

مخاطر إفراط البنوك المركزية في استخدام سياسة التيسير الكمي في ظل جائحة كورونا
- تجربة الاحتياطي الفدرالي الأمريكي -

Risks of excessive use of quantitative easing by central Banks in
light of the Corona pandemic

- The experience of the US Federal Reserve -

مهني دنيازاد¹*

mehenni1966@hotmail.fr، جامعة سطيف 1 (الجزائر).

تاريخ النشر: 2021/12/31

تاريخ القبول: 2021/12/17

تاريخ الاستلام: 2021/05/24

Abstract:

Central banks in advanced economies for various reasons have not been able to fully exit from the quantitative easing programs they adopted a decade ago after the 2008 global financial crisis, although growth has resumed, and currently due to the Corona epidemic, there is quantitative easing. Hardly in sight against the backdrop of the global recession.

This research paper aims to shed light on the risks of massive intervention by central banks to stimulate the economy in light of the Corona pandemic, and their adoption of quantitative easing programs through which they have transformed debt into dense liquidity that may lead to financial market turmoil as a result of creating asset price bubbles.

Key words: Quantitative easing policy; Central Banks; Excessive Liquidity; Coronavirus Pandemic; US Federal Reserve.

Classification JEL: E58; G01; P24.

مستخلص:

إن البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة لم تتمكن لأسباب متباينة من الخروج بشكل كامل من برامج التيسير الكمي التي تبنتها قبل عقد من الزمن عقب الأزمة المالية العالمية لعام 2008 وذلك بالرغم من تعافي النمو، وحاليا بسبب جائحة كورونا لا تلوح في الأفق فعليا أي نهاية قريبة للتيسير الكمي في سياق ما يعيشه الاقتصاد العالمي من ركود.

تهدف هذه الورقة البحثية إلى تسليط الضوء على مخاطر التدخل الكثيف للبنوك المركزية لتحفيز الاقتصاد في ظل جائحة كورونا، وتبنيها لبرامج تيسير كمي عمدت من خلالها إلى تحويل الديون إلى سيولة كثيفة قد تؤدي إلى اضطراب أسواق المال نتيجة خلق فقاعات في أسعار الأصول.

الكلمات المفتاحية: سياسة التيسير الكمي؛ البنوك المركزية؛ سيولة مفرطة؛ جائحة كورونا؛ الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي.

تصنيفات JEL: E58؛ E01؛ P24.

مقدمة

غلبت الاتجاهات التوسعية غير المسبوقة على موقف السياسة النقدية في عدد من الاقتصادات المتقدمة خلال عام 2020م في ظل انتشار جائحة كورونا، وتزايد مخاطر الوقوع في ركود اقتصادي ممتد الوتيرة، وقد أجبرت الجائحة البنوك المركزية العالمية على تغيير قناعاتها لحماية اقتصاداتها حتى لو كلفها ذلك الدخول في نسق المحذور. واعلنت حالة التعبئة القصوى سعياً لطمأنه الأسواق وحملها على تخطي صدمة الانتشار المتسارع لفيروس كورونا الذي دفع مزيداً من الدول إلى إغلاق حدودها وفرض العزلة على شعوبها. وخفض الاحتياطي الفدرالي الأمريكي معدلات الفائدة إلى الصفر، مشاركاً في تحرك عالمي منسق للبنوك المركزية بهدف ضمان عدم نفاذ السيولة في العالم في وقت تتضح فيه عواقب متزايدة للوباء. ويعكس التخفيض المفاجئ والكبير لأسعار الفائدة حجم القلق من تأثير الوباء على الاقتصاد الأمريكي والعالمي لتصل إلى أدنى مستوياتها منذ الأزمة المالية العالمية 2008 م. فمن المعروف أن العديد من الحكومات قد تبنت سياسات نقدية توسعية غير تقليدية خلال العقد الذي عقب اندلاع الأزمة المالية العالمية وكان من أبرزها " سياسة التيسير الكمي".

