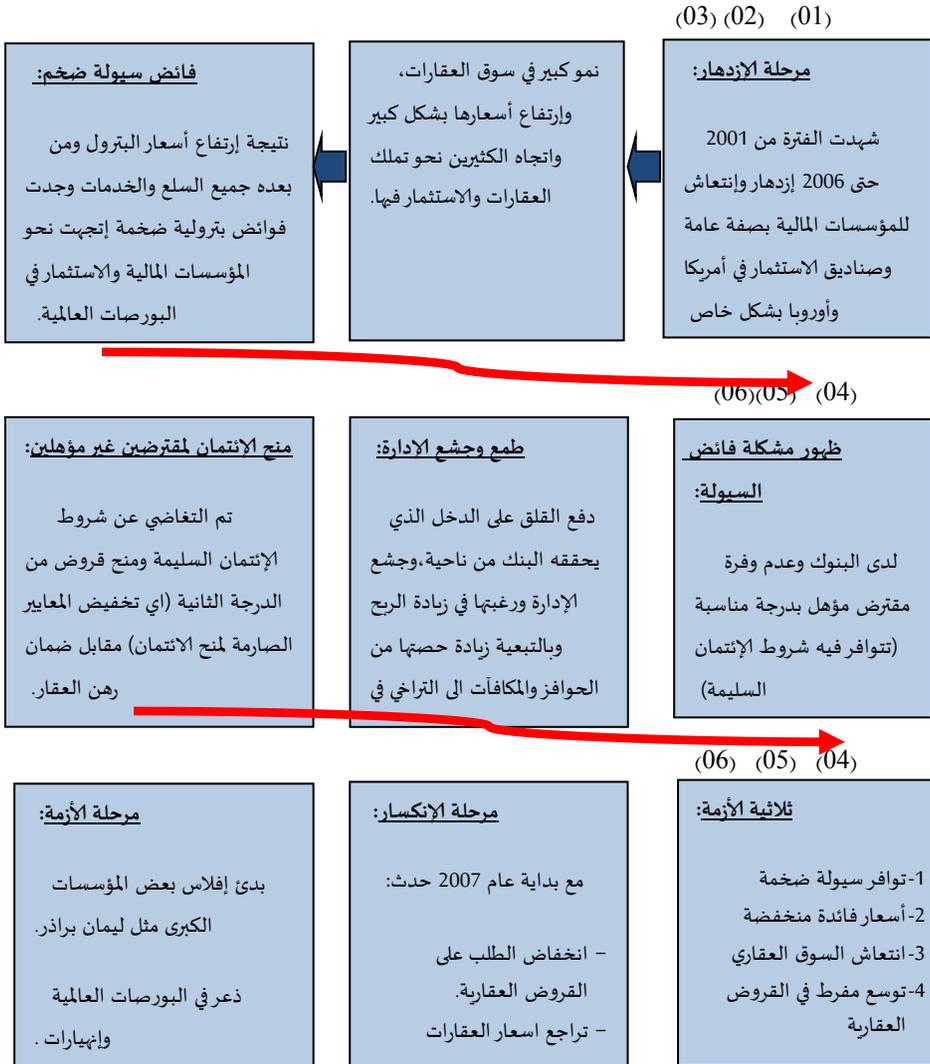
(2) معزوز لقمان، بريش عبد القادر، التحديات الاستراتيجية التي تواجه الدولار الأمريكي، مجلة البحوث والدراسات الإنسانية العدد 9-2014 ص 187.

(3) Marco Di Maggio, Amir Kermani, Christopher Palmer . how quantitative easing works:evidence on the refinancing chanel, national bureau of economic. working paper 22638- September 2016.

الحد الأقصى من الرصيد المتبقي من الأوراق النقدية الصادرة.<sup>(1)</sup>

عندما يتم تتبع الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 يبدو بسرعة أن السبب الأساسي هو أزمة الرهن العقاري الأمريكي، والتي يمكن تلخيصها من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم 01: أسباب الأزمات المالية العالمية



المصدر: طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 14.

(1) Hiroshi ugai, effects of the quantitative easing policy; a survey of empirical analyses; bank of japan. n°06-e-10 july 2006. p1، 2

يمكن تلخيص أهم الآثار وتداعيات الأزمة المالية العالمية من خلال الشكل التالي:

شكل 2: تداعيات وأثار الأزمة المالية العالمية



المصدر: طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره ، ص 15.

تسببت الأزمة في خفض السيولة في سوق المعاملات بين البنوك وإضعاف الكفاية الحدية لرأس المال وإحداث اضطراب عميق في أسواق الإئتمان مع تزايد درجة مخاطر الإئتمان المصرفي حيث إنتشرت حالات نقص السيولة على أوسع نطاق إذ لجأت البنوك إلى تخفيف خطوط الإئتمان<sup>(1)</sup>. نتيجة لمخلفات الأزمة فالحل الوحيد المتاح على المستوى

(1) عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص329-330.

العالمي هو التخفيف من حدة إنخفاض الطلب العالمي على السلع والخدمات، ثم العمل تدريجياً على تحريك ورفع هذا الطلب، أما على مستوى كل دولة فإن عليها أن تقوم بجهود إنقاذ، وتحريك الطلب الداخلي ودعم الصادرات.

