

أثر تطبيق سياسة التيسير الكمي على الاقتصاد في الجزائر

The impact of implementing the quantitative easing policy on the economy in Algeriaد. شيبوط سليمان¹، ط د زعموكي سالم²¹مخبر الطرق الكمية في العلوم الاقتصادية وعلوم إدارة الأعمال وتطبيقاتها من أجل التنمية المستدامة، جامعة زيان عاشور بالجلفة، الجزائر، chibout.slimane@gmail.com²مخبر الطرق الكمية في العلوم الاقتصادية وعلوم إدارة الأعمال وتطبيقاتها من أجل التنمية المستدامة، جامعة زيان عاشور بالجلفة، الجزائر، s.zaamouki@univ-djelfa.dz

تاريخ القبول: 2022/04/09

تاريخ الاستلام: 2022/02/01

الملخص:

عندما يدخل الاقتصاد مرحلة الانكماش الاقتصادي، أو تعصف به أزمة مالية تلجأ الحكومة وإلى جانبها السلطة النقدية، إلى تطبيق سياسات اقتصادية منها المالية ومنها النقدية وغير ذلك من السياسات الاقتصادية التقليدية، حيث تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق هدف بحثي يواكب أهم التطورات المحلية والدولية الحاصلة في المجال المالي والنقدي، وهو التعرف على مفهوم إحدى الأدوات الحديثة للسياسة النقدية غير التقليدية المتمثلة في أداة التيسير الكمي، من حيث تعريفها وأدواتها وأثر تطبيقها مع إسقاطها على التجربة الجزائرية.

وقد توصلنا إلى أنّ الجزائر لا زالت تعيش وضع الترقب رغم أن العديد من الآثار بدأ ظهورها مثل التضخم وانخفاض القدرة الشرائية، ويعود هذا التباين لعدة أسباب وعوامل أهمها توفر الظروف والشروط الأساسية لتنفيذها، السرعة والفعالية في تنفيذ السياسة، التركيز على زيادة الإنفاق الاستهلاكي.

الكلمات المفتاحية: السياسة النقدية، التيسير الكمي، التمويل غير التقليدي، الاقتصاد الجزائري.

تصنيف JEL: E11، F5

Abstract:

When the economy enters the stage of economic downturn, or is hit by a financial crisis, the government, along with the monetary authority, resorts to the application of economic policies, including financial, monetary and other traditional economic policies, as this study seeks to achieve a research goal that keeps pace with the most important local and international developments in the field. Financial and monetary, which is to identify the concept of one of the modern tools of unconventional monetary policy represented by the quantitative easing tool, in terms of its definition, tools and the impact of its application with its projection on the Algerian experience.

We have concluded that Algeria is still living in a state of anticipation, although many effects have begun to appear, such as inflation and a decrease in purchasing power. This discrepancy is due to several reasons and factors, the most important of which are the availability of the basic conditions and conditions for its implementation, speed and effectiveness in implementing the policy, focus on increasing consumer spending.

Key Words : Monetary policy, Quantitative easing, unconventional finance, Algerian economy

JEL Classification: E11، F5

1. مقدمة:

يعد إيقاف نظام الذهب عام 1971 الذي كان يعيق قدرة البنوك المركزية على طبع النقود دون الاحتفاظ بمخزون يعادلها من الذهب، أصبحت البنوك المركزية تملك خيارا يمنحها القدرة والحرية على طبع النقود مقابل إصدار سندات حكومية حسب احتياجات الاقتصاد، وهذا وفق أدوات السياسة النقدية التقليدية (الإصدار النقدي) أو غير التقليدية (التييسير الكمي).

تعد سياسة التيسير الكمي أسلوب لإدارة السياسة النقدية لجأت إليه العديد من الدول المتقدمة أثناء الأزمات وفترات الركود وهذا بعدما تصبح أسعار الفائدة عديمة الفعالية في التأثير على النشاط الاقتصادي، فالبنك الفيدرالي الاحتياطي استخدمه بعد الأزمة المالية 2008، واستمر تطبيقه إلى غاية 2014 أين تحسنت المؤشرات الاقتصادية الكلية للاقتصاد الأمريكي، أما البنك المركزي الأوروبي استخدمه بعد الركود الاقتصادي المسجل في النصف الثاني من سنة 2014، ولم يقتصر استخدام هذه الآلية على البنوك المركزية الأساسية في العالم ففي أعقاب أزمة انهيار أسعار النفط منذ سنة 2014 والتي أثرت بشكل بالغ على الدول الريفية، لجأت بعض هذه الأخيرة إلى تنفيذ سياسة مماثلة.

1.1. إشكالية الدراسة:

من خلال ما سبق يمكن طرح الإشكالية الرئيسية التالية:

ماهي آثار تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر؟

وللوصول إلى الاجابة على التساؤل الرئيسي تم طرح الأسئلة الفرعية:

- كيف تتم آلية التيسير الكمي؟

- ماهي آثار تطبيق التيسير الكمي على الاستقرار المالي والاقتصادي؟

2.1. فرضيات الدراسة:

نسعى من خلال بحثنا إلى اختبار صحة الفرضيات التالية:

- البنوك المركزية في تفاعل مستمر مع الأوضاع الاقتصادية السائدة سواء من حيث الأهداف والأدوات؛

- هناك آثار إيجابية وأخرى سلبية لآلية التيسير الكمي في مختلف الدول منها الجزائر.

3.1. أهداف الدراسة:

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق هدف بحثي يواكب أهم التطورات المحلية والدولية الحاصلة في المجال المالي والنقدي، وهو التعرف على مفهوم إحدى الأدوات الحديثة للسياسة النقدية غير التقليدية المتمثلة في أداة التيسير الكمي، من حيث تعريفها وأدواتها وأثر تطبيقها مع إسقاطها على التجربة الجزائرية.