وفي واقع الأمر، تزداد احتمالات تحول برامج التيسير الكمي الحالية من مؤقتة إلى دائمة، حيث كشف محافظو البنوك المركزية أن السياسات النقدية التي كان يعتبرونها في وقت من الأوقات غير تقليدية ومؤقتة، هي سياسات تقليدية وستستمر لفترة طويلة بالنظر إلى أنه لم يكن بالإمكان إنهاء برنامج " تطبيع السياسة النقدية" الذي استغرق وقتاً طويلاً بين الأزمة المالية العالمية وأزمة جائحة كورونا.

إشكالية البحث: حسب بعض رأي المحللين (توبياس وناتالوتشي، 2020)، فإنه في حين كانت سياسة التيسير الكمي مفيدة للغاية في درء الأزمة المالية العالمية لعام 2008، بفضل ضخ الأموال اللازمة للفاعلين الاقتصاديين، إلا أنه لم يتم تبريرها منذ عام 2010 في سياق الديون العالمية المتزايدة، ويحذر هؤلاء المحللون من أن الإفراط الحالي في ضخ السيولة النقدية يمكن أن يؤدي إلى حدوث مخاطر عديدة داخل وخارج نطاق الاقتصادات المطبقة لهذا النوع من السياسات.

ومما سبق تتضح إشكالية هذه الورقة البحثية بطرح السؤال التالي :

ما هي المخاطر الناجمة عن إفراط البنوك المركزية في استخدام سياسة التيسير الكمي في ظل جائحة كورونا، وذلك استناداً إلى تجربة الاحتياطي الفدرالي الأمريكي؟

وتندرج تحت هذا السؤال الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هو المقصود بـ " سياسة التيسير الكمي"؟ وماهي أسباب تبنيها وأهدافها والآثار الجانبية لتطبيقها؟

- كيف كانت تجربة تنفيذ سياسة التيسير الكمي من طرف الاحتياطي الفدرالي الأمريكي؟

- ما هي المخاطر الناجمة عن الإفراط في استخدام سياسة التيسير الكمي كنتيجة للظروف التي فرضتها جائحة كورونا؟

وللإجابة على الأسئلة السابقة تم طرح الفرضيات التالية:

- تنطوي سياسة التيسير الكمي على ضخ الأموال في الاقتصاد بهدف تشجيع نشاط الانفاق بشقيه، وذلك في ظل سيطرة التشاؤم واللايقين في محيط الأعمال.

- لجأ الاحتياطي الفدرالي الأمريكي الى سياسة التيسير الكمي عقب كل من الأزمة المالية العالمية لعام 2008 وأزمة جائحة كورونا، وبالتالي فقد استمر العمل بهذه السياسة لوقت طويل قارب عقدا من الزمن .

- ربما يؤدي الإفراط في تنفيذ سياسة التيسير الكمي مخاطر، هي نفسها المخاطر المرتبطة بضخ السيولة المكثفة في الاقتصاد دون وجود مقابل لها ممثل في السلع والخدمات .

أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة الى التعرف على ماهية سياسة التيسير الكمي باعتبارها سياسة حديثة وتثير الكثير من الجدل بين الاقتصاديين من مؤيدين ومعارضين، لاسيما أن فعاليتها اختلفت من بلد الى آخر. فضلا عن ذلك، يتمثل الهدف من هذه الدراسة في تسليط الضوء على المخاطر والتبعات السلبية الناجمة عن افراط البنوك المركزية في اغراق الاقتصادات بالسيولة المفرطة، في سياق حزم التحفيز التي تبنتها في ظل جائحة كورونا .

منهج الدراسة

تم في هذه الدراسة استخدام المنهج التحليلي الوصفي من أجل التعرف على سياسة التيسير الكمي وما يرتبط بها من أهداف وأسباب وآثار، وذلك اعتمادا على دراسات حديثة ومعززة بآراء العديد من الخبراء الاقتصاديين.

