

دراسة تحليلية لفعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في إدارة الأزمات المالية
تجربة الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو.

Analytical study of the effectiveness of unconventional
monetary Policy instruments in Financial crises management,
Expérience of the United States and the euro area.

د. بديار أمينة

جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم (الجزائر).

magnifique-01@hotmail.com



تاريخ النشر: 01/10/2020

تاريخ القبول: 22/06/2020

تاريخ الإرسال: 09/06/2019

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى قياس فعالية استخدام الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية في علاج الأزمات المالية بالاعتماد على تجرّبي كل من الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو. حيث سنسعى إلى التركيز على موضوع التسهيل الكمي الذي هو أحد أدوات السياسة النقدية المستحدثة التي تستخدمها البنوك المركزية لمعالجة المشاكل الاقتصادية في بلدانها عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعّالة. ظهر التيسير الكمي كأداة جديدة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في بداية القرن الحادي والعشرين، أُستُخدم من طرف البنوك المركزية في اليابان أولاً ثم في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة والاتحاد الأوروبي وقد أسهمت هذه الأداة في تجاوز أزمات مالية ومصرفية خطيرة. وللتأكد من ذلك سنقوم بتحليل تأثير تطبيق هذه السياسة من جانب الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي على اقتصاديات كل منهما.

الكلمات المفتاحية: السياسة النقدية غير التقليدية ؛ التيسير الكمي ؛ البنك الفيدرالي الأمريكي ؛ البنك المركزي الأوروبي ؛ الأزمات المالية.

Abstract:

The purpose of this study is to measure the effectiveness of the use of non-conventional monetary policy tools in the treatment of financial crises based on the experiences of the United States and the euro area . Where we will seek to focus on the issue of quantitative easing, which is one of the innovative monetary policy tools used by central banks to address economic problems in their countries when conventional monetary policy becomes ineffective.

Quantitative facilitation emerged as a new instrument of unconventional monetary policy at the beginning of the twenty-first century, used by central banks in Japan first, then in the United States, the United Kingdom and the European Union. This tool has helped to overcome serious financial and banking crises. To make sure, we Will analyse the impact of this Policy on the economies of both the US Fédéral Reserve and the European Central Bank.

Keys words: Non-Conventional Monetary; Policy Quantitative Facilitation; Federal Reserve Bank; European Central Bank; Financial Crises.

المؤلف المرسل: د. بديار أمينة، الإيميل: magnifique-01@hotmail.com

1. تمهيد؛

لقد دفعت الأزمة المالية العالمية العالم إلى ركود عميق، ولإعطاء الإغاثة للاقتصاد خفضت العديد من البنوك المركزية أسعار الفائدة قصيرة الأجل إلى الصفر، وفي الوقت نفسه، اشتركت في سياسات نقدية غير تقليدية مثل التيسير الكمي و التسهيل الائتماني. كان الهدف الرئيسي لواضعي السياسات هو تقديم الإغاثة إلى أسواق الائتمان أولاً، ثم إلى الاقتصاد ثانياً مما رفع نشاط الإقراض، وساهم في تراجع هبوط التضخم والإنتاج. ولذلك فإن دور القطاع المصرفي المركزي يزداد أهمية خلال السنوات الأخيرة، خاصة لأن سياساته يمكن أن تثبت النظام المالي والاقتصادي خلال فترات الاضطراب.

ظهر التيسير الكمي كأداة جديدة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في بداية القرن الحادي والعشرين، أُستخدم من طرف البنوك المركزية في اليابان أولاً ثم في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة والاتحاد الأوروبي وقد أسهمت هذه الأداة في تجاوز أزمات مالية ومصرفية خطيرة.

يحاول هذا البحث تحليل السياسات غير التقليدية مثل التيسير الكمي والتخفيف الائتماني، من خلال مقارنة تطبيق هذه السياسات في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية، وتسجيل الاختلافات من حيث السياق والتنفيذ والنتائج.

2. مشكلة البحث؛

ما مدى فعالية الأدوات المستحدثة للسياسة النقدية في علاج الأزمات المالية في كل من الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو؟.

تدرج تحت هذه الإشكالية مجموعة من الأسئلة الفرعية:

- 1- ما مدى نجاعة سياسة التيسير الكمي للبنك الفيدرالي الأمريكي خلال أزمة الرهن العقاري ؟
- 2- ما مدى نجاعة سياسة التيسير الكمي للبنك المركزي الأوروبي خلال أزمة الديون السيادية ؟

3. أهمية البحث ؛

تكمن أهمية هذه الدراسة في توضيح مدى استعمال الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية، والمتمثلة في سياسة التيسير الكمي في القضاء على الانكماش والكساد خاصة في وقت الأزمات المالية. وذلك في كل من الولايات المتحدة الأمريكية ودول منطقة اليورو.

4. أهداف البحث؛

تحديد أهم السياسات النقدية الحديثة التي اتبعتها الدول المتقدمة للخروج من الأزمات، من خلال التعرف على تاريخ نشأتها، مكوناتها وآلية عملها وقنوات تأثيرها على متغيرات الاقتصاد الحقيقي في الدول عينة الدراسة.

5. فرضيات البحث؛

- 1- هناك أثر إيجابي لسياسة التيسير الكمي للبنك الفيدرالي الأمريكي على الاقتصاد الأمريكي خلال أزمة الرهن العقاري.
- 2- ليس هناك أثر إيجابي لسياسة التيسير الكمي للبنك المركزي الأوروبي خلال أزمة الديون السيادية.

6. عينة البحث؛ تتألف عينة البحث من الدول الرئيسية التي استخدمت هذه الأداة وهي الولايات المتحدة الأمريكية ودول منطقة اليورو. هناك أثر إيجابي لسياسة التيسير الكمي للبنك الفيدرالي الأمريكي على الاقتصاد الأمريكي خلال أزمة الرهن العقاري

7. منهج البحث؛

سيتم استخدام المنهج الوصفي التحليلي من خلال الجانب النظري لمختلف مفاهيم البحث والمنهج الاستنباطي من خلال تحليل المؤشرات الرقمية و استنباط نتائج يمكن الاعتماد عليها في الدراسات المقبلة والمنهج التحليلي المقارن من أجل مقارنة النتائج المتوصل إليها في البلدين محل الدراسة.

ثانيا: الأدبيات النظرية.

I- السياسة النقدية غير التقليدية والأزمات المالية :

I.1- مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية

I.1.1- تعريف السياسة النقدية غير التقليدية:

هي سياسة تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعّالة حيث يقوم البنك المركزي بشراء السندات الحكومية طويلة الأجل من المؤسسات المالية بما فيه البنوك التجارية بهدف ضخ السيولة في الاقتصاد لجعل أسعار الفائدة قريبة من الصفر وبالتالي إعادة انعاش النمو الاقتصادي.¹

هناك من عرّفها على أنها مجموعة من الأدوات الحديثة للسياسة النقدية والتي تُطبق من طرف البنوك المركزية في ظروف اقتصادية خاصة كالأزمات المالية والاقتصادية عن طريق تقديم تسهيلات ائتمانية، وتيسيرات كمية ، وتوفير السيولة بالعملة المحلية والأجنبية كل ذلك بهدف دعم سير القطاع المالي ، وحماية الاقتصاد الحقيقي من تداعيات الأزمة المالية.² وأيضاً هناك من يعرفها على أنها مجموعة من التدابير غير التقليدية للسياسة النقدية والتي تهدف الى تحقيق النقاط التالية:³

أ- توجيه توقعات المتعاملين الخواص بشأن أسعار الفائدة الرئيسية المستقبلية.

ب- زيادة حجم التزامات البنك المركزي، وبالتالي القاعدة النقدية.

ج- تعديل أصول البنك المركزي.

ومنه فمن التعريفات السابقة نقول أنّ السياسة النقدية غير التقليدية هي مجموعة الأدوات الحديثة (تيسير كمي، أسعار فائدة صفرية، تسهيل نوعي) والتي تستخدمها البنوك المركزية عندما تمر اقتصادات الدول بمرحلة من الكساد والركود، فتعمل البنوك المركزية جاهدة على خفض نسب الفائدة إلى معدلات متدنية لتشجع البنوك على إقراض الشركات لدفع عجلة الإنتاج والبدء في تحفيز الاقتصاد وتنشيطه من جديد.