اتبعت البنوك المركزية سياسات نقدية غير تقليدية تعتمد على إبتكارات من خلال شراء سندات حكومية وهو ما يطلق عليه بسياسة التيسير الكمي، لضخ السيولة في الاقتصاد عندما تعذر تطبيق السياسات التقليدية مثل خفض أسعار الفائدة. وجرى تخفيض أسعار الفائدة الإسمية إلى مستويات قريبة من صفر وأبقى عليها في ذلك المستوى المنخفض (ما يسمى بالحد الصفري) ، ونظراً لأن البنوك المركزية لم تعد قادرة على خفض أسعار الفائدة إلى مستويات أدنى من ذلك، فقد لجأت إلى برامج مشتريات الأصول التي زادت بشكل كبير من حجم الميزانيات العمومية للبنوك المركزية.<sup>(1)</sup>

لجأ المجلس الإحتياطي الفدرالي إلى تطبيق سياسة التيسير الكمي لتوسيع نطاق الإحتفاظ بالأوراق المالية في حساب النظام الفدرالي للسوق المفتوحة لتشجيع عملية استعادة النشاط الاقتصادي والحد من إختلال الميزان التجاري الأمريكي وهو ما ينعكس على القدرات التنافسية لعدد كبير من الدول وفي مقدمتها الصين.<sup>(2)</sup>

#### رابعا- مزايا سياسة التيسير الكمي:

لقد ساهمت سياسة التيسير الكمي في بداية الأزمة في منع إنهيار النظام المالي وكذا إنهيار النشاط الاقتصادي من خلال دعم النشاط الاقتصادي والاستقرار المالي على المستويين المحلي والعالمي<sup>(3)</sup>. وتجسد ذلك في:

- توفير السيولة والمساهمة في تفادي الإنكماش في النشاط الاقتصادي.<sup>(4)</sup>
- رفع النمو.
- خفض معدلات البطالة من خلال تعظيم معدلات التشغيل في نطاق استهداف التضخم.

(1) مجلة التمويل والتنمية، الأثار الإنتشارية، سبتمبر 2015 ص 40 .

(2) معروز لقمان، مرجع سبق ذكره. ص 188.

(3) تقرير صندوق النقد الدولي: الحساب العالمي للسياسات النقدية غير التقليدية، 2013.

(4) Hiroshi ugai, effects of the quantitative easing policy ,op cit.p4

- تحسين مستوى الثقة في السوق
- إصلاح الخلل في الميزانيات العمومية للبنوك.<sup>(1)</sup>
- تحفيز الطلب الكلي: تستخدم سياسة التيسير الكمي كأداة لتحفيز الطلب الكلي من نواح عدة ، فعندما يقوم الإحتياطي الفدرالي الأمريكي بشراء السندات ، ستحول قيمة هذه السندات إلى حسابات البائعين في البنوك ، فتتم تعليية حسابات البنوك بالقيمة لدى الإحتياطي الفدرالي وهو ما يعني أن العملية بهذا الشكل تمثل إصدار نقود من لا شيء لتستخدم في شراء أصول تضاف إلى ميزانية الإحتياطي الفيدرالي ، لكن إذا استمرت البنوك التجارية في الإحتفاظ بهذه الإحتياطات لدى الفدرالي الأمريكي فإنها ستحصل على فائدة لا تتجاوز 0,25% ، لذلك ستفكر البنوك جديا في إقراض هذه الأموال والحصول على معدلات فائدة أعلى وهذا هو الهدف الأساسي من العملية ، أي حث البنوك على منح المزيد من الإئتمان ، فتزيد العمليات الإئتمانية للشركات والأفراد وهو الأمر الذي يساعد بدوره على مواجهة الركود الذي يتعرض له الاقتصاد من خلال تبني سياسة الإئتمان الرخيص الهادف لرفع مستويات الاقتراض وزيادة مستويات الإنفاق الاستثماري.

### المحور الثاني: أثر سياسة التيسير الكمي على الأسواق المتقدمة والصاعدة

هناك تباين واضح في تأثير سياسة التيسير الكمي على اقتصاديات دول العالم ، نظرا لطبيعة كل اقتصاد ، وظروف تطبيق هذه السياسة ومدى إلزام البنوك بتنفيذها.

#### أولا- أثر سياسة التيسير الكمي على الاقتصاد الياباني

من خلال التحليلات التجريبية لسياسة التيسير الكمي التي إنتهجها بنك اليابان يمكن تلخيص أثارها في النقاط التالية:

- الالتزام بسعر فائدة صفر على المدى القصير والمتوسط وبعث الثقة في السوق وتجاوز المخاوف من الإنكماش.
- توسيع الميزانية العمومية لبنك اليابان بتوسيع القاعدة النقدية.

(1) صندوق النقد الدولي، التعافي يكتسب قوة لكنه يظل متفاوتا أبريل 2014 ص20.



Source :Hiroshi ugai, ,op cit,p7.