1- مفاهيم عامة حول التيسير الكمي

1-1- تعريف التيسير الكمي

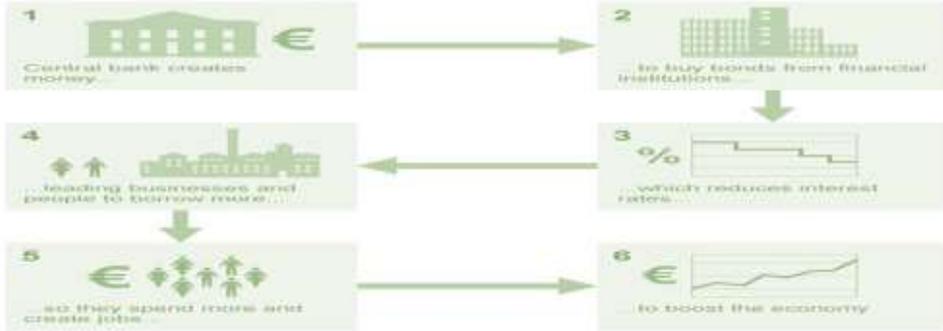
التيسير الكمي أو التسهيل الكمي وباللغة الانجليزية Quantitative easing و اختصارا QE هو سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية في أوقات الأزمات لتحفيز الاقتصاد المحلي (رمزي، 2019، صفحة 7)، حيث تقوم بطباعة كمية محددة سلفا من الأموال التي تستخدم لشراء سندات حكومية أو أصول مالية لزيادة السيولة النقدية، وبالتالي زيادة الاحتياطات الفائضة للنظام المصرفي فضلا عن زيادة أسعار الأصول المالية التي تم شراءها، مما يقلل من عائدها بالنسبة للبنوك التي تضطر إلى تخفيض سعر الفائدة، فيزيد الاقتراض في الدولة ويتم تنشيط عجلة الاقتصاد (التيسير الكمي، 2020).

ومن الناحية التشغيلية، تعتمد من خلالها البنوك المركزية توسيع ميزانياتها العمومية بحيث تتجاوز المستويات العادية (QNB, 2020).

وللتعرف أكثر على سياسة التيسير الكمي نستعين بالشكل رقم 01 لتوضيح الخطوات

المتبعة وهي:

الشكل رقم (01): رسم تخطيطي توضيحي لمجريات سياسة التيسير الكمي



المصدر: كيف يعمل برنامج التيسير الكمي؟ (انفوجراف توضيحي) 2015/01/22 على موقع أرقام باستخدام

الرابط التالي <https://www.argaam.com/ar/article/article/detail/id/368818>.

- تبدأ العملية بقيام البنك المركزي بضح أو طباعة الاموال
- يستخدم البنك المركزي الأموال الجديدة المنشأة إلكترونيا في شراء السندات الحكومية ومجموعة واسعة من الأصول المالية من البنوك التجارية ومن شركات القطاع الخاص.
- يؤدي ذلك إلى توفير السيولة وتوسيع الائتمان، حيث أنه عندما يقوم البنك المركزي بشراء السندات الحكومية سينافس البنوك التجارية في شرائها وهو ما يؤدي إلى

ارتفاع أسعارها بشكل كبير، فضلاً عن انخفاض عوائدها بشكل تصبح فيه غير مجدية للبنوك التجارية، مما يضطرها إلى اللجوء مجدداً لممارسة نشاطها المصرفي المعتاد وهو الإقراض للأفراد والشركات.

- يتمكن الأفراد والشركات من اقتراض تلك الأموال بتكلفة أرخص لدعم المشروعات والاستثمارات.
- مع توفر المزيد من الائتمان وتوسع المشروعات، تتمكن الشركات من توظيف المزيد من العمال.
- يؤدي ذلك في النهاية إلى دعم الإنفاق والاستهلاك الشخصي ومن ثم نمو الاقتصاد.

1-2- أسباب وأهداف استخدام سياسة التيسير الكمي

من المتعارف عليه أنه في إطار السياسة النقدية التوسعية، يتم ضبط الاقتصاد من خلال تخفيض أسعار الفائدة مما يرفع الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري بشكل عام، فيؤدي ذلك إلى تنشيط الاقتصاد.