4.1. أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة في النقاط التالية:

- تقديم آلية التيسير الكمي كأحد أدوات السياسة النقدية الحديثة المستعملة في مواجهة الأزمات المالية التي قد تعصف باقتصاد الدول؛

- تعتبر هذه الدراسة مساهمة علمية تؤكد الدور والأثر الذي يمكن أن تحدثه أدوات السياسة النقدية على الاقتصاد بجميع مكوناته.

5.1. منهجية الدراسة:

تحقيقا منا لأهداف الدراسة وإجابة منا على التساؤلات المطروحة تم الاعتماد على المنهج الوصفي من أجل تحديد مختلف المفاهيم والعلاقات التي يتناولها الموضوع وذلك من خلال عرض مفهوم التيسير الكمي وتغطية الجوانب الأساسية، كما تم الاعتماد على المنهج التحليلي من خلال تحليل الظروف المحيطة بتطبيق هاته السياسة كآلية يتم اللجوء إليها في الجزائر لأول مرة منذ الاستقلال.

6.1. حدود الدراسة:

تتمثل حدود الدراسة في دراسة إمكانية تطبيق سياسة التيسير الكمي، كآلية للتمويل غير التقليدي للمؤسسات الاقتصادية في الجزائر وانعكاساتها الايجابية والسلبية على الاقتصاد الوطني، وتأثير ذلك على الاستقرار الاقتصادي.

7.1. الدراسات السابقة:

- دراسة (محمد هاني، ميلود وعيل، 2018) بعنوان: ساسة التيسير الكمي كآلية حديثة لتطبيق السياسة النقدية- دراسة تحليلية نظرية لأفاق تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر- حيث هدفت الدراسة إلى تتبع إمكانية تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر بالنظر إلى الظروف الاقتصادية السائدة ومقارنتها مع شروط التيسير الكمي، وآلية تطبيقها وغرضها، وقد توصلت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن هاته السياسة لا يمكن تطبيقها في الجزائر، وهذا راجع لشروطها التي لا تتوفر في الاقتصاد الجزائري.

- دراسة (ناصر بوجلال، كمال ديب، 2019) بعنوان: التيسير الكمي كآلية لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة حالة الجزائر، حيث هدفت هاته الدراسة إلى تأكيد استخدام أدوات السياسة النقدية غير التقليدية أو لتغطية العجز في الموازنة العامة هو واحد من الأساليب التي حققت نتائج جد إيجابية في الكثير من الدول، خاصة أن هذا النمط يستخدم في الظروف غير الاعتيادية (حالة الأزمات)، وقد توصلت الدراسة إلى أن نجاح عملية التمويل غير التقليدي مرهون بتوفر شرطين أساسيين هما: ضرورة ربط الإصدار النقدي بحجم الطاقة الإنتاجية العاطلة، وكذا التحكم في الإصدار النقدي الجديد وتوجيهه إلى القطاعات المنتجة.

8.1. تقسيمات الدراسة:

من أجل الإجابة على أسئلة البحث ارتأينا تقسيم البحث إلى ثلاث محاور حيث تناولنا في المحور الأول ماهية التيسير الكمي من خلال تعريفها وقنوات انتقال تأثيرها وأيضا إجراءات تطبيق سياسة التيسير الكمي، أما المحور الثاني جاء تحت عنوان آثار التيسير الكمي على الاستقرار المالي والاقتصادي، وفي محور ثالث تم التطرق إلى سياسة التيسير الكمي في الجزائر من خلال أسباب تطبيق سياسة التيسير الكمي، وكيف تم تطبيق بنك الجزائر لهذه السياسة وفي الأخير نجد آثار تطبيق هذه السياسة على الجزائر الإيجابية والسلبية.

2. ماهية التيسير الكمي:

بعد الأزمة المالية العالمية سنة 2008 ظهر نوع جديد من أدوات السياسة النقدية، أهمها أداة التيسير الكمي المرسومة من الناحية النظرية والتطبيقية بالطابع غير التقليدي، كونها طبقت بشكل غير مسبوق في

التاريخ النقدي العالمي، وبطريقة استثنائية استعجالية لاحتواء آثار الأزمة المالية، وعليه سيتم التطرق في هذا المحور إلى الإطار النظري للتيسير الكمي.

1.2. تعريف التيسير الكمي:

يدل مصطلح التيسير الكمي إلى أحد أدوات السياسة النقدية التي يطلق عليها تسمية غير التقليدية، والتي يمكن للبنوك المركزية أن تستعملها في بعض الأوضاع الاقتصادية الاستثنائية كالأزمات المالية الكبرى، وينبع الطابع غير التقليدي لهذه الأدوات من عدم تمكن البنوك المركزية من استعمال أدواتها التقليدية المتمثلة أساسا في أداة معدل الفائدة التي بدورها تؤثر على معدل الخصم أو معدلات ما بين البنوك، وأداة الاحتياطي الإجباري وأداة السوق المفتوحة التي تهدف إلى التحكم في الكتلة النقدية.

يتم استعمال أداة التيسير الكمي إذن لما يكون معدل الفائدة قصير الأجل قريب من الصفر ولما تطول حالة الانكماش، والهدف من استعمال هذه الأداة هو خفض معدلات الفائدة الطويلة الأجل لإعادة تنشيط الاقتصاد مباشرة، ويقوم ميكانيزم التيسير الكمي على زيادة خصوم ميزانية البنك المركزي، حيث يقتني هذا الأخير أصول مختلفة قد تشمل أصول قليلة المخاطر كسندات الخزينة، أو أصول أخرى أكثر خطرا كديون الوكالات (dettes d'agences) والسندات المدعومة بأصول (ABS) مثل سندات الرهن العقاري (MBS). (وليد طالب وقلادي، 2019، صفحة 212).