### ثانيا- أثر سياسة التيسير الكمي على الاقتصاد الأمريكي:

قدم الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي برنامجا للتيسير الكمي من خلال شراء كميات كبيرة من السندات طويلة الأجل، والتعهد بالإبقاء على معدلات الفائدة قصيرة الاجل منخفضة لفترة طويلة، وذلك بعدما فشل الاقتصاد الامريكي في الاستجابة للحوافز التقليدية خلال المرحلة الاولى من التيسير الكمي التي بدأت في 2008، ثم تم الإعلان عن المرحلة الثانية من برنامج التيسير الكمي في 2010 أما المرحلة الثالثة والأخيرة من التيسير الكمي تم تطبيقها في 2012 حيث تضمنت مشتريات شهرية مفتوحة الأجل .

بقي معدل الفائدة ضعيفا في الولايات المتحدة بسبب التقشف المالي الحاد فقد ظل متواضعا خلال النصف الأول من عام 2013 حيث بلغ نمو إجمالي الناتج المحلي السنوي 1,25 تقريبا، ومع استمرار التراخي الاقتصادي الكبير، بلغ متوسط التضخم الأساسي 1,8% في أوت 2013. وتدل المؤشرات على تزايد التعافي مدعوما بإنتعاش سوق الإسكان حيث زادت أسعار المنازل بنحو 13%، وزيادة صافي ثروة الأسر بنحو 10 مليارات دولار، وإن كان تشديد الأوضاع المالية قد أدى إلى تباطؤ تعافي النشاط إلى حد ما. واستمر تراجع معدل البطالة من مستوى الذروة الذي بلغ 10% في 2009 إلى 6.7%، قبل أن ينخفض لاحقًا إلى 5%، وإلى 2.5% بين خريجي الجامعات.

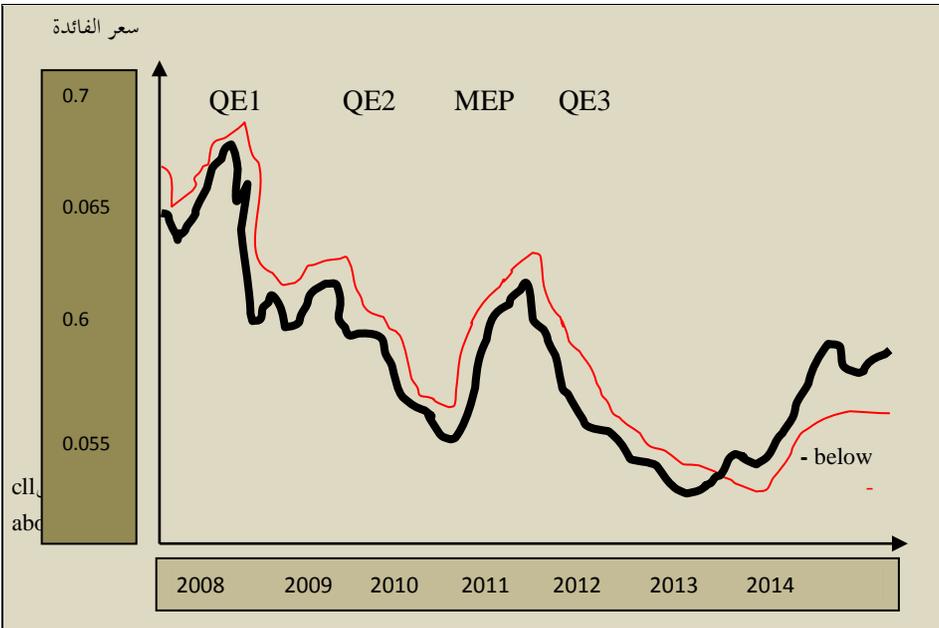
## شكل رقم 4: أسعار الفائدة المطبقة وإعادة تمويل القروض:

Source: MarcoDi Maggio, Amir Kermani ,Christopher Palmer , op cit :p44

أصبح النشاط العالمي قويا إلى حد كبير و إزداد تحسنا في الفترة 2014-2015 مدفوعا في الأساس بتحسن الأوضاع في الاقتصاد، غير أن التضخم كان أقل من التوقعات مما إنعكس على فجوات الناتج وإنخفاض في أسعار السلع الأولية<sup>(1)</sup>.

## ثالثا: أثر سياسة التيسير الكمي على الاتحاد الاوربي:

اتبع البنك المركزي الاوربي استراتيجية مماثلة للبرنامج الامريكي من خلال تبنيه برنامج واسع لشراء الاصول ، وإقرار اسعار فائدة منخفضة للغاية على المدى القصير، إلا أن الهدف من هذه السياسة مختلف عن نظيره الامريكي، فالاقتصاد الاوربي يفتقر للملكية الواسعة للأسهم مثلما هو الحال في الولايات المتحدة الأمريكية، وهو ما يمنع استخدام سياسة التيسير الكمي لتعزيز الانفاق الاستهلاكي، وكان البنك المركزي الاوربي قد استهدف من خلال هذه السياسة تحفيز الصادرات من خلال الضغوط الهبوطية على قيمة اليورو، حيث انخفضت قيمته بنسبة 25% تقريبا، ليتراجع من 1.4 دولار في صيف عام 2014 الى 1.06 في عام 2015، ورغم نجاح سياسة البنك المركزي الاوربي في



دعم صافي الصادرات في منطقة اليورو ، الا ان الاثر على صادرا أعضائها والنتائج المحلي الاجمالي كان محدودا بسبب أن دول منطقة اليورو تتعامل تجاريا مع بعضها البعض بشكل كبير وهو ما يجعل مسألة اثر سعر الصرف غير مجددة، مع حقيقة كلا الطرفين يتعامل بنفس العملة، كما لم تستفد الصادرات الاوروبية الى الولايات المتحدة من انخفاض سعر اليورو مقابل الدولار، حيث ان المصدرين الاوروبيين يطلقون فاتورة صادراتهم بالدولار، لكنهم يضبطون سعر العملة ببطء شديد.