2.1.I – أدوات السياسة النقدية غير التقليدية

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

أ. أداة أسعار الفائدة المنخفضة جداً والممتدة لفترة طويلة (Low i)

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

وترتكز هذه الأداة من خلال الالتزام الصريح أو الضمني للبنك المركزي للحفاظ على معدل الفائدة الرئيسي القريب من الصفر لفترة معينة، ويهدف هذا الإجراء إلى ترسيخ التوقعات المستقبلية لسعر الفائدة عند مستوى جد منخفض، مما يؤدي بالضرورة إلى انخفاض معدل الفائدة وارتفاع توقعات التضخم التي تولدها السياسة النقدية التوسعية المنتهجة للبنك المركزي (نوفل، 2015، الصفحات 316-317). وبصفة عامة ترمي هذه الأداة إلى تشجيع البنوك على تحمل المخاطر طويلة الأجل وزيادة الاقراض المصرفي من خلال تحديد معدل فائدة على الودائع عند عتبة أقل من الصفر.

ب. أدوات التسهيل الكمي (Quantitative Easing)

– نشأة وتطور سياسة التسهيل الكمي

طبقت سياسة التيسير الكمي لأول مرة في اليابان، وهذا بعد حالة الانكماش التي عرفها الاقتصاد الياباني سنة 1990 ففي سنة 1990 خفّض البنك المركزي الياباني سعر الفائدة من 7% إلى 0% مع نهاية نفس السنة وذلك بهدف تخفيض حدّة الانكماش وبذلك اختار البنك المركزي الياباني سعر الفائدة الصفري و زيادة مستوى الاحتياطات النقدية بدلاً من التركيز على أسعار الفائدة قصيرة الأجل لضخ السيولة في الاقتصاد. وكان بنك اليابان يستخدم التسهيل الكمي من خلال شراء السندات الحكومية لضبط معدل الفائدة عند الصفر. وقد حافظ بنك اليابان على معدلات الفائدة قصيرة الأجل عند الصفر. وبالتسهيل الكمي، أغرق البنوك التجارية بالسيولة الفائضة لتشجيع الإقراض الخاص، وترك لهم كميات كبيرة من الاحتياطات الفائضة⁴، ومع أزمة 2008، أعلن البنك الفيدرالي الأمريكي تبنيه لسياسة التيسير الكمي كأداة لمعالجة الأزمة، بعدها اعتمدها بنك إنجلترا في مارس 2009، وأخيراً البنك المركزي الأوروبي تبنها في مارس 2015.

– مفهوم التسهيل الكمي

يمثل التسهيل الكمي سياسة نقدية غير تقليدية يستخدمها البنك المركزي لتنشيط الاقتصاد الوطني عندما تصبح أدوات السياسة النقدية النمطية غير فعالة، وتمثل في الحقيقة آخر أسلحة البنك المركزي بعد أن دفع بأسعار الفائدة نحو الصفر، ومنعاً للوقوع في مصيدة السيولة.

ويقصد بالتسهيل الكمي إجراءات السياسة النقدية المتخذة من قبل البنك المركزي لاستعادة الثقة في الأسواق المالية بشراء كميات كبيرة من الأوراق المالية غالباً تكون السندات الحكومية التي تحتفظ بها الشركات والبنوك أو المستثمرين وحتى لو كانت تلك

السندات لدولة في حالة عجز مالي، وذلك قصد تحقيق الهدف المنشود وهو خفض تكلفة الاقتراض للدول المتعثرة أو بالأحرى خفض العائد على السندات السيادية.

كما يعتبر التيسير الكمي ممارسة يقوم بها البنك المركزي عند محاولته للحد من تأثير الركود الاقتصادي على الأنشطة الاقتصادية الحقيقية عن طريق إصدار فائضا من النقود (إصدار كمية جديدة من النقود الالكترونية وطرحها في الاقتصاد دون مقابل). يسمح هذا الاجراء بزيادة الاحتياطات الفائضة لدى البنوك كما أن النقود الجديدة تستخدم أساسا لشراء الأصول من المؤسسات المالية، والفكرة هي أن هذه الأموال سوف تتدفق إلى قطاعات أخرى من الاقتصاد بهدف تشجيع الطلب والاستثمار. وقد تم استخدام هذا الأسلوب في بداية القرن الحادي والعشرين، عندما تم استخدام التسهيل الكمي (QE1) ب 1700 مليار دولار) للتخفيف من أثر الأزمة المالية 2008-2009 من قبل الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان والمملكة المتحدة.⁵

- آلية عمل التسهيل الكمي

تتم عملية التسهيل الكمي في ظل أسواق مفتوحة بمعنى أن البنك يتحول من صانع للسياسة النقدية إلى بائع ومشتري للأوراق المالية. فعند حدوث ركود اقتصادي أو كساد تنعدم الثقة في الأسواق وتصاب بنقص حاد في السيولة نتيجة لاستمرار انخفاض السيولة داخل الجهاز المصرفي وتتوقف عملية التمويل بكافة أشكاله نتيجة أن المصارف لن تستطيع استعادة أموالها مرة أخرى في ظل استمرار الركود وبالتالي تبحث المصارف عن أدوات أقل خطورة وهو ما توفره السندات الحكومية وعندها تصاب القطاعات الاقتصادية الأخرى بشح السيولة فتعمل على تخفيض أسعار الفائدة نحو الصفر ليسهل الحصول على السيولة بتكلفة اقراض بسيطة وتكاد تكون معدومة في ظل أسعار فوائد صفرية وبالتالي تستطيع المصارف التجارية الحصول على أموال رخيصة. وتبدأ المرحلة الثانية من مراحل التسهيل الكمي بامتصاص الأصول المتعثرة التسديد من القطاع المصرفي وذلك بشراء الأوراق المالية المضمونة برهون عقارية وهذه كما هو معلوم هي سبب أزمة الرهن العقاري الأخيرة التي ضربت الاقتصاد الأمريكي. إذ خصص بنك الاحتياطي الفيدرالي ما يعادل مليار دولار لشراء هذه الأصول المتعثرة فيما يعرف ب (QE1) أي خطة التسهيل الكمي الأولى والخطوة الأخيرة في مواصلة التسهيل الكمي هو قيام البنك المركزي أو بنك الاحتياطي الفيدرالي بشراء سندات حكومية.⁶

ج. التسهيل النوعي (الائتماني) (Qualitatif-credit-Easing)

يرتكز التسهيل النوعي على تغيير تركيبة أصول ميزانية البنك المركزي دون الضرورة لرفعها، فالهدف من هذه السياسة ليس زيادة كمية الاحتياطات الاضافية للخصوم بل تغيير الأسعار المتعلقة بالأوراق المالية المستهدفة.⁷ وترتكز سياسة تسهيل الائتمان على مزيج من القروض والأوراق المالية التي يحتفظ بها البنك المركزي وعلى كيفية تكوين هذه الأصول التي تؤثر على شرط الائتمان للشركات والعائلات، ويشمل التسهيل النوعي على زيادة المعروض النقدي بعدم شراء السندات الحكومية، ولكن بشراء أصول القطاع الخاص مثل سندات الشركات والأوراق المالية المدعومة برهن عقاري (أصول غير تقليدية)، للسماح للبنك المركزي للوصول الى جملة من الأهداف منها: الوصول الى معدل الفائدة المستهدف، تسهيل شروط التمويل لدى الشركات والمؤسسات المالية، تحسين إجمالي الظروف المالية في قطاعات السوق المالية (القطاع الخاص)، وبالتالي فإن التسهيل الائتماني يؤدي الى تغيير مكونات أصول البنك المركزي دون المساس بحجم الميزانية العمومية للبنك غير أن هذه السياسة تعرض البنك المركزي لمخاطر، أي الخسائر المتعلقة بفقدان الضمان المشتري.⁸

أ- التسهيل الائتماني المباشر (Direct Cr dit Easing)

التسهيل الائتماني المباشر هو سياسة تتكون من شراء الأوراق التجارية وسندات الشركات والأوراق المالية المدعومة من برهونات عقارية وذلك في ظل معدلات الفائدة المنخفضة جداً من أجل تقليل نقص السيولة وفروق الائتمان في بعض أسواق الائتمان. تقلل هذه السياسة من العرض الخاص لمستثمري القطاع الخاص ، مما يؤدي إلى زيادة أسعار الأصول وبالتالي تقليل العائدات. ومن ثم ، فإن تخفيف الائتمان له تأثير أكبر إذا كان الفرق بين عائد السندات الحكومية والأوراق التجارية والأوراق المالية الأخرى من هذا النوع أعلى ، لأن الأصليين ليسا بديلين مثاليين ، مما يؤثر في المقام الأول على قناة إعادة توازن المحفظة. علاوة على ذلك ، فإن تخفيف الائتمان له تأثير أكبر على قناة الإقراض المصرفي من التيسير الكمي ، حيث أنه يمكنه تخفيف قيود الميزانية العمومية بسهولة أكبر.