لا يوجد تعريف شامل وموحد لسياسة التيسير الكمي، فالتعريف الأكثر شيوعا هو أنه عبارة عن أداة للسياسة النقدية غير التقليدية تقتضي الرفع من حجم موازنة البنك المركزي عن طريق الرفع من القاعدة النقدية، (العشي و صديقي، 2018، صفحة 253)، والحفاظ على حجم السيولة في الاقتصاد مع التقليل من مخاطر محفظة الأصول.

كما تعرف أيضا على أنها شراء البنك المركزي لأوراق مالية تعود للبنوك التجارية والمؤسسات المالية، وكذلك سندات الخزينة من أجل تعزيز احتياطات البنوك وتوفير السيولة بالإضافة إلى أنها تعمل على رفع قيمة تلك الأصول وزيادة عرض النقود، (سي محمد، 2017، صفحة 112)، فسياسة التيسير الكمي هي سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة. (صاري، البنوك المركزية وقدرتها على الممارسات غير التقليدية، 2016، صفحة 09).

ولقد طبقت لأول مرة في اليابان في 19 مارس 2001، بعد انخفاض أسعار الفائدة إلى 0.3% سنة 2000 بهدف منع انخفاض المستوى العام للأسعار ودعم النمو الاقتصادي، (مطاي وراشدي، 2016، صفحة 17) وتم استخدامها من طرف البنك الفدرالي الاحتياطي بعد الأزمة العالمية المالية 2008، والبنك الأوروبي في مارس 2015، أما الجزائر فقد لجأت إليها مؤخرا منذ أكتوبر 2017.

وترتكز أداة التيسير الكمي على عاملين أساسيين هما:

- توفير السيولة ليتم تداولها في الاقتصاد؛

- زيادة احتياطات القطاع البنكي.

وبهذا نستنتج أن التيسير الكمي ما هو إلا أداة من أدوات البنك المركزي غير المعتادة، يستعملها للمحافظة على صحة الاقتصاد في حالة الانخفاض الشديد لأسعار الفائدة واقترابها من الصفر، وذلك لكي تحفز المستهلكين على الإنفاق من خلال ضخ النقود أو زيادة السيولة في الاقتصاد.

2.2. قنوات انتقال آثار سياسة التيسير الكمي:

تنتقل آثار سياسة التيسير الكمي إلى الاقتصاد الحقيقي من خلال قنوات تتمثل فيما يلي: (يونسبي و مدوخ، 2019، الصفحات 338-339).

- قناة الإشارة: يدل الإعلان عن برامج شراء الأصول المالية على أن أسعار الفائدة ستظل منخفضة حتى نهاية البرنامج على الأقل وهذا ما يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة طويلة الأجل.
- قناة الثقة: إذا اعتقد العناصر الاقتصادية أن سياسة التيسير الكمي هي سياسة فعالة هذا سوف يؤدي إلى زيادة الطلب على الاستهلاك والاستثمار من جهة، كما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأصول وانخفاض عوائدها من جهة أخرى.
- قناة إعادة توازن المحفظة وتأثير الثروة: إن شراء البنوك المركزية للأوراق المالية يؤدي إلى ارتفاع أسعارها وأسعار الموجودات الأخرى وذلك لتوفير السيولة للمستثمرين البائعين الذين يقومون بإعادة هيكلة محافظهم الاستثمارية وبالتالي زيادة الطلب على الأصول البديلة فترفع أسعارها وتنخفض عوائدها ومن ثم انخفاض تكاليف التمويل للعناصر الاقتصادية، ومن جهة أخرى يؤدي ارتفاع أسعار الأصول المالية إلى زيادة الثروة لحاملي هذه الأصول وبالتالي زيادة الطلب على الاستثمار والاستهلاك.
- قناة الاقراض البنكي: إن شراء البنك المركزي للأوراق المالية طويلة الأجل من البنوك والمؤسسات المالية يؤدي إلى زيادة احتياطياتها ومن ثم ارتفاع حجم الائتمان المقدم من طرفها للشركات والأفراد، ويشترط لفعالية هذه الآلية أن تكون البنوك راغبة في تقديم الائتمان وأن يكون هناك على هذه الاعتمادات.
- قناة سعر الصرف: نتيجة لشراء البنوك المركزية للأوراق المالية تنخفض عوائدها هذا ما يدفع بالمستثمرين التحول إلى الأوراق المالية الأجنبية التي تحقق عوائد أعلى مما يؤدي إلى زيادة الطلب على العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية للبلد وبالتالي انخفاض قيمة العملة المحلية وتحسين القدرة التنافسية.

3.2. إجراءات تطبيق آلية التيسير الكمي:

يتم استخدام سياسة التيسير الكمي عندما يكون نمو الناتج المحلي بطيئا، في هذه الحالة يقوم البنك المركزي بزيادة المعروض النقدي وتقليل معدل الفائدة لجذب المستثمرين ودفع المزيد من الأموال في الاقتصاد، عندما تصل معدلات الفائدة إلى الصفر تقريبا، ولا يزال البنك المركزي يفكر في اتخاذ المزيد من الاجراءات الداعمة فإنه يطبق.

في البداية يقوم البنك المركزي باستحداث نقود الكترونية أو " طباعة المال" على الرغم من عدم إنشاء أي أموال نقدية، كخطوة ثانية، يقوم بشراء أوراق مالية متعددة، يتضمن الشكل الكلاسيكي للتيسير الكمي قيام البنك المركزي بشراء السندات الحكومية (سندات الخزينة)، حيث يحصل حاملو السندات على الأموال ويضيف البنك المركزي السندات إلى ميزانيته العامة كأصول، ومع ذلك فإن سندات الخزينة ليست الشكل الوحيد من الأوراق المالية التي يمكن للبنك المركزي شراءها، على سبيل المثال، اشترى البنك المركزي الأوروبي سندات القطاع الخاص، وقام البنك الاحتياطي الفيدرالي بشراء قروض مدعومة بالرهن العقاري.