لكن الوضع اختلف أثناء الأزمة المالية العالمية، حيث أحجمت الشركات عن الاقتراض بشكل جماعي ومكثف، وهو ما دفع البنوك المركزية وعلى رأسها الاحتياطي الفدرالي والبنك المركزي البريطاني إلى تخفيض الفائدة إلى الصفر تقريباً وذلك في نهاية عام 2008م، ولم يكن بالإمكان تخفيضها أكثر وبالرغم من ذلك، فقد فضلت البنوك عدم اقراض الأفراد والشركات لتخوفها من مخاطر عدم السداد نتيجة حالة عدم اليقين التي خيمت على الوضع الاقتصادي آنذاك، وهو ما جعلها تلجأ إلى خيار الاستثمار في سندات وأذون الخزانة الحكومية (رمزي، 2019، صفحة 111).

ومما سبق، يتضح أن السبيل الوحيد المتبقي لتقديم حوافز إضافية هو خفض أسعار الفائدة طويلة الأجل وبالتالي تتمثل أهداف برنامج التسهيل الكمي في الآتي:
- إن الهدف الأساسي من التيسير الكمي هو ضمان استمرار تداول الأموال في ظل وتيرة النمو البطيئة والتعافي الهش.

- باعتبار أن ميل التضخم نحو الانخفاض يرفع من احتمالات مخاطر الانكماش السعري ذو الآثار السلبية على الاقتصاد منها: انخفاض الاستهلاك وبالتالي انخفاض الاستثمار وانخفاض النمو، فالتيسير الكمي يهدف إلى ضمان استقرار التوقعات المرتبطة بمعدلات التضخم لمنع وصول انكماش الأسعار إلى الأجور.

وعلى سبيل المثال، فقد قررت البنوك المركزية في البلدان المتقدمة عقب الأزمة المالية العالمية الماضي قدما في سياسة التيسير الكمي وأعلنت عدم التوقف عنها حتى يتحقق هدفان رئيسيان هما: (الحاج، 2018، صفحة 11)

- رفع معدلات التضخم حتى تصل أو تفوق مستوى التضخم المستهدف وهو 2%.
- الوصول بمعدل البطالة إلى المستوى الطبيعي وهو 4-5%.

1-3- الأثار الجانبية لسياسة التيسير الكمي

يبدو أن سياسة التيسير الكمي لديها انعكاسات ايجابية أولها ضخ نقود جديدة في السوق المحلي، وثانيها رفع الملاءة المالية للبنوك، وأهمها هو تعزيز مستويات الثقة لدى سكان البلد لاسيما المستثمرين ليعودوا مجددا الى ضخ أموالهم في الاقتصاد. لكن بعض الاقتصاديين ينتقد هذه السياسات على اعتبار أن فوائدها قصيرة الأجل، ولديها العديد من العيوب المحتملة التي لا يمكن الشعور بها إلا في المستقبل (احمد الجبيري، 2019) وهي:

- من وجهة نظر هؤلاء، فانه حتى لو أدت الخطة الى التأثير على هيكل أسعار الفائدة طويلة الأجل بالانخفاض، فليس هناك ما يدعو الى التوصل الى الخلاصة القائلة بأن البنوك سوف تقوم بالإقراض، أو أن الشركات سوف تقبل على الاقتراض طالما أن التوقعات تشاؤمية وأن درجة الثقة في الوضع الاقتصادي على المستوى الكلي مازالت متدنية (رمزي، 2019، صفحة 112).

- هناك مخاوف بشأن احجام البنوك عن اقراض الأموال محليا ولجوؤها بدلا من ذلك الى خيار الاستثمار في الاسواق الناشئة، مما يعني هروب لرؤوس الأموال وهو في غير صالح الاقتصاد المحلي.