في هذه الحالة، يتفاعل البنك المركزي بشكل مباشر مع القطاع الخاص مع الأخذ في الاعتبار مخاطر الائتمان في ميزانيته العمومية ، والتي يمكن أن تؤثر على استقلاله المالي. غير أن التسهيل الائتماني المباشر لا يغير من حجم الميزانية العمومية للبنك المركزي وبالتالي لا يؤثر على المعروض من القاعدة النقدية. وكما يشير (Bini Smaghi (2009 ، يتعين على واضعي السياسات النقدية تقييم أهلية جميع الأصول بسبب الآثار التي يمكن أن تترتب على التعرض لمخاطر الائتمان في الميزانية العمومية للبنك المركزي. هناك مشكلة أخرى يتعين على واضعي السياسات مواجهتها وهي التخطيط الجيد لبرنامج الشراء من أجل تجنب التشوهات التخصيصة من حيث الصناعات. وأخيراً ، يحتاج البنك المركزي إلى إيجاد استراتيجية خروج مناسبة من هذه السياسة النقدية غير التقليدية ، حيث أن الأصول المشتراة لديها مخاطر ائتمانية أعلى وتكون أقل سيولة من السندات الحكومية⁹.

ب- التسهيل الائتماني غير المباشر (Indirect Cr dit Easing)

يحاول البنك المركزي توفير السيولة طويلة الأجل للبنوك مع إمكانية تقليل شروط الاقتراض لتعزيز الائتمان المصرفي كما يمكن أن يجعل المؤسسات المالية تعتمد على البنك المركزي على المدى الطويل من حيث التمويل، تأخير آجال الاستحقاق، توفير حوافز التخصيص الائتماني... إلخ، فيقوم البنك المركزي بمنح القروض لفئات مستهدفة مقابل سندات قصيرة الأجل (أوراق تجارية)، أو سندات متوسطة الأجل (أوراق مالية مدعومة بأصول) أو أخرى طويلة الأجل (سندات حكومية).

أ- التسهيل الائتماني المباشر (Direct Cr dit Easing)

التسهيل الائتماني المباشر هو سياسة تتكون من شراء الأوراق التجارية وسندات الشركات والأوراق المالية المدعومة من برهونات عقارية وذلك في ظل معدلات الفائدة المنخفضة جداً من أجل تقليل نقص السيولة وفروق الائتمان في بعض أسواق الائتمان. تقلل هذه السياسة من العرض الخاص لمستثمري القطاع الخاص ، مما يؤدي إلى زيادة أسعار الأصول وبالتالي تقليل العائدات. ومن ثم ، فإن تخفيف الائتمان له تأثير أكبر إذا كان الفرق بين عائد السندات الحكومية والأوراق التجارية والأوراق المالية الأخرى من هذا النوع أعلى ، لأن الأصليين ليسا بديلين مثاليين ، مما يؤثر في المقام الأول على قناة إعادة توازن المحفظة. علاوة على ذلك ، فإن تخفيف الائتمان له تأثير أكبر على قناة الإقراض المصرفي من التيسير الكمي ، حيث أنه يمكنه تخفيف قيود الميزانية العمومية بسهولة أكبر.

في هذه الحالة، يتفاعل البنك المركزي بشكل مباشر مع القطاع الخاص مع الأخذ في الاعتبار مخاطر الائتمان في ميزانيته العمومية، والتي يمكن أن تؤثر على استقلاله المالي. غير أن التسهيل الائتماني المباشر لا يغير من حجم الميزانية العمومية للبنك المركزي وبالتالي لا يؤثر على المعروض من القاعدة النقدية. وكما يشير (Bini Smaghi 2009)، يتعين على واضعي السياسات النقدية تقييم أهلية جميع الأصول بسبب الآثار التي يمكن أن تترتب على التعرض لمخاطر الائتمان في الميزانية العمومية للبنك المركزي. هناك مشكلة أخرى يتعين على واضعي السياسات مواجهتها وهي التخطيط الجيد لبرنامج الشراء من أجل تجنب التشوهات التخصيصية من حيث الصناعات. وأخيراً، يحتاج البنك المركزي إلى إيجاد استراتيجية خروج مناسبة من هذه السياسة النقدية غير التقليدية، حيث أن الأصول المشتراة لديها مخاطر ائتمانية أعلى وتكون أقل سيولة من السندات الحكومية¹⁰.

– التسهيل الائتماني غير المباشر (Indirect Credit Easing)

يحاول البنك المركزي توفير السيولة طويلة الأجل للبنوك مع إمكانية تقليل شروط الاقتراض لتعزيز الائتمان المصرفي كما يمكن أن يجعل المؤسسات المالية تعتمد على البنك المركزي على المدى الطويل من حيث التمويل، تأخير آجال الاستحقاق، توفير حوافز التخصيص الائتماني.... إلخ، فيقوم البنك المركزي بمنح القروض لفئات مستهدفة مقابل سندات قصيرة الأجل (أوراق تجارية)، أو سندات متوسطة الأجل (أوراق مالية مدعومة بأصول) أو أخرى طويلة الأجل (سندات حكومية).

3.1.I – قنوات تأثير أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في الاقتصاد.

إنّ الهدف الأساسي من تطبيق الأدوات الحديثة للسياسة النقدية (أداة التسيير الكمي مثلاً) هو نقل تأثير هذه الأدوات إلى الاقتصاد الحقيقي للقضاء على الأزمة أو التخفيف من حدتها عن طريق مجموعة من القنوات نوجزها فيما يلي :

أ. قناة التضخم

يسبب التسهيل الكمي ارتفاع معدلات التضخم أكثر مما هو مرغوب فيه إذا تمّت المبالغة في تقدير المبلغ المطلوب للتسهيل ويتم إنشاء أموال أكثر من اللازم. فهناك من يرى أنّ مشتريات البنك المركزي من الموجودات المالية (في نطاق عملية التسهيل الكمي) سيؤدي إلى تنشيط وتوسيع عمليات الإقراض التي ستقوم بها المصارف التجارية وهذا ما يحفز الاستهلاك والاستثمار، ويؤدي بالنتيجة إلى التضخم. فعندما يكون الطلب على النقود غير مرّن للغاية فيما يتعلق بمعدلات الفائدة، أو معدلات الفائدة القريبة من الصفر، فإنه يمكن تنفيذ التسهيل الكمي من أجل مواصلة تعزيز المعروض النقدي. إنّ زيادة المعروض النقدي قد يؤدي إلى خفض قيمة سعر الصرف لعملة البلد مقابل العملات الأخرى. وإضافة لذلك فإن الآثار المتوقعة للتسهيل الكمي في زيادة التضخم قد تؤدي إلى تقليل معدلات العائد الحقيقية.

ب. قناة سعر الصرف

تأثر أداة التسيير الكمي على المصدرين المقيمين في البلد الذين ينفذون التسهيل الكمي وأيضاً المدينين الذين لهم ديون صادرة بهذه العملة، حيث أنه عندما تنخفض قيمة العملة تنخفض الديون. ومع ذلك فإنها تؤثر بطريقة مباشرة على الدائنين وحائزي العملة حيث تنخفض القيمة الحقيقية لرصيدهم، كما أن تخفيض قيمة العملة يضر بطريقة مباشرة المستوردين حيث أن

دراسة تحليلية لفعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في إدارة الأزمات المالية تجربة و م أ ومنطقة اليورو.