ويمكن القول ان سياسة التيسير الكمي لم تحقق النجاح الذي حققته في الولايات المتحدة الأمريكية. حيث ارتفع معدل البطالة الى 12 % بزيادة 5 % عن مستوياتها فيما قبل الركود الاقتصادي، وانخفض النمو الاقتصادي، وسادت حالة انكماش الاسعار.

وتجدر الاشارة الى ان البنك المركزي الأوروبي قام بتنفيذ برنامج للتيسير الكمي بداية من مارس 2015 وحتى نهاية سبتمبر 2016 عن طريق شراء أصول بقيمة 60 مليار يورو شهريا، ويهدف هذا البرنامج إلى تحفيز النمو الاقتصادي في منطقة اليورو ومواجهة انخفاض التضخم الذي سجل 0.2% خلال ديسمبر 2014 ، عبر ضخ أموال مباشرة في خزائن حكومات منطقة اليورو من خلال شراء سندات الديون لمساعدتها على زيادة الإنفاق . كما عمل البرنامج كذلك على شراء سندات الشركات الرئيسية والمهمة لاقتصادات منطقة اليورو، حتى تتمكن من الاستثمار وتمويل مشاريع جديدة أو توسيع مشاريعها القائمة. ولكن من النقاط المهمة لهذا البرنامج، أنه وسع الكتلة النقدية، وهو ما يعني عملياً انخفاض قيمة اليورو التي ستعمل لاحقاً على زيادة تنافسية البضائع الأوروبية، وبالتالي زيادة حجم الصادرات.

#### رابعا- أثر سياسة التيسير الكمي على الأسواق الصاعدة:

إن ما يحدث في الاقتصاديات الكبرى (مثل الاقتصاد الأمريكي واقتصاد منطقة اليورو والاقتصاد الياباني) ليس بعيدا عن اقتصاديات باقي دول العالم نظرا لعلاقات التشابك و التداخل وحجم المبادلات في هذه الاقتصاديات وتركز معظم التجارة والثروة وتعاملات المال والأعمال فيها <sup>(1)</sup>.

(1) طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره ،ص31.

لقد تراجع النمو في الصين وفي عدد كبير من اقتصادات الأسواق الصاعدة الأخرى في آسيا وأمريكا اللاتينية وعدد أقل من اقتصادات كومنولث وذلك بعد طفرة في الناتج تجاوزت المستوى الممكن عقب التعافي من الركود الكبير، وقد ساهمت العوامل الهيكلية أيضا بدرجات متفاوتة في هذا التباطؤ الذي يعكس إختناقات البنية التحتية وضعف مناخ الاستثمار وقيود أخرى في جانب العرض، كذلك إنحصر النشاط في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا نتيجة التحول السياسي الصعب الذي تمر به بلدان عديدة، وإنخفاض إنتاج النفط لاحقا في الاقتصادات المصدرة للنفط.

وبقرب تحول مسار السياسة النقدية الأمريكية في أواخر ماي 2013 أدى ذلك إلى تشديد الأوضاع المالية العالمية، فقد أظهرت الدراسات أن أسعار الأصول تستجيب فورا إلى إعلانات البنك المركزي، مما يجعلها عرضة للصدمات<sup>(1)</sup>.

وشهدت العديد من الأسواق الصاعدة تدفقات رأسمالية خارجة وإنخفاضا في قيمة العملة وإتساعا في فروق العائد على السندات وتراجعا في أسعار الأسهم رغم القرار الأمريكي بأن الوقت لم يحن بعد بالسحب التدريجي لتدابير التيسير الكمي<sup>(2)</sup>.

إن إنعكاس في مسار التحول الهبوطي في معدلات الاستثمار في الاقتصادات المتقدمة يقلل من النمو في اقتصادات الأسواق الصاعدة بحوالي نقطة مئوية سنوية ويؤدي هذا التباطؤ في النمو إلى إنخفاض معدلات الاستثمار في الآلات والمعدات على المدى المتوسط وفي حالة الصين تزداد حدة الإنخفاض نتيجة إعادة توازن النمو بعيدا عن الاستثمار وفي إتجاه الاستهلاك، كما أن إنخفاض النمو المتوقع يؤدي إلى تحول سالب في الأجل المتوسط في معدلات إدخار الأسواق الصاعدة حيث بلغ حوالي 3,5 نقطة مئوية، كما أن استمرار إرتفاع الطلب على الأصول الأمانة على المدى المتوسط نتيجة تقوية التنظيم المالي ينعكس على مسارات تحولات المحافظ بعيدا عن الأسهم<sup>(3)</sup>.