(<http://fbs.ae/analytics/guidebooks>، 2020)

وتجدر الإشارة إلى أن عمليات الشراء هذه لا تتم بطريقة مباشرة أي من الجهة المصدرة للأوراق المالية، وإنما تقوم البنوك المركزية بشراء الأوراق المالية من السوق الثانوية، وإلا لكانت عملية تسهيل الديون والتي تعتبر غير قانونية في السياسات النقدية للاقتصاديات الكبرى.

وفقا للقانون الاقتصادي الأساسي، يؤدي تدفق الأموال في الاقتصاد وزيادة الأموال القابلة للاستخدام في النظام المالي إلى توفير الأموال الرخيصة، وبالتالي تقلل البنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى أسعار الفائدة لتشجيع الشركات والأفراد ارتفعت مستويات العمالة والتضخم وبالتالي يتعزز النمو الاقتصادي. (http://fbs.ae/analytics/guidebooks، 2020).

عندما يتوقف البنك المركزي عن شراء سندات جديدة فإنه يكون مخيرا، إما أن يحتفظ بالسندات التي قام بشراءها ويترك لها خيار الاستحقاق، أو أن يقوم باستبدالها بسندات جديدة، أو يقوم ببيعها في السوق وقد يحقق أرباح، وبالتالي من شروط تحقيق آلية التيسير الكمي نجد:

■ سيطرة البنك المركزي على العملة المستخدمة؛

■ اقتراب معدلات الفائدة من الصفر.

■ الاقراض الفعلي للأموال الفائضة من طرف البنوك بدلا من اكتنازها.

4.2. أهداف تطبيق آلية التيسير الكمي:

تنطوي عملية استخدام سياسة التيسير الكمي على مجموعة من الأهداف الإيجابية على المتغيرات الاقتصادية خاصة في الظروف الصعبة كحالة الأزمات، وقد تتباين الأهداف من دولة إلى أخرى، إلا أن أهم هذه الأهداف تتمثل في:

■ التأثير على معدل الفائدة طويل الأجل: قيام البنوك المركزية بشراء الأصول طويلة الأجل بسبب انخفاض المعروض منها من قبل المستثمرين، إذا افترضنا ثبات الطلب المتزايد عليها خلال برامج التيسير الكمي، مما ساهم في ارتفاع أسعار الأصول طويلة الأجل وانخفاض معدلات الفائدة طويلة الأجل؛

■ التقليل من مخاطر أسعار السندات: حيث تتعرض أسعار السندات لخطر التغيرات في سعر الفائدة وذلك خلال طول مدة السند، ولهذا فمن أهم الاعتبارات لبرامج التيسير الكمي هو التقليل من هذه المخاطر على السندات خاصة منها السندات السيادية التي تؤثر إيجابا على العائد من السندات التجارية والاستثمارية، هذا ما يشجع المستثمرين على تداولها وخلق سيولة في السوق؛

■ تحييد الإفلاس وعدم الوفاء بالالتزامات المالية: يعتبر الإفلاس وعدم قدرة المقترضين على الوفاء بالتزاماتهم المالية اتجاه المقترضين من أهم مظاهر الأزمات المالية، إلا أن تبني سياسة التيسير الكمي يعمل على تحييد هذا الأثر وفق ما يوفره كخطة إنقاذ مالية للمؤسسات القابلة للإفلاس والحفاظ على أصولها من الانهيار، واستعادة الثقة المصرفية للأسواق المالية، والحد من انتقال تداعيات ذلك إلى مناطق أخرى من العالمي في ظل العولمة المالية، وترابط الأسواق المالية العالمية؛ (العشي و صديقي، 2018، صفحة 257).

■ تحقيق الانتعاش الاقتصادي عن طريق زيادة الإقراض المصرفي والمعروض النقدي: وبالتالي رفع معدل التضخم إلى مستويات مستهدفة، فقد صرح محافظو البنوك المركزية الثلاث (اليابان، الاتحاد الأوروبي، إنجلترا) بأن الهدف يعتبر الأول وراء تطبيق التيسير الكمي. (الخولي، 2016).

وتهدف سياسة التيسير الكمي عموماً إلى تحقيق ثلاث أهداف رئيسية: (صاري، تقييم فعالية التيسير الكمي في تحقيق أثار الأزمات، 2017، صفحة 175).

أولاً: تغيير مسارات التدفقات المالية من أدوات الاستثمار الثابتة إلى القطاعات الإنتاجية التي توفر فرص عمل وترفع من حجم الصادرات؛

ثانياً: خفض سعر صرف العملة لزيادة القوة التنافسية للبضائع الوطنية مقارنة بنظيراتها من الدول الأخرى في السوق المحلية والعالمية، ووفقاً للمنطق الاقتصادي، كلما زاد المعروض النقدي من عملة ما، انخفض سعر صرف العملة حسب معادلة العرض والطلب، وكلما كانت الدولة ضعيفة كانت بضاعتها أرخص؛

ثالثاً: تسهيل الائتمان البنكي وتوفيره بما يكفي لبعض النشاط الاقتصادي (إنتاج، تشغيل، تصدير...) وينسب فائدة مغرية (تقريباً معدومة) لطالبي القروض البنكية، وهو ما يعزز الثقة المفقودة في النظام المالي.

5.2. مخاطر سياسة التيسير الكمي:

قد تؤدي سياسة التيسير الكمي إلى العديد من المخاطر منها:

■ يؤدي شراء البنك المركزي للسندات العمومية إلى ارتفاع الدين العام فمثلاً في إنجلترا ارتفع الدين الحكومي إلى 100% من الناتج المحلي الإجمالي: (Pettinger، 2017).