تكاليف البضائع المستوردة تتضخم بانخفاض قيمة العملة. و يمكن للبنوك أن تستخدم هذه الأموال الجديدة للاستثمار في الأسواق الدولية القائمة على السلع الأساسية والسلع نفسها بدلا من إقراض الشركات المحلية التي تواجه صعوبة في الحصول على القروض.

ج. قناة توازن المحافظ المالية حيث تقوم على فرض أن الأدوات المالية ليست بديلة لبعضها البعض بشكل مطلق في محافظ المستثمرين، وبالتالي فإن التغيرات في صافي العرض المتاح من هذه الأدوات للمستثمرين يؤثر على معدل العائد الذي تحققه وكذلك على تلك الأدوات المالية البديلة لها. فقيام البنك المركزي بشراء السندات طويلة الأجل تؤدي إلى تقليل معدلات العائد عليها نتيجة لانخفاض العرض وبالتالي ارتفاع أسعارها الأمر الذي يدفع المستثمرين إلى شراء سندات مشابهة في الخصائص من حيث المخاطرة ومدة الاستحقاق وهو ما يخفف من معدل العائد على الأصول الأخرى أيضا مما يزيد من حجم الإقراض.¹¹

د. قناة السيولة من خلال قيام البنك المركزي بتوفير السيولة للبنوك في مقابل الأصول طويلة الأجل ما يسهم في إقبالهم على زيادة تقديم القروض للمستثمرين من أفراد وشركات.

هـ. قناة الثقة إن قناة الثقة هي نتيجة مباشرة لتوقعات المستهلك فيما يتعلق بتنفيذ السياسة النقدية الجديدة غير التقليدية، والتي من المفترض أن تحسن النظرة الاقتصادية. وبالتالي، فإن الثقة الأفضل تشجع على الاستثمار والإنفاق. بالإضافة إلى ذلك، يمكن أن يؤدي ذلك إلى زيادة سعر الأصول عن طريق تخفيض علاوة المخاطر.

و. قناة الإقراض المصرفي يقوم البنك المركزي بعمليات الشراء طويلة الأجل من البنوك التجارية، وبهذا يسمح بزيادة نسبة الاحتياطيات لدى البنوك التجارية، تقوم البنوك التجارية بإقراض احتياطياتها للأفراد والشركات مما يحفز على زيادة الاستثمارات.¹²

2.I - الأزمات المالية

1.2.I - أزمة الرهن العقاري 2008

تعتبر الأزمة المالية التي اندلعت في صائفة 2007 كنتيجة للإخفاق الكبير الذي عرفه استرداد الديون العقارية الممولة من طرف البنوك في الولايات المتحدة الأمريكية والمعروفة بالقروض العقارية من الدرجة الثانية. ونتيجة لذلك قامت البنوك المركزية بضخ الأموال بهدف الحد من تفاقم الأزمة وانتشارها إلى الاقتصاد الحقيقي، إضافة إلى تقليص معدلات الفائدة إلى مستوى جد ضعيف وهذا كان يراد منه توفير السيولة للبنوك التجارية ومنع حدوث ركود اقتصادي.¹³ حيث في أكتوبر 2009، خفّض البنك الفيدرالي سعر الفائدة إلى 1% وهو أدنى معدل منذ 2004، وفي نوفمبر 2009 استثمرت الحكومة الأمريكية 40 مليار دولار إضافة في "إي إي جي" مقابل الحصول على أسهم تفضيلية في المجموعة التأمينية، وفي ديسمبر خفض البنك الفيدرالي سعر الفائدة في نطاق 0% و 0,25%.¹⁴ وليس فقط البنك الفيدرالي الذي اتبع هذه السياسة بل معظم البنوك المركزية كالبنك الإنجليزي وبنك اليابان، والبنك المركزي الأوروبي حيث خفضوا نسبة الفائدة إلى 0%.

2.2.I - أزمة الديون السيادية 2011

تعود أزمة الديون السيادية إلى عدم قدرة دول منطقة اليورو على الوفاء بالتزاماتها المرتبطة بالمدىونية اتجاه دائئها والتي بدأت في بدايتها بالاقتصاد اليوناني من جهة، حيث بلغ حجم الديون السيادية في منطقة اليورو حوالي 7,1 تريليون دولار عام 2009، ثم ارتفع ليصل إلى 7,8 تريليون دولار عام 2010، ومن جهة أخرى تعود إلى تراكم العجز المسجل في الميزانيات

العمومية، إلى ديون عمومية متفاقمة على مدار عشرينات من الزمن وأسعار فائدة مرتفعة، بالإضافة إلى الآثار السلبية للأزمة المالية لعام 2008 والتي زادت في وتيرة تراكم عجز الميزانيات العمومية بسبب ارتفاع النفقات العمومية والانكماش الاقتصادي وتضرر القطاع المصرفي.¹⁵

إن تنفيذ السياسة النقدية للنظام الأوروبي كان موجهاً للحد من آثار الأزمة العالمية والأوروبية منذ اندلاعها من خلال الاعتماد على مجموعة من الأدوات التقليدية، والتي شكلت عمليات إعادة التمويل لزيادة حجم السيولة في شكل عطاءات بسعر ثابت. في حين تجاوز الطلب الكلي للسيولة 1200 مليار خلال السداسي الأول من سنة 2012. فمُنذ 6 جوان 2013، قرر مجلس محافظي البنك المركزي الأوروبي، أنّ معدلات الفائدة الرئيسية تبقى ثابتة دون تغيير في مستوياتها الدنيا التي تقارب الصفر، وذلك عند مستوى 0,50% لمعدل فائدة العمليات الأساسية لا عادة التمويل بمعدل 1% بالنسبة لتسهيل الاقراض الحدي، في حين استقر تسهيل الايداع عند الصفر وهي تمثل اجراءات تسهيلية لتجاوز حالة الركود الاقتصادية من جهة، وكذلك مؤشر على عدم فعاليتها من جهة أخرى¹⁶. مما أدى بعدها الى التوجه نحو أدوات غير تقليدية كبرامج التيسير الكمي وذلك لغرض استهداف التضخم ومعدل التشغيل.

II - تجرّبي كل من الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو في تطبيق أدوات السياسة النقدية الحديثة.

II.1 - تجربة الولايات المتحدة الأمريكية.

بعد أزمة الرهن العقاري 2007، انهارت الأسواق المالية وتلاشت الثقة بين البنوك والأفراد، وزادت قوّة التأثير أكثر فأكثر بعد انهيار بنك ليمان براذرز. ردّ البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي على ذلك بتخفيض سعر الفائدة الرئيسي الذي وصل إلى مستوى يقترب من 1% في نهاية عام 2008. وبالنظر إلى حدّة الأزمة المالية ومدى انتشارها، قرّر البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي استبدال الأدوات التقليدية للسياسة النقدية بأدوات غير التقليدية مثل التيسير الكمي، التي أطلقت في عام 2008 حتى عام 2014 من أجل تجنب الركود وتحفيز النمو الاقتصادي. هذا القرار تضمن تطبيق ثلاثة برامج يحاول من خلال كل منها تحقيق هدف محدد وهي كالتالي:¹⁷

II.1.1 - البرنامج الأوّل للتيسير الكمي (QE1)

وبما أن سوق العقارات هو الأكثر تضرراً من أزمة الرهن العقاري، فإن الأهداف التي يسعى إليها البرنامج الأوّل هي تخفيض تكاليف الاقتراض وتسهيل شروط الائتمان لشراء المنازل وبالتالي دعم سوق العقارات. ففي 25 نوفمبر 2008، أعلن بنك الاحتياطي الفيدرالي عن عزمه على شراء سندات بقيمة 3.1 مليار دولار، وهي سندات مباشرة لشركة فاني ماي وفريدي ماك (Fannie Mae et Freddie Mac)، بالإضافة إلى أكثر من 500 مليار دولار من الأوراق المالية المدعومة للحصول على قروض الرهون العقارية الصادرة عن GSEs. وفي 18 مارس 2009، قررت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة شراء 300 مليار دولار من أذون الخزانة طويلة الأجل وزيادة مشتريات MBS التي أصدرتها GSE إلى 1,025 مليار دولار.

II.1.2 - البرنامج الثاني للتيسير الكمي (QE2)

في 3 نوفمبر، تمّ الإعلان الرسمي على شراء أكثر من 600 مليار دولار من الأوراق المالية التي تصدرها وزارة الخزانة الأمريكية لتمويل العجز العام. والهدف من ذلك هو عدم استهداف أسواق العقارات ولكن لحقن السيولة في الاقتصاد ككل.