### جدول رقم 1: العوامل المؤثرة على أسعار الفائدة الحقيقية

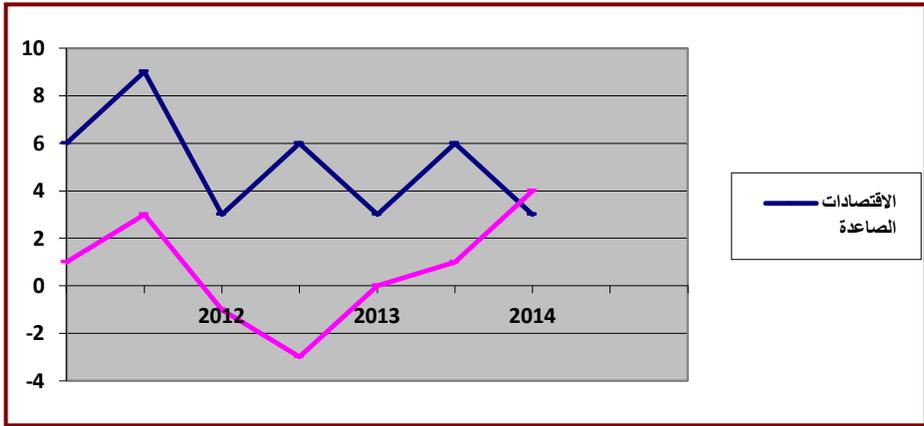
(1) MarcoDi Maggio, Amir Kermani, Christopher Palmer , op cit.p5.

(2) صندوق النقد الدولي، التعافي يكتسب قوة لكنه يظل متفاوتا، مرجع سبق ذكره، ص16، 13.

(3) صندوق النقد الدولي، مرجع نفسه، ص97.

سعر الفائدة الحقيقي (%) (%)	تكلفة رأس المال	تحويل الادخار	تحويلات الاستثمار	تحويلات المحافظ
3,33,5 2000-1996				
2,1 2007-2001	2,9	↓ ↓	—	↓ ↓
0,6 2012-2008	2,2	↑	↓ ↓	—
الأجل المتوسط المنظور > 2,1	> 2,9			

تشير الأسهم الى أثر تحويلات الإيداع والاستثمار والمحافظ، وتشير الأسهم (↑) إلى الآثار الايجابية و(↓) السلبية، وتشير الأسهم المتعددة إلى وقوع آثار أكبر، وتعني ( ) عدم وقوع أي أثر.  
شكل رقم 5: الإنتاج الصناعي (متوسط متحرك لثلاثة أشهر، التغير السنوي%)



المصدر: صندوق النقد الدولي، أبريل 2014 ص.3.

### المحور الثالث: مخاطر ومتطلبات نجاح سياسة التيسير الكمي

بالرغم من أن التيسير الكمي يعتبر ضرورة لتنشيط النمو في اقتصاديات اليوم ، إلا ان مدى فعاليته والمخاطر التي تحيط به بدأت تتكاثر ، وهو ما يستدعي الالتزام ببعض الضوابط لضمان الاستمرار.

#### أولاً- مخاطر سياسة التيسير الكمي

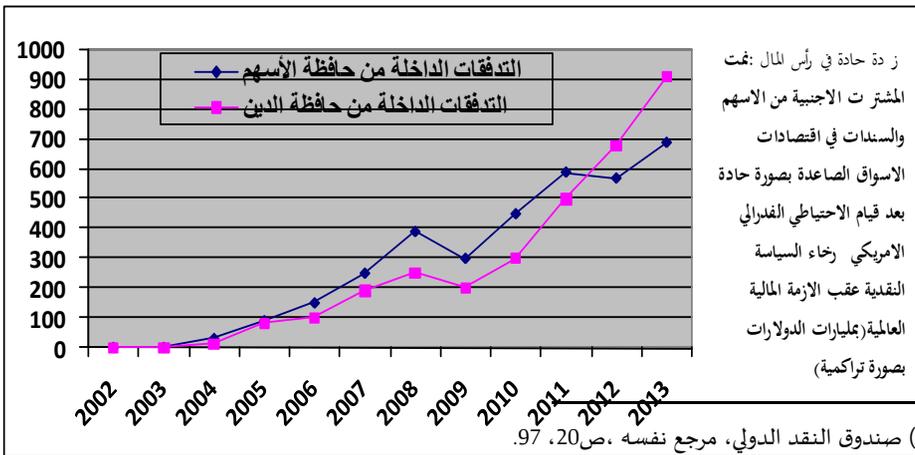
إن انخفاض أسعار الفائدة لفترات مطولة على إمتداد هيكل أجال استحقاقها الكاملة من شأنه أن يشجع على الإفراط في الإقدام على مخاطر الرفع المالي، كما يمكن أن

ينعكس على إمكانية الاستمرار في تحمل الدين، فقد يؤدي الإنسحاب من تدابير التيسير الكمي إلى انعكاس مسار تحولات المحافظ المشاهدة بين عامي 2007 و2013 من خلال رفع العلاوات الحقيقية على الاستثمار طويل الأجل إلى مستويات ما قبل الأزمة، فإذا أدى النطاق الأدنى الصفري إلى الحد من تراجع أسعار الفائدة الإسمية وبالتالي الحيلولة دون تخفيض أسعار الفائدة الحقيقية، إذ تكون أسعار الفائدة الحقيقية الفعلية أعلى من سعر الفائدة الطبيعي ويؤدي ذلك إلى تشديد موقف السياسة النقدية<sup>(1)</sup>.