■ قد تساهم سياسة التيسير الكمي إلى حدوث فقاعات في أسعار الأسهم والسندات من خلال زيادة الطلب عليها مما يؤدي إلى أزمة مالية، فانفجار فقاعة أسعار العقارات كانت سبباً رئيسياً في الأزمة المالية العالمية 2008 (Klous & others, 2015, p. 210)؛

■ تعد سياسة التيسير الكمي وسيلة سهلة تلجأ إليها السلطات في أوقات الأزمات لكسب الوقت لأنها تستجيب بشكل أسرع من إجراء الإصلاحات الهيكلية اللازمة كلما قلّ احتمال اتخاذ السلطات للإصلاحات الهيكلية الضرورية؛

■ إن شراء البنك المركزي للأوراق المالية طويلة الأجل يؤدي إلى تضاعف حجم ميزانية بعدة مرات لذلك فالخروج

من سياسة التيسير الكمي ورفع أسعار الفائدة قد ينتج عنها خسارة في ميزانية البنك المركزي (Pettinger، 2017)؛

■ يمكن أن تؤدي سياسة التيسير الكمي المطبقة في الدول المتقدمة إلى تقلبات في الأسواق المالية للبلدان الناشئة نتيجة لتدفق رؤوس الأموال لهذه الأخيرة من الدول المتقدمة عن طريق المستثمرين في الأصول المالية بحثاً عن عوائد مرتفعة ثم سحب هذه الأموال عند نهاية برامج التيسير الكمي ورفع أسعار الفائدة (Alber, Eric, & suchanek, 2015)

يمكن أن تؤدي سياسة التيسير الكمي إلى ضعف استقلالية البنوك المركزية حيث أن عمليات الشراء التي تقوم بها للسندات طويلة الأجل قد يكون الهدف منها تمويل عجز الميزانية العمومية فقط مما يؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم دون تحقيق معدلات نمو وتوظيف مستهدفة، لذلك يجب على البنوك المركزية تحديد أهدافها بدقة والعمل على تحقيقها.

3. آثار التيسير الكمي على الاستقرار المالي والاقتصادي:

تطرقنا في المحور السابق إلى الإطار المفاهيمي لسياسة التيسير الكمي، وتوصلنا إلى استنتاج مفاده أن سياسة التيسير الكمي أداة حديثة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، والتي كانت اليابان أول دولة قامت

بتطبيقها بعد أزمة الكساد التي تعرضت لها ثم تبعها دول العالم الأخرى، وأن لهذه السياسة تأثيرات إيجابية وسلبية على كل دولة حسب اقتصادها.

ومن خلال هذه النتيجة وباعتبار الأهمية الكبيرة التي تؤديها سياسة التيسير الكمي كحل بديل عن السياسات والأدوات الأخرى في حل الأزمات، سلطنا في هذا المحور دراسة آثار التيسير الكمي على الاستقرار المالي والاقتصادي.

1.3 آثار التيسير الكمي على الاستقرار المالي:

كانت استجابة السياسة النقدية للأزمة المالية العالمية إلى جانب تأثيرها على البنوك العالمية أربعة آثار مهمة يمكن أن تسهم في عدم الاستقرار المالي

كانت عملية تخفيض الديون التي شهدتها البنوك العالمية والمؤسسات المالية الكبيرة مصحوبة بانخفاض كبير في مستويات ربحيتها، بين معدل متوسط العائد على الأصول وعلى حقوق الملكية فعلى سبيل المثال نرى أن مصارف أمريكا اللاتينية والولايات المتحدة وأوروبا وآسيا للفترتين 2007-2000 و 2010-2015، أن البنوك الأمريكية والأوروبية عرفت انخفاضا منهجيا في الربحية لجميع مستويات الأصول التي تم النظر فيها بين الفترتين السابقتين بحيث انخفض العائد على الأصول بالنسبة لبنوك الولايات المتحدة من 1.2 إلى 0.8 وعائد على حقوق المساهمين من 15.5 إلى 7.7 (يمثل انخفاضا بنسبة 50% تقريبا في الربحية) بالنسبة لأوروبا، انخفض معدل العائد على الاستثمار من 0.6 إلى 0.2 ومن العائد على حقوق المساهمين من 14.4 إلى 4.9 (تمثل انخفاضا بنسبة 66% تقريبا).

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

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

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

إن تحول Citigroup، والتغيرات المماثلة plcHSDC Holdings وغيرها من البنوك العالمية، لا يتعلق فقط بتخفيض النفقات. بل يتعلق الأمر أيضا بالبحث عن عوائد أكبر من خلال التركيز على أغنى عملاءها من الأفراد أصحاب الثروات الكبيرة والشركات الكبيرة والمستثمرين المؤسسيين ولكن في خدمة هؤلاء العملاء (Citigroup) بتجميع التداول، وهو عمل ساعد في تعثره قبل الشركة التي اعتادت أن تحقق معظم أرباحها من الخدمات المصرفية للمستهلكين، تحصل الآن على الأغلبية من الخدمات المصرفية للشركات والاستثمار، قبل الأزمة العالمية، كانت نسبة التمويل للنظام المالي هي 62% لأكثر من 20% بنكا (من حيث الأصول)، وقد ارتفع هذا الرقم إلى

حوالي 70% في أعقاب الأزمة، ليتم الحصول على نتيجة مماثلة لـ 15 أكبر البنوك الأوروبية (التمويل داخل البنوك يمثل 63% و68% من المجموع).