II 3.1 - عملية تويست (OT1)

بسبب ضعف النمو الاقتصادي وظروف سوق العمل خلال عام 2011 ، قرر بنك الاحتياطي الفيدرالي تغيير استراتيجيته لاستخدام برنامج تشغيل تويست. وبالتالي، في سبتمبر 2011، طَبَّقَ البنك المركزي الأمريكي هذه السياسة لخفض أسعار الفائدة طويلة الأجل عن طريق بيع أذون الخزانة قصيرة الأجل وشراء أذون الخزانة طويلة الأجل. حيث تم شراء 400 مليار دولار من أذون الخزانة لمدة 6 إلى 30 سنة مقابل بيع نفس مبلغ أذون الخزانة أقل من 3 سنوات. تتضمن هذه العملية الشراء والبيع في وقت واحد للسندات على المدى القصير والطويل، فهي لا تعمل على توسيع الميزانية العمومية للبنك المركزي ولكن لتغيير مدة ميزانيتها العمومية. وبالتالي يمكن وصف عملية تويست بأنها عملية معقّمة .

في عام 2012 ، تم توسيع هذا البرنامج عن طريق شراء وبيع سندات خزانة بقيمة 267 مليار دولار من سبتمبر إلى ديسمبر.

II 4.1 - البرنامج الثالث للتيسير الكمي (QE3)

في 13 سبتمبر 2012 ، أعلنت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة عن مشتريات مقبلة قيمتها 40 مليار دولار شهرياً من MBS أصدرتها GSE. اكتمل هذا البرنامج في أواخر عام 2012 بشراء 45 مليار دولار إضافية في الشهر ، وهو ما يعادل مشتريات شهرية تبلغ 85 مليار دولار. والهدف من ذلك هو خفض معدل البطالة وسيستمر هذا البرنامج طالما أن آفاق سوق العمل لا تتحسن بشكل كبير ، حسب قول Ben Bernanke رئيس البنك الفيدرالي الأمريكي . وبالتالي، على عكس البرنامج السابق ، لا يوجد لهذا البرنامج نهاية محددة.

II 5.1 - الخروج من التيسير الكمي (QE3)

إنّ الخروج من التسهيل الكمي، هو عملية حساسة وهامة تشكل تحدياً كبيراً للبنك المركزي. يجب ألا تفقد مصداقيتها مع العوامل الاقتصادية ولا تسبب الكثير من التقلبات في الأسواق المالية، بل إنّها تحافظ على السيطرة على التضخم ولا تسبب خسائر كثيرة في ميزانية البنك المركزي.

لقد قرر Ben Bernanke الخروج من التسهيل الكمي في 22 مارس 2013 ، وذلك بالنظر إلى التحسن في الاقتصاد الأمريكي و في 18 ديسمبر 2013 ، تمّ الإعلان الرسمي للخروج من التسهيل الكمي من قبل بنك الاحتياطي الفيدرالي الذي تعهد بخفض مشترياته من الأوراق المالية من 85 إلى 75 مليار دولار شهرياً. استمر هذا التخفيض ليصل إلى 15 مليار دولار شهرياً في أكتوبر 2014. وأخيراً، تم الإعلان عن نهاية عمليات شراء الأصول هذه في 29 أكتوبر 2014، بعد 6 سنوات من التطبيق. ومع ذلك ، فإن إستراتيجية الخروج من التسهيل الكمي في الولايات المتحدة ليست لإعادة بيع السندات المتراكمة من بنك الاحتياطي الفيدرالي ، بما يعادل مبلغ 3700 مليار دولار من الأصول بمتوسط مدة 10 سنوات.

تتمثل الإستراتيجية المختارة للخروج من سياسة التخفيف الكمي من قبل الاحتياطي الفيدرالي في الزيادة التدريجية في معدل سياسة البنك المركزي مع وجود أجور جذابة ، يقوم بنك الاحتياطي الفيدرالي بتشجيع البنوك لتحويل الأموال إلى ودائع لدى البنك المركزي. وهذا النهج مكلف للغاية بالنسبة لمجلس الاحتياطي الفيدرالي ، ولكنه يساعد على الحفاظ على السيولة الفائضة في النظام المالي .

في 16 ديسمبر 2015 ، أعلنت جانيت يلين (Janet Yellen) ، رئيسة مجلس الاحتياطي الفيدرالي ، رفع سعر الفائدة الرئيسي ، وهو القرار المنتظر على نطاق واسع ، والذي لم يتم اتخاذه منذ ماي 2006. وهذا يمثل ارتفاع تكاليف الاقتراض بالنسبة للبنوك.

II 2. - تجربة منطقة اليورو.

من أهم برامج التسهيل الكمي التي تمّ تطبيقها في أوروبا :¹⁸

II.2.1 - برنامج شراء الأصول "السندات السيادية" (SMP)

تمّ الاعلان عنه يوم 10 ماي 2010 بعد سلسلة أحداث هامة بدأت من اليونان التي تأثرت بشدة من جراء حدوث أزمة السيولة نتيجة انهيار بنك ليمان براذرز في الولايات المتحدة الأمريكية في سبتمبر من سنة 2008 وأدى ذلك إلى ارتفاع العائد على السندات السيادية الأوروبية وبالتبعية على سندات اليونان الحكومية، وهذا بجانب ضغط الارتباط بين العائد على السندان الأوروبية و ممثلتها اليونانية بعد أن كانت هذه الأخيرة تتبعها لعقود، أي أصبحت السندات اليونانية تسير في اتجاه منفصل عن ممثلتها الأوروبية . وهذا ما جعل البنك المركزي يتدخل في لاحتواء وتهدئة المخاوف في الأسواق من أجل خفض تكلفة الاقتراض (العائد على السندات السيادية).

II 2.2. - برنامج شراء السندات السيادية "التعاملات النقدية المباشرة" (OMT)

ويعني حقوق الشراء مباشرة من السوق الثانوية وبدون قيود ويطلق عليه "التعاملات النقدية المباشرة" وهو عبارة عن برنامج لشراء السندات السيادية من دول منطقة اليورو في السوق الثانوية بهدف خفض تكلفة الاقتراض أو معدل العائد على السندات السيادية في السوق الثانوية، ويستهدف البرنامج شراء السندات ذات أجل (استحقاق) من سنة واحدة الى ثلاثة سنوات، وكذا السندات طويلة الأجل التي بقي من عمرها ثلاث سنوات فأقل، في حين أقر البنك المركزي بعمليات شراء غير محدودة للسندات. كما أن البنك المركزي الأوروبي هو الوحيد صاحب القرار النهائي فيما يتعلق بإدارة البرنامج وقيمة الشراء وتبعية السندات لدولة ما والحق في إلغاء عملية الشراء ووقف أو تعليق البرنامج كلياً.

تمّ إطلاق هاتين السياستين في سياقات مختلفة (انهيار سوق العقارات في الولايات المتحدة ، أزمة الديون السيادية في أوروبا)، وهو ما يفسر الطبيعة المختلفة للأصول المشتراة. أطلق البنك المركزي الأوروبي هذه السياسة بعد بضعة أشهر من نهاية التخفيف الكمي في الولايات المتحدة. يمكن تفسير هذا التأخر بتدابير التقشف التي اتخذتها الحكومات الأوروبية بالإضافة إلى الإحجام عن هذه السياسة خاصة من طرف ألمانيا. تبلغ السيولة التي يتم ضخها خلال التسهيل الكمي في الولايات المتحدة حوالي 3800 مليار دولار على مدى 6 سنوات ، أو 22 نقطة من الناتج المحلي الإجمالي، بينما في أوروبا ، ستبلغ حوالي 1700 مليار يورو على 3 سنوات كما نلاحظ أيضاً أنّ هناك اختلاف في حجم الميزانية العمومية وطبيعتها (تاريخ استحقاق الأصول و الجودة) إلى حد ما.

الجدول (01): المقارنة بين التيسير الكمي المطبق من قبل البنك الفيدرالي الأمريكي و البنك المركزي الأوروبي

اليابان	البنك الفيدرالي الأمريكي	البنك المركزي الأوروبي
تاريخ البدء	نهاية نوفمبر 2008	مارس 2015
تاريخ النهاية	أكتوبر 2014	نهاية مارس 2017
	- ديون المؤسسات الخاصة المدعومة من	- السندات السيادية.