بعد أن ألمح الاحتياطي الفدرالي إلى أنه ينظر في إمكانية الحد من وتيرة مشتريات الأصول في ماي 2013 إرتفع تقلب أسعار الأسهم والسندات بصورة حادة في الأسواق الصاعدة مع إنخفاض أسعار الأصول بشدة.<sup>(2)</sup>

فقد تدخل منطقة اليورو في مرحلة كساد ويضعف التعافي في اليابان في ظل عدم وجود إصلاحات هيكلية طموحة وخطط متوسطة الأجل للتشفير المالي تتضمن تدابير محددة، وقد يتراجع تحسن معدلات النمو في الأسواق الصاعدة بسبب استمرار تدني مستوى الاستثمار ونمو الناتج الممكن، بل وقد تشهد بعض البلدان تصحيحات حادة في موازين مدفوعاتها في حالة زيادة التدفقات الرأسمالية الخارجة بسبب المخاطر المحلية وأخيرا المخاطر الجغرافية والسياسية.<sup>(3)</sup>

شكل رقم 6: تدفقات حادة في رأس المال للأسواق الصاعدة.



(1) صندوق النقد الدولي، مرجع نفسه، ص. 20، 97.

(2) مجلة التمويل والتنمية، مرجع سبق ذكره، ص 41.

(3) تقرير صندوق النقد الدولي، أكتوبر 2013، ص. 53.

المصدر: مجلة التمويل والتنمية، الأثار الإنتشارية، سبتمبر 2015 ص 41.

### ثانيا- متطلبات النجاح .

1- التوازن بين الاستقرار و المخاطرة : إن الفترات الطويلة من إعتداد سياسات نقدية تتسم بطابع تيسيري للغاية وأسعار فائدة منخفضة إنخفاضا شديدا واقتران ذلك بالسعي لتحقيق عائدات مرتفعة هي توليفة تؤدي إلى نوبات غير مواتية من الإقبال على المخاطرة، فعلى البلدان توخي إدارة سليمة لاقتصادها الكلي ،مع اتخاذ الإجراءات اللازمة لتوفير قدر أكبر من الأمان لنظمها المالية بما في ذلك التدابير الإحترازية الكلية وتدابير إدارة التدفقات الرأسمالية .

2- استراتيجية الخروج:على المدى الطويل يتضح أن استراتيجية الخروج سوف تنطوي على الإلغاء التدريجي وأن تكون مرهونة بتعزيز الاقتصاد.

3- تحسين مزيج السياسات العالمية: ينبغي استكمال السياسات النقدية غير التقليدية بمجموعة أكبر من السياسات التي يمكن أن تدفع الاقتصاد العالمي إلى الأمام، فمزيج السياسات يتطلب إجراء المزيد من إصلاحات المالية العامة والقطاع المالي والإصلاحات الهيكلية على المدى المتوسط.

4- اختيار مزيج التصحيح: ينطوي على إجراء إصلاحات أعمق لوضع الأساس لنمو مستمر ودائم وتختلف بإختلاف البلدان فمثلا منطقة اليورو لا تزال بحاجة إلى العمل على إصلاح الخلل المالي لديها، وإزالة العوائق من القنوات المالية للسماح بتدفق الإئتمان من جديد والحد من التثتت المالي والعمل على تحسين أداء السياسة النقدية، وبصورة أعم يمكن القول أن التقدم في الإصلاح التنظيمي يمكن أن يساعد على جعل النظام المالي أكثر أمانا، أما البلدان التي لا تطبق هذه السياسات يتعين عليها السعي الجاد لإعتماد سياسة أعمق لتحقيق النمو. فقد استعانت البلدان المتقدمة والنامية بتدابير إحترازية على مستوى الاقتصاد الكلي والاقتصاد الجزئي لعرقلة حركة الفائض في ظل تعاملها مع النمو الإئتماني

الهش. وفي بعض الأحيان كانت الاستعانة بتدابير إدارة التدفقات الرأسمالية مثمرة. وهنا يجب الاستعانة بخطوط تبادل النقد الأجنبي<sup>(1)</sup>.

### ثالثا- تحديات لضمان الاستقرار

#### 1- الحاجة إلى تيسير كمي معزز:

وذلك بتعزيز أثر السياسة النقدية في الاقتصادات المتقدمة لمعالجة الآثار الجانبية غير المرغوبة التي تترتب على إنخفاض أسعار الفائدة. لذا على المسؤولين استكمال هذه الإجراءات بتدابير أخرى أو "سياسة التيسير الكمي المعزز" وإلا فلن تنجح السياسة النقدية في تحقيق أهدافها بفعالية تامة.