- قد يصبح تكرار جولات التيسير الكمي غير فعال بمرور الوقت مع انسداد قنوات الانتقال إلى النشاط الاقتصادي الحقيقي، فقناة السندات لا تعمل عندما تنخفض عائداتها، كما أن قناة الائتمان لا تعمل عندما تكتنز البنوك السيولة. وعلاوة على ذلك، فان الأشخاص القادرين على الاقتراض (ذوو الملاءة المالية) لا يرغبون ولا يحتاجون إلى الاقتراض، وعكسهم أولئك الذين يحتاجون الى الاقتراض من الأسر الفقيرة والشركات المتدنية لا يستطيعون ذلك نظرا للضائقة الائتمانية (Nouriel, 2013).

2- تجربة الاحتياطي الفيدرالي لسياسة التيسير الكمي

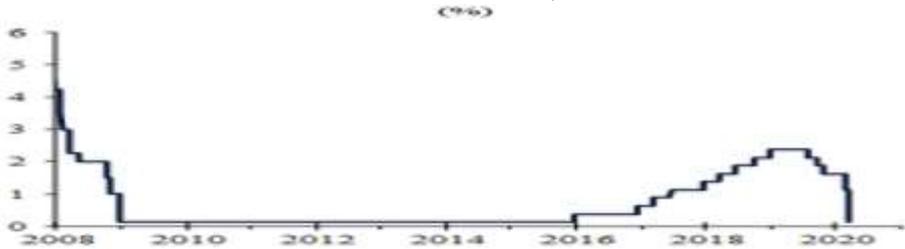
2-1- تجربة التيسير الكمي عقب الازمة المالية العالمية 2008

باعتبارها الاختيار الوحيد المتاح عندما يتعلق الأمر بالتحفيز الاقتصادي، اضطرت البنوك المركزية في ظل الركود الكبير الذي شهده الاقتصاد الأمريكي والاقتصاد العالمي عقب اندلاع الأزمة المالية العالمية لعام 2008 م الى اتباع سياسات نقدية توسعية تقليدية، من أجل التخفيف من وطأة الأزمة واستعادة النشاط الاقتصادي.

وفي إطار تنفيذ السياسة النقدية التوسعية، قام مجلس الاحتياطي الفيدرالي (البنك المركزي الأمريكي) بتخفيض سعر الفائدة الرئيسي ثلاثة أرباع النقطة من 4.25% الى 3.5% في أول عام 2007 م، ثم جرى التخفيض التدريجي الى أن بلغ 2% في منتصف عام 2008 م. إلا أنه بعد أن تصل معدلات الفائدة الى الصفر أو تقترب منه تكون أدوات السياسة النقدية التوسعية التقليدية قد نفذت، وتصبح أداة الفائدة قصيرة الأجل غير فعالة، وهذا ما يعرف بـ " فخ السيولة " حيث يصبح الطلب على النقود غير مرن للغاية. (الحاج، 2018، الصفحات 9-10).

وبالتالي كان لابد من البحث عن أنواع أخرى من السياسة النقدية لضمان الاستمرار في سياسة تحفيز الاقتصادات في ظل وتيرة النمو البطيئة والتعافي الهش. ومن أهم تلك السياسات عمليات شراء الأصول واسعة النطاق والمعروفة باسم " سياسة التيسير الكمي " التي بدأتها الو.م.أ في عام 2009 م.

الشكل رقم (02): سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية



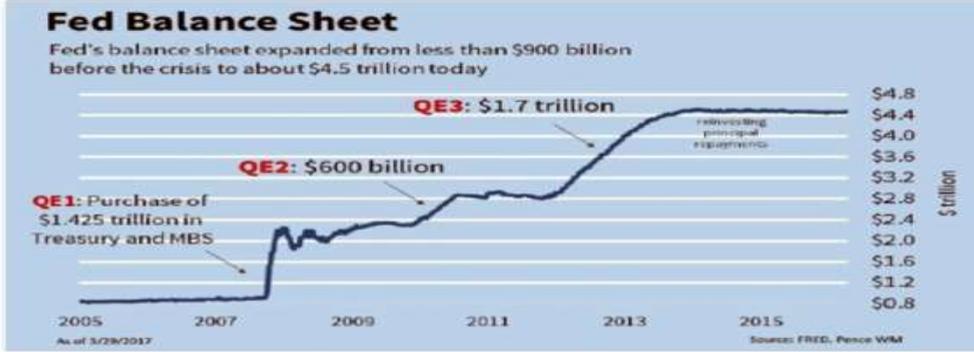
المصدر: تحليل قسم الاقتصاد في مجموعة QNB نشر يوم 22 مارس في الموقع economics@qnb.com