دراسة تحليلية لفعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في إدارة الأزمات المالية تجربة و م أ ومنطقة اليورو.

طبيعة الأوراق المالية المشتراة	طرف الحكومة (GSE). - الأصول المدعومة بالقروض العقارية (MBS).	- الأوراق المالية المدعومة بالأصول (ABS) - السندات المضمونة.
تاريخ استحقاق الأوراق المالية المشتراة	QE1 و QE2: ما بين سنتين و 10 سنوات. QE3: ما بين 7 سنوات و 30 سنة.	ما بين سنتين و 30 سنة.
نوعية الأوراق المالية المشتراة	فئة الأوراق المالية "عالية الجودة"	فئة "جودة الاستثمار" وبالتالي يتم استبعاد السندات الحكومية اليونانية.
توزيع المشتريات	شراء استثمارات تغطي البلد بأكمله.	توزيع المشتريات وفقا لرأس المال الرئيسي للولايات المتحدة الأمريكية.
الأهداف	QE1 و QE2: خفض التكاليف وزيادة توفير الائتمان لشراء المنازل ودعم سوق العقارات بصفة خاصة والأسواق المالية بصفة عامة. QE3: تمويل العجز العام بإعادة ضخ السيولة في الاقتصاد.	- تجنب فترة طويلة من التضخم المنخفض. - تشجيع إقراض المؤسسات وتخفيف شروط التمويل.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المرجع:

Kjell Hausken, Mthuli Ncube, Quantitative easing and its impact in the US, Japan, The UK and Europe, Newyork, 2014, p29-38.

ثالثا: فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في مواجهة الأزمات المالية

في كل من الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو.

لقد أثرت أدوات السياسة النقدية غير التقليدية سواء الكمية أو النوعية في حجم وتكوين البنوك المركزية بشكل عميق وأساسي، فزادت من إجمالي الأصول بشكل ملحوظ أغلبها في صورة سندات حكومية، قروض مصرفية، سندات مدعومة برهون عقارية أو أصول أقل جودة وقد نتج عن تلك التحولات مخاطر جديدة للبنوك المركزية تشمل مخاطر ائتمانية ومخاطر السوق، مما قد يؤثر على كفاءة وأداء ومصداقية البنوك المركزية إذا لم تدار تلك الأصول بشكل سليم.¹⁹

1.III- فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في مواجهة أزمة الرهن العقاري.

تبرز فاعلية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية من خلال دور مختلف هذه الأدوات المستخدمة في الحد من آثار الأزمة المالية، والتي يظهرها الجدول (02)، والذي يبين ارتفاع معدل النمو الاقتصادي الحقيقي بعد انتهاء سياسة التيسير الكمي من قبل البنك الفيدرالي الأمريكي حيث سجل ارتفاعا مقداره 9.52% في عام 2012 بالمقارنة مع عام 2008. أدى تطبيق السياسات غير التقليدية إلى تطور حجم وبنية الميزانية العمومية للبنك الفيدرالي الأمريكي بين الفترة (2008-2012)، حيث ارتفع إجمالي الأصول بنسبة 26.37% في ديسمبر 2012 مقارنة بديسمبر 2008. كما تطور هيكل الأصول من حيافة الأصول الآمنة إلى الاحتفاظ بالأصول الخطرة.

الجدول (02) : حافظة البنك الفيدرالي الأمريكي وعلاقتها بالأدوات غير التقليدية (2008-2012).

الوحدة: مليار دولار أمريكي.

الأسباب	ديسمبر 2012	ديسمبر 2011	ديسمبر 2010	ديسمبر 2009	ديسمبر 2008	الأصول
- توفير تمويل بنكي على المدى القصير.	1.2 12.5	9 100	45 0.08	86 10	274 554	السيولة قصيرة الأجل
- توفير التمويل الكافي لعمليات النقد الأجنبي.	0.86	0.81	0.67	0.30	- القروض - مبادلة الدولار الأمريكي
- توفير تمويل بنكي طويل الأجل.	852	837	992	908	السيولة طويلة الأجل
- دعم تمويل السكن.	82 1651	104 1672	147 1016	160 777	20 476	- تسهيلات قروض الأوراق المالية المدعومة بالأصول (TALF).
- دعم المؤسسات التي ترعاها الحكومة (GSE)						مشتريات الأصول.
- التأثير على مستوى وحجم العائد.						- وكالة الأوراق المالية المدعومة بالقروض العقارية (MBS).
						- وكالة الدين - سندات الخزينة

Source :IMF,global financial stability report, April 2013,p96.

III.2- فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في مواجهة أزمة الديون السيادية.

أدى تطبيق السياسات غير التقليدية إلى تطور حجم وبنية الميزانية العمومية للبنك الفيدرالي الأمريكي بين الفترة (2008-2012) حيث ارتفع إجمالي الأصول بنسبة 2.82% في ديسمبر 2012 مقارنة بديسمبر 2008. مثلت الأصول 32% من حجم الناتج الداخلي الخام في سنة 2012 والجدول (03) يوضح ارتفاع معدل النمو الاقتصادي الحقيقي بعد انتهاج سياسة التيسير الكمي من قبل البنك المركزي الأوروبي ولكن بشكل طفيف جداً إذا ما قورن بمعدل النمو المسجل في الولايات المتحدة الأمريكية حيث سجل ارتفاعاً مقداره 2.82% في عام 2012 بالمقارنة مع عام 2008.

دراسة تحليلية لفعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في إدارة الأزمات المالية تجربة و م أ ومنطقة اليورو.

الجدول (03) : حافظة البنك المركزي الأوروبي وعلاقتها بالأدوات غير التقليدية (2008-2012).

الأسباب	ديسمبر 2012	ديسمبر 2011	ديسمبر 2010	ديسمبر 2009	ديسمبر 2008	الأصول
- الحفاظ على ما يكفي للوساطة المصرفية.	117	160	249	81	226	- السيولة قصيرة الأجل
- توفير التمويل المصرفي على المدى الطويل.	1059	704	298	669	617	- السيولة طويلة الأجل
- دعم قناة التمويل المصرفي.	70	62	61	29	السندات المغطاة (CBPP)
- الحفاظ على استعادة BCE مسار انتقال السياسة النقدية.	208	213	75	السندات الحكومية (SMP)

Source :IMF,global financial stability report, April 2013,p96.

III.3- آثار تطبيق سياسة التيسير الكمي في كل من الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو على الاقتصاد الحقيقي

بعد وصف الاختلافات بين التسهيل الكمي التي أطلقها الاحتياطي الفيدرالي والبنك المركزي الأوروبي، يجب علينا أيضاً

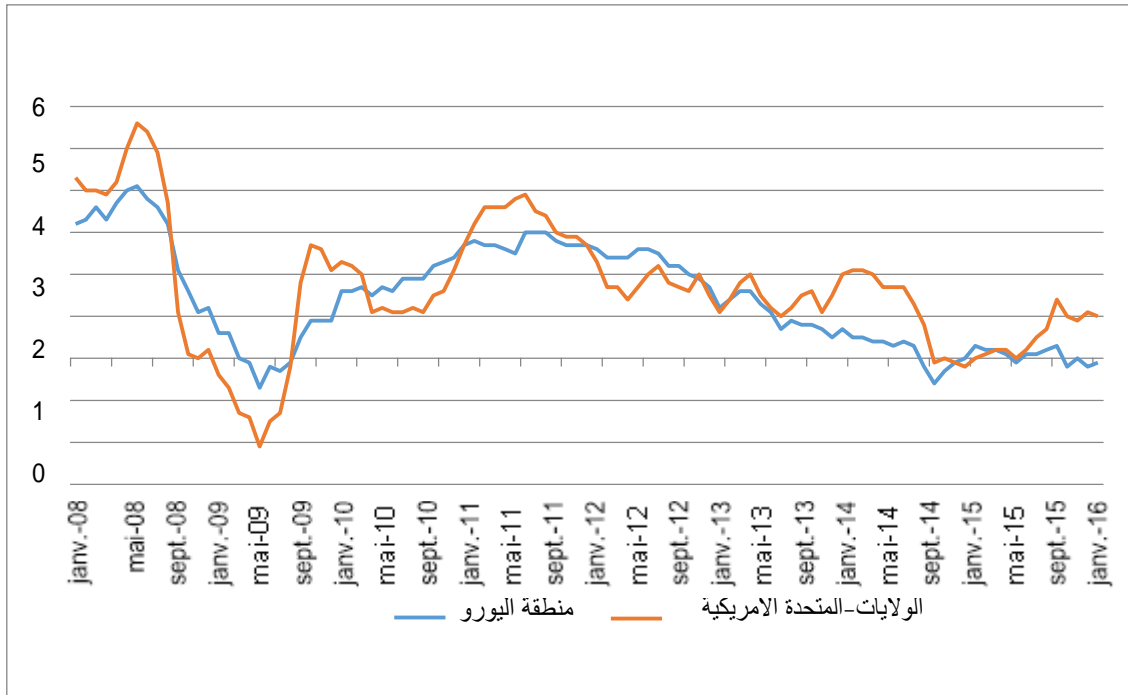
تحليل النتائج من حيث التضخم و النمو الاقتصادي ومعدل البطالة وتطور اليورو مقابل الدولار.