ويتطلب هذا في منطقة اليورو إزالة العوائق من قناة الإقراض المصرفي عن طريق تسوية رصيد الديون المتعثرة، وذلك بتشجيع البنوك على التعامل مع قروضها الرديئة وضمان وجود أطر قانونية ومؤسسية أكثر كفاءة، معالجة خلل الميزانيات العمومية لدى البنوك المركزية حيث تمكن من تحديد الإحتياجات الإضافية من رأس المال وإجراء إعادة رسملة على الفور، استكمال إنشاء الإتحاد المصرفي والذي يكتسب أهمية في الحد من التجزء المالي وإضعاف الروابط بين الكيانات<sup>(2)</sup>.

وفي اليابان، كان هيكل الاقتصاد الياباني أقل حساسية لتخفيف القيود النقدية وسط تصاعد ضغوط التكيف<sup>(3)</sup>، إذ تعتمد فعالية التيسير الكمي على المثابرة في تنفيذ السهمين الثاني والثالث في جعبة سياسة "أبينوميكس" الاقتصادية وهما إصلاحات المالية العامة والإصلاحات الهيكلية.

وفي الولايات المتحدة ينبغي أن يواصل الإحتياطي الفيدرالي العمل على تحديد الوتيرة الصحيحة للتخلي عن السياسة النقدية الاستثنائية وأن يستمر في الإفصاح الواضح للجمهور عما يطرأ من مستجدات في هذا الخصوص، ولكن إحتمال ظهور تعقيدات في الطريق يظل قائما بالنظر الى الإختلافات بين آراء السوق والآراء الرسمية

(1) تقرير مدير عام صندوق النقد الدولي، الحساب العالمي للسياسات النقدية غير التقليدية، أوت 2013.

(2) صندوق النقد الدولي، التعافي يكتسب قوة لكنه يظل متفاوتا، مرجع سبق ذكره، ص 20.

(3) Hiroshi ugai, op cit, p 6

فيما يتعلق بإحتمالات التضخم. ويمكن أيضا أن تؤدي السرعة في توسيع فروق العائد إلى زيادة التقلب بما سيتبعه من تداعيات عالمية.

2- كبح التجاوزات المالية الناجمة عن أسعار الفائدة المنخفضة: كإنتقال المخاطر من البنوك إلى المؤسسات غير المصرفية، فينبغي معالجتها على أساس استباقي من خلال سياسات السلامة الإحترازية الملائمة على المستويين الكلي والجزئي<sup>(1)</sup>.

3- أن يقوم البنك المركزي بطبع كميات من النقود تتوازي مع النمو في حجم المعاملات التي تتم في الاقتصاد المحلي، بحيث يحدث البنك المركزي التوازن المناسب بين النمو في عرض النقود والنمو في حجم المبادلات في الاقتصاد. أي أن يكون الإصدار النقدي يتوافق مع حجم المبادلات ولا يزيد عن حاجة الاقتصاد فدون ذلك يؤدي إلى إنخفاض القوة الشرائية للعملة المحلية بفعل إرتفاع الأسعار.

4- الحفاظ على استقرار الأسواق الصاعدة التي تواجه مواطن ضعف في الداخل: يستفيد العديد من هذه الاقتصادات من إنخفاض أسعار السلع الأولية وتراجع الضغوط التضخمية. غير أن هناك مخاطر أكبر تواجه البلدان المصدرة للنفط والسلع الأولية، وكذلك قطاعات السوق المثقلة بالقروض، بالإضافة إلى ذلك، تتسبب حدة إرتفاع الدولار الأمريكي في مخاطر إضافية بالنسبة للشركات والبلدان ذات المديونية الكبيرة بالعملة الأجنبية.

5- تعزيز المرونة المالية: من خلال تدابير للسلامة الإحترازية على المستويين الجزئي والكلي. فينبغي أن تجري الأجهزة التنظيمية إختبارات لقياس تحمل البنوك للضغوط ذات الصلة بمخاطر العملة الأجنبية وأسعار السلع الأولية، وأن تراقب بمزيد من الإنتظام وتدقيق مستوى الرفع المالي في الشركات ومدى الإنكشاف لمخاطر النقد الأجنبي، بما فيها المراكز المتخذة في المشتقات المالية.

6- مخاطر جغرافية و سياسية: التكيف مع التوترات الجغرافية-السياسية في روسيا وأوكرانيا والشرق الأوسط وأجزاء من إفريقيا، وكذلك المخاطر التي تواجه اليونان.

(1) صندوق النقد الدولي، تقرير الاستقرار المالي العالمي، 15 افريل 2015.

7- وهم سيولة السوق: قد تكون السيولة كافية في الأسواق في فترات الرخاء، لكنها قد تنضب بسرعة عند تعرض الأسواق للضغوط، مما يضخم تأثير الصدمات على الأسعار. وقد زاد الإرتباط بين الأسواق في فترات إنعدام السيولة التي أعقبت الأزمة، مما زاد احتمال العدوى، وهو ما يرجع في الأساس إلى التحول نحو التداول الإلكتروني عالي التردد، وتراجع أنشطة صناعة السوق، وزيادة استخدام المؤشرات القياسية.