رافقت الأهمية المتزايدة لسوق السندات مع ارتفاع الدين الخارجي للاقتصاديات النامية وخاصة آسيا وأمريكا، أنه بين عامي 2008 و2014، ارتفع رصيد سندات الدين الدولية الخاصة بهم من 342 مليار دولار أمريكي إلى 1 تريليون دولار أمريكي ومن 335 دولار أمريكي إلى 800 مليار دولار أمريكي على التوالي. أضافت أهمية سوق السندات الدولية طبقة إضافية من التعقيد إلى النظام المالي من حيث المؤسسات والسلوك وآلية الانتقال من الاقتصاد إلى الاقتصاد الحقيقي هذا يرتبط بطبيعة الصناعة المالية والنشاط الذي يقوم عليه سوق السندات أي صناعة إدارة الأصول.

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

يميل المستثمرون إلى الاعتماد على استراتيجيات التقييم (مثل قياس العائد النسبي وتتبع المؤشر) للتأكد من أن المديرين يتصرفون لصالح المستثمر، كما يمكن ربط مرتبات مديري الصناديق بمعايير الأداء وتتبعها، في الواقع، يمكن أن يؤدي ذلك إلى المخاطرة المفرطة، وإلى قيام المستثمرين بإعادة تشكيل تركيبة محافظهم وفقا للأداء النسبي لصندوق معين، وإلى مديري المحافظ الذين يقلدون سلوك أفرادهم. (esteban, 2017, pp. 105-107)

2.3. آثار التيسير الكمي على الاستقرار الاقتصادي:

تأثير التيسير الكمي لا يظهر في تلك المؤشرات التقليدية للفقاعات، حيث لا تزال الاقتصاديات المتقدمة في مرحلة تخفيض الديون حيث يظهر في معظم البلدان التي لا تشهد أسواق الإسكان ازدهارا كبيرا، إن السياسة النقدية التوسعية تظهر في طفرة أسعار الأصول مدفوعة بالسيولة، ويلاحظ ذلك بوضوح في أسواق السندات، التي يتم تحفيزها بشكل مباشر وغير مباشر عن طريق شراء الأصول، إلا أن هناك أدلة على تكوين فقاعة أسواق السندات من عوائد السندات وهوامش المخاطرة المنخفضة تاريخيا، في حين أن مستويات الديون مرتفعة باستمرار في العديد من البلدان، وكذا عائدات السندات الحكومية في العديد من البلدان تقل بوضوح عن مستويات التوازن الأساسية. هذا الاختلال ناتج عن طلب قوي على الأصول السائلة عالية الجودة، مما أدى إلى علاوة مخاطرة سلبية على السندات الحكومية الصادرة من الدول ذات التصنيف العالي، بحيث ارتفعت أسعار الأسهم أيضا عام 2012، مدفوعة بالبحث العالمي عن العائد، أثارت الطفرة في سوق الأوراق المالية نسبة الأرباح في منطقة اليورو والولايات المتحدة فوق مستويات المتوسط على المدى الطويل.

نظرا لأن تقييم العديد من الأصول يستند إلى عائدات السندات الحكومية، فإن اختلالها له آثار بعيدة المدى على أسعار السوق المالية، وتضخم تقييمات الأصول بمعدلات خصم منخفضة (خالية من المخاطر)، بينما تحفز عوائد السندات المنخفضة البحث على نطاق واسع عن العائد، يعزز التيسير الكمي سلوك المخاطرة من خلال تأثيرات إعادة توازن المحفظة، إن عائدات السندات الحكومية المنخفضة لها تأثير كبير على الأسواق

المالية، حيث تزرع بذور الفقاعات في العديد من فئات الأصول، يؤدي هذا إلى عكس ظروف السوق المواتية التي قد تكون أكثر تكلفة من انفجار فقاعة ائتمانية تقليدية، والتي عادة ما تكون طبيعة محلية (والتي لا تستبعد أن يكون لفقاعات الائتمان المحلية آثار أوسع نطاقا).

قد يواجه المستثمرون خسائر التقييم عبر مجموعة كاملة من الأصول. هذا سوف يتفاعل سلبا مع الديون ويذهب مع الثقة السلبية وآثار الثروة، على طول هذه القنوات، سوف يستمر في النمو الاقتصادي والتضخم، وهو الشيء نفسه الذي تحاول سياسة التيسير الكمي تحفيزه. (willen ، 2016 ، صفحة 744).

4. التيسير الكمي في الجزائر:

يعد قطاع المحروقات في الجزائر من أهم القطاعات التي يعتمد عليها الاقتصاد الجزائري في تمويل نشاطاته المختلفة لذلك نتج عن انخفاضه صعوبات مالية عانت منها الخزينة العمومية حيث أصبحت غير قادرة على تغطية النفقات العامة للدولة مما أدى بالحكومة إلى إقرار أسلوب تمويل جديد جعلت من بنك الجزائر يتبنى سياسة نقدية غير تقليدية تسمى بسياسة التيسير الكمي.

1.4. أسباب تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر:

تشير أهم الإحصائيات التي تبين الحالة المالية والنقدية للاقتصاد الجزائري قبل اللجوء إلى اعتماد التمويل غير التقليدي كآلية لاستمرارية تمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر: (تقرير بنك الجزائر، 2017-2018).