III.3.1- معدل التضخم

عرف معدل التضخم تغيرات متفاوتة في ظل تطبيق سياسة التيسير الكمي في كل من الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو، ولتحليل آثار هذه السياسة على معدل التضخم نستعين بالشكل رقم (01) ، والذي يشير إلى الصعوبة التي واجهتها البنوك المركزية في تحقيق هدف استقرار الأسعار لديها مع هدف تضخم متوسط الأجل يبلغ حوالي 2٪. على الرغم من أن الولايات المتحدة وصلت إلى معدل تضخم يقترب من 1.5٪ في جانفي 2016 ، إلا أنها الآن عند 1٪. لذلك، يلاحظ حدوث انتعاش في التضخم بالنسبة للولايات المتحدة، التي تبعد عن منطقة معدل التضخم السلبي. بالإضافة إلى ذلك ، حقق بنك الاحتياطي الفيدرالي أهدافه من حيث التضخم الأساسي (باستثناء أسعار الطاقة والسلع الغذائية غير المصنعة التي لا تؤثر السياسة النقدية عليها). في الواقع، يصل إلى حوالي 2 ٪ في نهاية عام 2015. أما بالنسبة لأوروبا، فبعد أن تم إطلاق التيسير الكمي في مارس 2015، حتى أصبح معدل التضخم سالباً مرة أخرى وذلك في نوفمبر 2015، وانخفض بنسبة 0.1٪ مقارنة مع الشهر نفسه من سنة 2014. يمكن تفسير هذا الهبوط بتراجع أسعار الاستهلاك في الاتحاد الأوروبي مع انخفاض حاد في أسعار الطاقة، ومع ذلك ، منذ جوان 2016 ، عاد التضخم إلى المنطقة الإيجابية مع ارتفاع بنسبة 0.1 ٪.

الشكل (01): تطور معدل التضخم في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية في ظل تطبيق سياسة التيسير الكمي

للفترة (2008 - 2016)



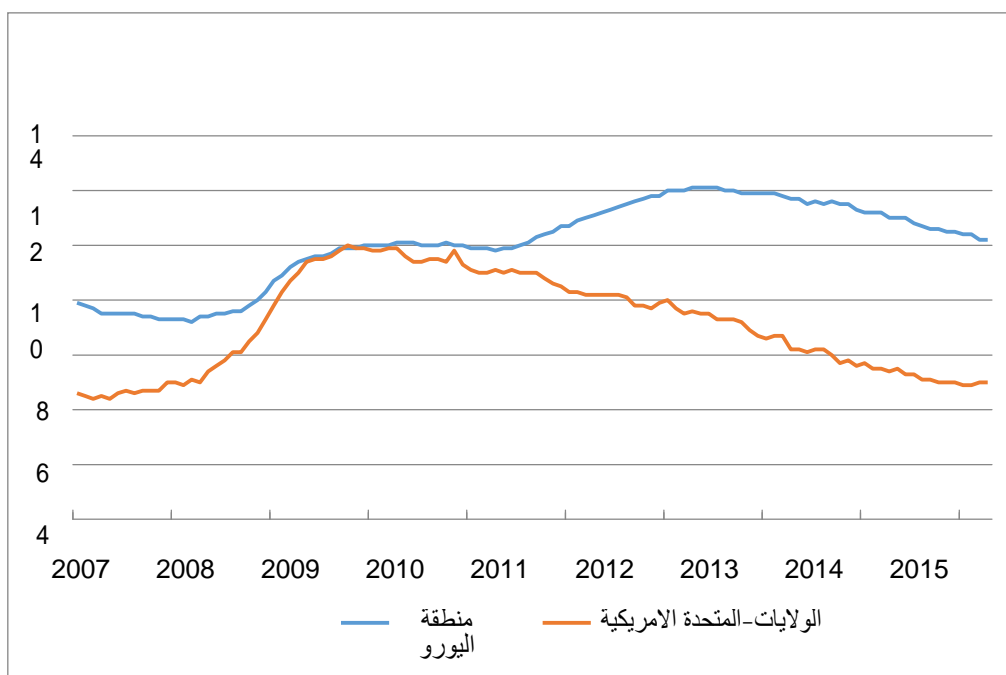
Source :European Central Bank

2.3.III - معدل البطالة

بالإضافة الى معدل التضخم، فمعدل البطالة هو الآخر شهد تذبذبا متفاوتا بين الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو يلاحظ عودة معدل البطالة في الولايات المتحدة إلى مستواه في بداية عام 2008. وهكذا بعد ارتفاعه إلى 10% في أكتوبر 2009، أصبح معدل البطالة الآن في المنطقة التي تعتبر بمثابة العمالة الكاملة، و هو واحد من الأهداف التي يسعى إليها الاحتياطي الفيدرالي. ومع ذلك، فإن خلق (173000 منصب عمل) في أوت 2015 لم يصل إلى المستوى المطلوب و المقدر من قبل الاقتصاديين (220000 منصب عمل)، والذي كان له أثر على تراجع البنك الاحتياطي الفيدرالي عن قراره في رفع سعر الفائدة الرئيسي. على عكس الولايات المتحدة، منطقة اليورو لديها درجة عالية من البطالة الهيكلية، مما يستدعي الحاجة إلى القيام ببعض الإصلاحات .

دراسة تحليلية لفعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في إدارة الأزمات المالية تجربة و م أ ومنطقة اليورو.

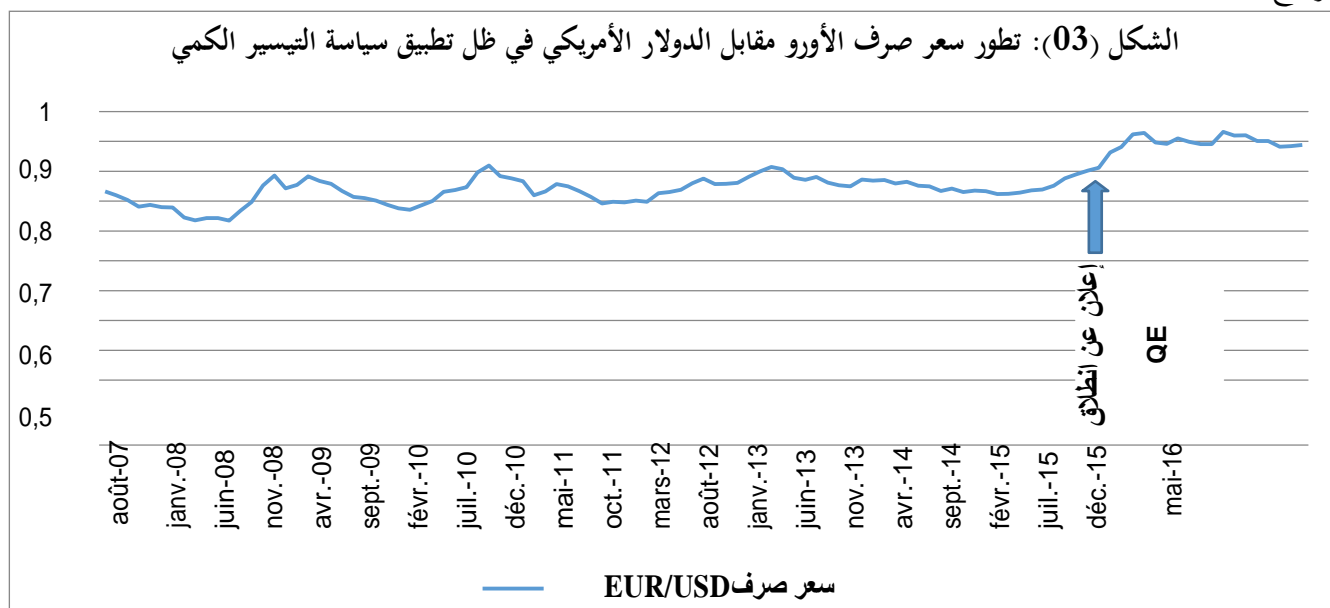
الشكل (02) : تطور معدل البطالة في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية في ظل تطبيق سياسة التيسير الكمي للفترة (2008-2016)



Source : Macro bond.