8- مزيج من السياسات لمعالجة تصاعد المخاطر وانتقال مركزها: يصبح من الضروري اتخاذ تدابير إضافية على مستوى السياسات بخلاف السياسات النقدية للخروج من الأزمة المالية العالمية على أساس دائم وحماية الاستقرار المالي. ويجب على صناع السياسات معالجة التركة التي خلفتها الأزمة. فينبغي تعزيز أثر السياسة النقدية وإحتواء التجاوزات المالية، كما ينبغي أن يعمل صناع السياسات على دعم سيولة السوق واستكمال إصلاحات التنظيم المالي<sup>(1)</sup>.

## خاتمة

لقد لعبت البنوك المركزية دورا محوريا في إنقاذ الاقتصاد العالمي من السقوط بعد أزمة الكساد من خلال الغوص في أعماق عملية صنع السياسات، فإلى جانب السياسات النقدية التقليدية كانت السياسات النقدية غير التقليدية أشد طموحا وأوسع نطاقا.

لقد ساهمت السياسات النقدية غير التقليدية في دعم النشاط الاقتصادي والاستقرار المالي على المستويين المحلي والعالمي في ظل أسعار فائدة صفرية ونخص بالذكر سياسة التيسير الكمي.

تعد سياسة التيسير الكمي من أكبر مسببات صعود الأسواق المالية في السنوات الماضية وتتلخص هذه السياسة في شراء كميات كبيرة من السندات الحكومية وسندات الرهن العقاري طويلة الأجل فقد أثبتت نجاعتها خاصة على المدى القصير والمتوسط في تحسين معدلات النمو وخفض معدلات البطالة، وتحفيز الطلب الكلي وزيادة الإنفاق الاستهلاكي والاستثمار الثابت... الخ.

(1) صندوق النقد الدولي، مرجع نفسه.

حققت هذه السياسة عدة مزايا سواء للأسواق المتقدمة أو للأسواق الصاعدة من خلال تدفقات رؤوس الأموال ، إلا أن أسعار الفائدة المتدنية لفترة طويلة إنعكست في استمرار تحمل الدين ومستوى الرفع المالي... إلخ ومع ذلك فالإنسحاب الفوري من تدابير التيسير الكمي أيضا له تأثيرات قوية على الأسواق الصاعدة من خلال زيادة حادة في رأس المال (نمو حاد في مشتريات الأسهم والسندات الأجنبية) وكذا تقلبات شديدة في أسعارها، لذا يتطلب أن يكون الإنسحاب من تدابير التيسير الكمي تدريجيا لضمان الاستقرار العالمي ووفق ظوابط نلخصها فيما يلي:

1. يجب على الاقتصادات المتقدمة تعزيز أثر السياسة النقدية وإدارة الآثار الجانبية المالية باستخدام سياسات التيسير الكمي المعزز وإلا فلن تنجح السياسة النقدية في تحقيق أهدافها بفعالية تامة ويتطلب ذلك :

- في منطقة اليورو إصلاح الخلل في الميزانيات العمومية وإنشاء الإتحاد المصرفي للحد من التجزء المالي، وإزالة كل العوائق من الاقراض المصرفي عن طريق تسوية كل القروض المتعثرة، وتشجيع البنوك للتعامل مع قروضها الرديئة.
  - في الولايات المتحدة الأمريكية ينبغي تحديد الوتيرة الصحيحة للتخلي عن السياسة النقدية الاستثنائية وأن يستمر الإفصاح الواضح للجمهور.
  - أما في اليابان فيتطلب ذلك ضرورة القيام بإصلاحات هيكلية وأخرى مالية والالتزام بخطط متوسطة الأجل للتقشف المالي تتضمن تدابير محددة.
2. يجب على الأسواق الصاعدة تعزيز مرونتها ،ومعالجة مواطن الضعف الداخلية من خلال اتخاذ تدابير السلامة الإحترازية الملائمة على المستويين الكلي والجزئي.
3. ينبغي أن يعمل صناع السياسات على دعم سيولة السوق لإمتصاص الصدمات وتقليل من تأثيرها على الأسعار.

### المراجع باللغة العربية:

- طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2009.

- عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية، مصر، 2009.
  - تقرير صندوق النقد الدولي أكتوبر 2013.
  - تقرير مدير عام صندوق النقد الدولي -الحساب العالمي للسياسات النقدية غير التقليدية ، أوت 2013.
  - تقرير صندوق النقد الدولي ،التعافي يكتسب قوة لكنه يظل متفاوتا ،أفريل 2014
  - مجلة التمويل والتنمية ،الآثار الإنتشارية، سبتمبر 2015.
  - صندوق النقد الدولي ،تقرير الاستقرار المالي العالمي ،15 أفريل 2015.
  - معزوز لقمان، بربش عبد القادر، التحديات الاستراتيجية التي تواجه الدولار الأمريكي ،مجلة البحوث والدراسات الإنسانية العدد 9-2014 جامعة سكيكدة.
- المراجع باللغة الأجنبية:

- MarcoDi Maggio, Amir Kermani ,Christopher Palmer . how quantitative easing works:evidence on the refinancing chanel, national bureau of economic. working paper 22638- September 2016.
- Hiroshi ugai,effects of the quantitative easing policy;asurvey of empirical analyses;bank of japan.n°06-e-10 july 2006.
- Michael Joyce,David Miles, Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy,the Economic Journal,Novembre2012.