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

- استمرار تآكل احتياطي الصرف الجزائري قلل من هامش التصدي للصدمات الخارجية، حيث بلغ حوالي قيمة 85.2 مليار دولار نهاية سنة 2018، أي ما يعادل 18.8 شهرا من الاستيراد كما أنه وصل إلى 79.7 دولار سنة 2019 بمعدل 18.4 شهرا من الاستيراد قبل أن يبلغ قيمة 76.2 مليار دولار سنة 2020 أي بمعدل 17.8 شهرا من الاستيراد؛

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

- كما سجلت الجزائر تراجع في عجز الميزان التجاري من 20.13 مليار دولار في 2016 إلى 14.3 مليار دولار في 2017، وهذا ليس راجع لتطور الصادرات الجزائرية وإنما لتقليص رخص الاستيراد خاصة منها رخص استيراد السيارات؛

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

بالإضافة إلى تدني القدرة الشرائية للدينار الجزائري الذي يعتبر من أضعف العملات في أفريقيا، وارتفاع سعر صرفه نحو قيم تاريخية مقابل أهم العملات العالمية خاصة منها اليورو، حيث واحد أورو يساوي حوالي 140 دينار جزائري في السوق الرسمي مع ضغوطات السوق الموازية على قيمة العملة الوطنية حيث وصلت قيمة وحدة واحدة من اليورو إلى 220 دينار جزائري، هذا ما حتم على بنك الجزائر على عدم اللجوء إلى حل تخفيض قيمة العملة الوطنية أكثر من أجل تخطي الأزمة المالية، وقد تم اللجوء إلى ذلك سابقا لرفع إيراداتها من صادرات النفط عند تحويلها إلى العملة الوطنية مع إثبات العديد من الدراسات فشل مثل هذه السياسات الخاصة بسعر الصرف لاحتواء تداعيات الصدمة البترولية. (بودري، 2017، صفحة 138)

2.4. تطبيق بنك الجزائر لسياسة التيسير الكمي:

اتباع بنك الجزائر سياسة التيسير الكمي بموجب قانون 10/17 الصادر بتاريخ 12 أكتوبر 2017، من خلال تعديل المادة 45 مكرر من الأمر 11/03 الصادر بتاريخ 26 أوت 2003، وهو التعديل الذي بمقتضاه يقوم بنك الجزائر لمدة 5 سنوات بشراء سندات الخزينة العمومية من أجل تغطية عجز الميزانية والتمويل العمومي وعلى وجه الخصوص سندات القرض الوطني من أجل النمو التي صدرت عام 2016 وسندات الخزينة الصادرة مقابل شراء الدين البنكي لسونلغاز وسندات الخزينة الصادرة لفائدة سوناطراك كتعويض عن الفارق بين سعر الوقود المستورد وسعر مياه البحر المحلاة، كما ينص هذا التعديل على تمويل الصندوق الوطني للاستثمار لأي إطار مساهمات الدولة في الاستثمارات طويلة المدى لبرامج الاستثمار العمومي، وبذلك أصبحت الخزينة العمومية بإمكانها الحصول على موارد مالية مباشرة من بنك الجزائر دون شرط وهو عكس ما كانت عليه منذ صدور قانون النقد والقرض والذي نصّ على إمكانية تمويل بنك الجزائر للخزينة العمومية مقابل شرطين: (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، صفحة 529).

■ أن لا يتعدى مدة الإقراض 240 يوما؛

■ أن لا يفوق المبلغ المقترض 10% من الإيرادات العادية للسنة المالية السابقة.

بدأ بنك الجزائر بتطبيق سياسة التيسير الكمي في أكتوبر 2017، حيث بلغت المبالغ المخصصة للتمويل غير التقليدي بموجب المادة 45 مكرر في نهاية هذه السنة 2185 مليار دينار منها 1615 مليار دينار لتمويل كل من الدين العام الداخلي والصندوق الوطني للاستثمار والباقي أي ما قيمته 570 مليار دينار لتمويل الميزانية العمومية، (تقرير بنك الجزائر، 2017، صفحة 126)، وفي جانفي 2018 ارتفع إلى 3585 مليار دينار ثم ارتفع مرة أخرى في سبتمبر ونوفمبر إلى 4005 مليار دينار على التوالي.

وبذلك فإن قيمة المبالغ المخصصة للتمويل غير التقليدي تمثل 46.4% في سنة 2017 من الإيرادات العادية لسنة 2016 والتي بلغت 3329.031 مليار دينار أما مبالغ التمويل غير التقليدي لسنة 2018 أصبحت تمثل 77% من الإيرادات العادية لسنة 2017 والمقدرة بـ 3920.989 مليار دينار. (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، 2019، صفحة 30)

3.4. آثار تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر:

يمكن تقسيم آثار تطبيق " التيسير الكمي " في الجزائر إلى آثار إيجابية تصب في فائدة الاقتصاد وأخرى سلبية عمقت في مشاكله.

1.3.4. الآثار الإيجابية:

- الأثر الفوري والأكثر وضوحاً هو الانتقال السريع من عجز السيولة في النظام المصرفي ككل إلى فائض كبير في السيولة فقد بلغت الأخيرة حوالي 1500 مليار دينار في الأشهر الأولى من عام 2018:
 - تمويل عجز الميزانية العمومية وضمان استمرار مسار التنمية الاقتصادية والاجتماعية (وكالة الانباء الجزائرية، 2018):
 - تغطية مستحقات مجمعي "سوناطراك" و "سونلغاز" ودعم الصندوق الوطني للاستثمار FN (وكالة الانباء الجزائرية، 2018):
 - ساهمت هذه الآلية في إقرار عدة إصلاحات هيكلية كان قطاع المالية بحاجة إليها أهمها تعزيز قدرات التقدير والتسيير للنفقات العمومية للدولة؛
 - تمويل الخزينة لسداد ديونها الكبيرة المستحقة للشركة الوطنية للمحروقات "سوناطراك" أو البنوك العمومية الملتزمة بتطهير وضعية مجمع "سونلغاز"؛
 - تجنب الدولة من الوقوع في فخ الاستدانة الخارجية وما ينجر عنها من ضغوطات مالية؛
 - توفير التمويل اللازم لتغطية الأجور وفواتير الدعم للمواد الاستهلاكية؛
 - ضمان استمرارية حركة الاستثمار العمومي وبالتالي استمرارية المنتج ومناصب العمل.
- #### 2.3.4. الآثار السلبية:

وتتمثل هذه الآثار حتى الآن فيما يلي: (غنام، 2018، صفحة 8)

- ارتفاع المديونية العمومية الداخلية أو الدين الحكومي حيث بلغ نسبة مقدرة بـ 35% من الناتج المحلي الخام؛
 - ارتفاع معدلات التضخم رغم تصريحات الحكومة تؤكد على انخفاض معدلات التضخم بعد استخدام أسلوب التمويل غير التقليدي؛
 - انخفاض قيمة العملة الوطنية حيث تواصلت وتيرة انهيار أسعار الدينار الجزائري في المعاملات الرسمية والموازية، لتصل إلى أرقام غير مسبوقة مقابل العملات الأجنبية الرئيسية.
- #### 5. خاتمة:

في ظل الأزمات المالية والتي تتطور بتطور الأسواق والأدوات المالية أصبح على البنوك المركزية اللجوء إلى تنفيذ سياسات نقدية غير تقليدية أخرى وأهمها سياسة التيسير الكمي، والتي تعتبر أداة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وتتمثل في قيام البنك المركزي بإنشاء أموال جديدة لشراء موجودات مالية بهدف تحفيز الاقتصاد ودعم النمو من خلال التأثير على عدة متغيرات اقتصادية منها معدلات الفائدة طويلة الأجل، معدلات التضخم، الطلب الكلي.

وقد اختلفت أساليب ونتائج تطبيق سياسة التيسير الكمي من دولة إلى أخرى فالجزائر مثلاً لازالت تعيش وضع الترقب رغم أن العديد من الآثار بدأ ظهورها مثل التضخم وانخفاض القدرة الشرائية، ويعود هذا التباين لعدة أسباب وعوامل أهمها توفر الظروف والشروط الأساسية لتنفيذها، السرعة والفعالية في تنفيذ السياسة، التركيز على زيادة الإنفاق الاستهلاكي من خلال دعم القدرة الشرائية للأفراد والأسر.

وقد توصلنا من خلال بحثنا هذا إلى النتائج التالية:

- تعتبر الجزائر من الدول النامية القليلة التي طبقت سياسة التيسير الكمي؛

- يعتبر التمويل غير التقليدي في الجزائر حل استثنائي فرضته الظروف والتحولات الاقتصادية وعلى الحكومة الجزائرية اغتنامه لبناء نموذج اقتصادي يعتمد على التمويل الادخاري؛
- هذا النوع من الأدوات أو الصيغ التمويلية الحديثة تحتاج لفعاليتها وجود سوق مالي نشيط، وهذا غير متوفر حاليا في الاقتصاد الجزائري ما يقلل فرصة نجاحه على الاقل في المدى القريب أو المتوسط؛
- يمكننا القول أن آلية التيسير الكمي، وإن كانت لها آثار اقتصادية مرغوبة، يمكنها أن تكون سياسة نقدية مؤازرة لسياسة الإنعاش الاقتصادي في الجزائر، يمكن من خلالها تحقيق إنعاش اقتصادي، إلا أنه لا يمكن تطبيقها على أرض الواقع لأن شروطها غير محققة.

6. المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية. العدد 09، الوضعية الشهرية لبنك الجزائر. (2019).
- أسماء الخولي. (09, 01 2016). التيسير الكمي سياسة " طبع النقود" غير مجدية لاقتصاديات الدول. تم الاسترداد من <http://aawast.com/home/article>
- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية. (بلا تاريخ).
- تقرير بنك الجزائر. (2017).
- تقرير بنك الجزائر. (2017-2018).
- شريف بودري. (2017). جدوى سياسة تخفيض الدينار الجزائري لمواجهة تداعيات الصدمة النفطية. مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد 16.
- عبد القادر مطاي، و فتيحة راشدي. (2016). سياسة التيسير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية. مجلة رؤى الاقتصادية.
- علي صاري. (2016). البنوك المركزية وقدرتها على الممارسات غير التقليدية. مجلة الاقتصاد والمالية.
- علي صاري. (2017). تقييم فعالية التيسير الكمي في تحقيق أثر الأزمات. مجلة الآفاق للدراسات الاقتصادية.
- كمال سي محمد. (2017). الاقتصاد النقدي. عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع.
- محمد الأمين وليد طالب، و نظيرة فلادي. (03, 06 2019). الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية (على ضوء الأزمة المالية 2007-2008). مجلة دراسات اقتصادية، صفحة 212.
- نعيمة غنام. (2018). تقييم استخدام التمويل غير التقليدي في عجز الميزانية (حالة الجزائر). يوم دراسي حول السياسة النقدية كآلية لمواجهة الأزمات المالية والاقتصادية. الجزائر: جامعة العربي بن المهدي، ام البواقي.
- هدى هذباء يونس، و ماجدة مدوخ. (2019). أثر سياسة التيسير الكمي على المستوى العام للأسعار في الجزائر. مجلة آفاق العلمية.
- وكالة الانباء الجزائرية. (24, 02 2018). تم الاسترداد من <http://www.aps.dz>
- وليد العشي، و أحمد صديقي. (2018). تجربة التيسير الكمي في الجزائر. مجلة اقتصاديات المال والأعمال.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية:

- Alber, r., Eric, s., & suchanek, l. (2015). qountitative essing as a policy tool under the effictive. Bank of canada, staff discussion.
- jan willen(2016) . quantitative easing titls the balance betwen monetary and macroprudential policy.applied ecinomics letters
- Klous, j., & others. (2015). quantitative easing in the euro azea transmission chamel and risks. Intereconomics.
- Tejvan Pettinger .(2017 ,11 6) .quantitative easing .journal of economics halep.
- pérezesteban .(2017) .quantitative easing liquidity and financial instability international .journal of political economy.