III.3.3- سعر الصرف

أدى الإعلان عن إطلاق التسهيل الكمي بالفعل إلى انخفاض قيمة الدولار مع خسارة حوالي 30% من قيمة اليورو مقابل الدولار مقارنةً بمنتصف عام 2014، وفي ديسمبر 2015، وصل اليورو إلى أدنى مستوى له منذ عام 2003. ويمكن تفسير هذا الانخفاض، من خلال تدفقات الاستثمار التي تغادر الاتحاد النقدي الأوروبي إلى الأسواق الأجنبية، وخاصة الأسواق الأمريكية. وتعود هذه التدفقات إلى ضعف العرض في أسواق السندات بمنطقة اليورو وانخفاض العائدات، و (الشكل 03) يوضح ذلك.



Source : Bloomberg.

الخلاصة:

بعد أزمة الرهن العقاري في عام 2008، واجهت البنوك المركزية تحدي متابعة وتحقيق أهدافها مع الحفاظ على مصداقيتها واستقلالها عن الحكومات. واستجابة لعدم الاستقرار المالي، اتخذت هذه المؤسسات قرارًا بخفض سعر الفائدة قصير الأجل إلى الصفر لمواجهة هذه الاضطرابات. ومع ذلك، فإن السياسات النقدية التقليدية لم تكن كافية لاستعادة الوضع، فقامت بوضع سياسات جديدة غير تقليدية. وفي هذا السياق، ظهر التيسير الكمي.

يتميز التيسير الكمي عن السياسات النقدية التقليدية في أنه يستند على عمليات إعادة شراء الأوراق المالية طويلة الأجل ذات المخاطر العالية، ولا يتم تعقيم العمليات، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة العرض النقدي وتضخيم الميزانيات العمومية للبنوك. يؤثر التيسير الكمي على الاقتصاد الحقيقي من خلال توسيع قنوات الإرسال التقليدية لتشجيع الأسر على الاستهلاك والوكلاء الاقتصاديين على الاستثمار لتعزيز التضخم والنمو الاقتصادي، قنوات جديدة مختلفة، مثل قناة الإشارة، قناة الثقة أو إعادة توازن المحفظة، تم إنشاؤها للحد من أسعار الفائدة على المدى الطويل وزيادة سعر الأصول.

نتائج الدراسة:

1. من خلال الدراسة تبين أنّ سياسة التيسير الكمي للبنك الفيدرالي الأمريكي كانت ناجعة خلال أزمة الرهن العقاري حيث كان لها أثر إيجابي على متغيرات الاقتصاد الأمريكي، حيث إنخفض عجز الميزانية وإنخفضت البطالة وعاد النمو إلى مستويات ما قبل الأزمة بحوالي 2%.

2. إنّ نجاح تطبيق التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية يرجع إلى عوامل مساعدة يتمتع بها الاقتصاد الأمريكي زيادة عن أدوات السياسة النقدية غير التقليدية مثل مرونة الاقتصاد الأمريكي، إعادة الهيكلة السريعة للبنوك، وسياسة إعادة التصنيع. وعليه نثبت صحة الفرضية الأولى.

3. وجد أنّ سياسة التسهيل الكمي للبنك المركزي الأوروبي كانت غير فعالة خلال الأزمة، فالنتائج أوضحت أنّ أسعار التضخم ما زالت منخفضة جداً أو سالبة في أوروبا. من ناحية أخرى، لديها عملة غير مستقرة، ومعدلات بطالة عالية من الناحية الهيكلية وبالتالي كان لدى الاحتياطي الفيدرالي استجابة أقوى بكثير من البنك المركزي الأوروبي، مما جعل سياسة التسهيل الكمي أكثر فعالية في الولايات المتحدة وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية.

- 1 -wonder j,Den Haan,**Quantitative easing evolution of economic thinking happened on vox**,London,2016,p01.
- 2 -Michael Joyce,David Miles,**Quantitative easing and unconventional monetary policy**,The economic journal,November 2012,p276.
- 3 -Olivier loisel, Jean stéphane Mésonier, **Les mesures non conventionnelles de la politique monétaire face à la crise**, Banque de France,2009,p02.
- 4 -Gregory George,"**L'examen des politiques monétaires d'assouplissement quantitatif**",Travail réalisé en vue de l'obtention du Bachelior ,Haute école de gestion de Genève,2016,p12-13.
- 5 - صاري علي، "البنوك المركزية في الدول النامية وقدرتها على الممارسات غير التقليدية"، مجلة الاقتصاد والمالية، العدد الأول، 2016، ص 09.
- 6 - عبد العزيز شويش، بشرى عبد الباري أحمد، "التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية"، مجلة جامعة كركوك للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد 04، العدد الثاني، 2014، ص 125 .
- 7 -Guillaume L'œillet et Nolwenn Roudaut,"**L'indépendance des banques centrales a-t-elle limité le recours aux politiques monétaires non-conventionnelles lors de la crise économique ?**",Université de Bretagne Sud -IREA,la France,p06-08.
- 8 -Roger E.A.Farmer,"**Qualitative easing : how it works and why it matters**",los Angeles,25 September,2012,p06-07.
- 9 - Marco Bruno,"**Unconventional Monetary policies : A survey of quantitative and credit easing and methods of evaluation of the portfolio- rebalancing channel**", Bachelor's Degree Thesis in money and Banking, Luiss guido carli university,2014/2015,p18.
- 10 - Marco Bruno,"**Unconventional Monetary policies : A survey of quantitative and credit easing and methods of evaluation of the portfolio- rebalancing channel**", Bachelor's Degree Thesis in money and Banking, Luiss guido carli university,2014/2015,p18.
- 11 - مطاوي عبد القادر، راشدي فتيحة، سياسة التيسير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات : تجربة كل من اليابان و الولايات المتحدة الأمريكية، مجلة رؤى اقتصادية، العدد 2016، 11، ص 14.
- 12 -Abeer Reza, Eric Santor and Lena Suchanek,**Quantitative Easing as a Policy Tool Under the Effective Lower Bound**, Bank of Canada,2015,p03.
- 13 - عبد القادر بلطاس، "تداعيات الأزمات المالية العالمية : أزمة sub-prime"، دار النشر ليجوند، 2009، ص 13-17.
- 14 -Yvan Mayeur et autres, "**Crise mondiale des marchés financiers**", Institut Emile Vandeveld,2008,P18.
- 15 - بوريش هشام، عفيف هناء، دور المعلومة في أزمة الديون السيادية : دراسة حالة اليونان مجلة العلوم الاقتصادية، العدد الأول، 2016، ص 21.
- 16 - نوفل سمايلي، فضيلة بوطورة، مرجع سابق، ص 315-316.
- 17 -Kjell Hausken,Mthuli Ncube,**Quantitative easing and its impact in the US,Japan,The UK and Europe**,Newy york,2014,p29-38.
- 18 - نوفل سمايلي، فضيلة بوطورة، مرجع سابق، ص 318-319.
- 19 -Anne-Marie Rieu-Foucault,**Comparer les mesures non conventionnelles de la FED et de BCE : ce que disent les bilans des banques centrales**,document de travail,2017,p19 sur le site : <http://www.economix.fr.2018/11/15>