متوفر على الرابط: <https://www.qnb.com/sites/qnb/qnbglobal/ar/areconomics22mar2020news>

التيسير الكمي، قام بنك الاحتياطي الفيدرالي بشراء الأصول المالية، مع امتداد عمليات الشراء على مدى عدة أشهر وتركيزها على السندات ذات أجال استحقاق أطول، بهدف خفض تكاليف الاقتراض طويل الأجل.

وكان بنك الاحتياطي الفيدرالي قد أطلق ثلاثة جولات للتييسير الكمي منذ انهيار بنك " ليمان براذرز" في عام 2008 م.

الشكل رقم (03): جولات التيسير الكمي الثلاث خلال المدة (2008 – 2014)

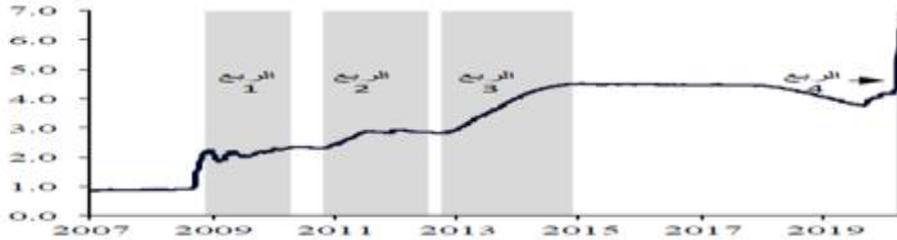


المصدر: عدلي قندح، 2019، ص: 08.

ومع نهاية الجولات الثلاث لعمليات التيسير الكمي واسعة النطاق، توسعت ميزانية بنك الاحتياطي الفيدرالي بنحو 3.6 تريليون دولار (QNB, 2020, p. 32)، بمعنى تضخمت بأربع مرات مقارنة بحجمها قبل بداية الأزمة المالية فقد ارتفعت من حوالي 0.8 تريليون دولار بتاريخ 10 أيار 2006 الى حوالي 4.5 تريليون دولار بتاريخ 20 أيلول 2017 م. (قندح، 2019، صفحة 10)

الشكل رقم (04): إجمالي أصول بنك الاحتياطي الفيدرالي (2007 م-2019 م)

(تريليون دولار أمريكي، أسبوعياً)



المصدر: تحليل قسم الاقتصاد في مجموعة QNB نشر يوم 26 افريل 2020 في الموقع: economics@qnb.com

متوفر على الرابط: <https://www.qnb.com/sites/qnb/qnbglobal/ar/areconomics26apr2020news>

ومع تعزيز الانتعاش العالمي منذ منتصف عام 2016 م وتحسن الأوضاع المالية في كل بلد، أقرت البنوك المركزية أنه قد حان الوقت لتطبيق سياسات تطبيع أسعار الفائدة والابتعاد عن السياسات الاستثنائية للتييسير الكمي التي استخدمت لمواجهة الأزمة، بعد أن ساعدت هذه السياسات في تعزيز أسعار الأصول ودفع النمو ولكن بدرجات متفاوتة عبر البلدان.

وكانت الو.م. أ من أوائل الدول المتقدمة في مسار الخروج من سياسة التيسير الكمي، بل بدأت التخفيض التدريجي للبرنامج في وقت سابق في عام 2014 م، وبدأت برنامج التشديد الكمي في عام 2017 م حيث تقلصت ميزانية بنك الاحتياطي الفيدرالي تدريجياً بأكثر من 600 مليار دولار، ولم يتم استبدال الأصول التي وصلت إلى أجل استحقاقها بأوراق جديدة (QNB)، (2020، صفحة 32)

وفيما يتعلق بأسعار الفائدة فقد تم رفعها للمرة الأولى منذ الأزمة في أواخر عام 2015 م حيث بلغ معدل الفائدة نحو 0.5%، ثم تم رفعها مرة ثانية في شهر ديسمبر عام 2016 م حيث بلغ معدل الفائدة 0.75%، وفي عام 2017 م تم رفع سعر الفائدة ثلاث مرات بمعدل 25 نقطة مئوية في كل منها، حيث بلغ معدل الفائدة نحو 1.50% وفي شهر مارس عام 2018 م تم رفعها بمعدل ربع نقطة مئوية أخرى لتصل إلى 1.75%. (الحاج، 2018، صفحة 20)

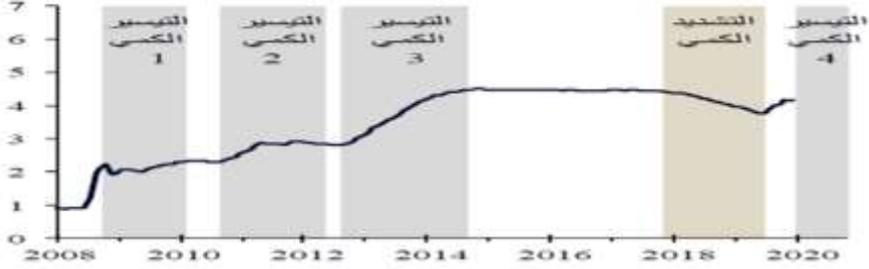
لكن سرعان ما أعاد بنك الاحتياطي الفيدرالي الموافقة على التخفيضات منذ بداية عام 2019 م -ومن بين أسباب أخرى - يعود ذلك إلى الضغط من جانب الرئيس دونالد ترامب الذي كان يهتم بدولار أرخص لصالح تعزيز الصادرات الأمريكية في خضم الحرب التجارية التي احتدمت بين الو.م.أ والصين (Markets، 2020)

2-2- تجربة التيسير الكمي في ظل جائحة كورونا

أدت جائحة كورونا التي شلت النشاط الاقتصادي في معظم أنحاء العالم، إلى دفع البنوك المركزية الرئيسية لتنسيق الاستجابة للركود الوشيك الذي كان يعتبره الجميع أمراً مفروغاً منه. وقد تصدر بنك الاحتياطي الفيدرالي الموقف متوقفاً المشاكل المحتملة، وذلك بإعلانه يوم 15 مارس 2020 م بالتنسيق مع نظرائه في الاتحاد الأوروبي وسويسرا واليابان وكندا والمملكة المتحدة عن أكبر حزمة تحفيز منذ الأزمة المالية العالمية لعام 2008 م، حيث تجاوزت عمليات التدخل لمواجهة أزمة جائحة كورونا بالفعل كل ما فعلته السلطات النقدية الأمريكية على الإطلاق فيما سبق. (Markets، 2020).

الشكل رقم (05): الميزانية العمومية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي (تربليون دولار)

(تربليون دولار أمريكي)



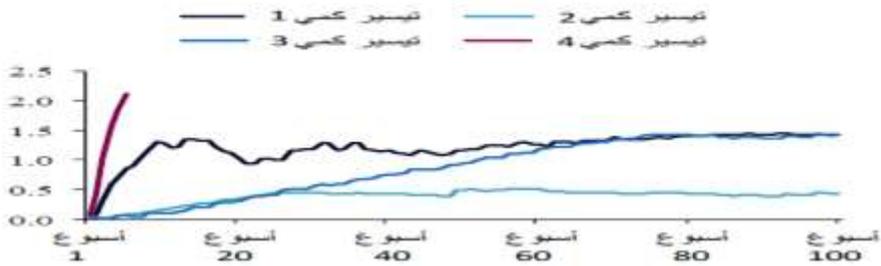
المصدر: تحليل قسم الاقتصاد في مجموعة QNB نشر يوم 22 مارس في الموقع: economics@qnb.com

متوفر على الرابط : <https://www.qnb.com/sites/qnb/qnbglobal/ar/areconomics22mar2020news>

ولم يكتف الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي خلال الأسابيع القليلة الأولى لربيع عام 2020م بخفض أسعار الفائدة إلى الصفر فحسب، وإنما قام كذلك باستخدام جميع أدوات الطوارئ التي تم تطويرها لمواجهة الأزمة المالية العالمية السابقة. وأطلق البنك المركزي الأمريكي برنامج التيسير الكمي الرابع مفصحا عن نيته في زيادة حيازته لسندات الخزينة بما لا يقل عن 300 مليار دولار أمريكي وحيازته للأوراق المالية الحكومية المدعومة بالرهن العقاري بواقع 200 مليار دولار على الأقل دون تحديد الفترة الزمنية. (QNB، 2020)

الشكل رقم (06): تأثير التيسير الكمي على الميزانية العمومية لبنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي

(تربليون الدولار الأمريكي، أسبوعياً)



المصدر: تحليل قسم الاقتصاد في مجموعة QNB نشر يوم 26 افريل 2020 في الموقع: economics@qnb.com

متوفر على الرابط: <https://www.qnb.com/sites/qnb/qnbglobal/ar/areconomics26apr2020news>

ومن المهم أن نسلط الضوء على حجم هذا التدخل ووتيرته ونطاقه، فقد ارتفع إجمالي الأصول في الميزانية العمومية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بمقدار 2.2 تريليون دولار أمريكي أو 53% في أقل من شهرين، ويتجاوز هذا الرقم بكثير حجم الجولات السابقة من التيسير الكمي.

علاوة على ذلك، يتجاوز نطاق الدعم الآن بكثير حد تفويض البرامج السابقة، حين اقتصرت عمليات شراء الأصول في السابق على سندات الخزينة والأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية التي تصدرها الوكالات، ولكن يتضمن البرنامج الجديد شراء قروض التجزئة المضمونة وأوراق البلديات وسندات الشركات والأوراق التجارية. وبالتالي فليس من المستغرب أن يشير العديد من المحللين إلى هذه الجولة الجديدة من التدابير باسم " التسهيل الكمي 04 " أو " التيسير الكمي اللانهائي وما بعده (QNB، 2020) بنك الاحتياطي الفدرالي يتدخل بقوة لدعم الاقتصاد الأمريكي.

3- مخاطر الإفراط في استخدام سياسات التيسير الكمي

3-1- مخاطر مرتبطة بتقلبات أسعار الصرف العملات

من المحتمل أن تكون لسياسة التيسير الكمي آثار خارج نطاق طويلة فيترتب علمها تغير واضح في الأوضاع النسبية للعملات العالمية نتيجة انخفاض قيم العملات للبلدان الأخرى –البلدان الناشئة – التي سوف ترتفع عملتها مقابل هذه العملات الرئيسية (Gregory, 2016) فعلى سبيل المثال، أدت خطة التيسير الكمي في الولايات المتحدة إلى تزايد الضغوط على اليوان نحو الارتفاع وهو الأمر الذي حاولت الصين جاهدة طوال السنوات السابقة أن تتجنبه عن طريق التدخل المكثف في سوق الصرف الأجنبي للحفاظ على اليوان عند أقل من قيمته الحقيقية. وبالتالي من خلال خطة التيسير الكمي تكون الولايات المتحدة قد رفعت تلقائياً من قيمة اليوان في مواجهة الدولار الضعيف، بمعنى أن ما كانت تطالب به الولايات المتحدة بالتفاوض حصلت عليه من خلال تنفيذ سياسة التيسير الكمي. (الحاج، 2018، صفحة 13)

ومثل هذه الأوضاع تعيد احياء المخاطر الدولية لحرب العملات، عندما تلجأ دول العالم إلى اتخاذ ردود أفعال وقائية أو انتقائية للدفاع عن مصالحها من خلال التلاعب بسعر الصرف لخفض قيم عملاتها بغية الحصول على مكاسب على حساب شركائها.

ومن ناحية أخرى، فإن الدول النامية والناشئة تملك في الو.م.أ احتياطات ضخمة من الدولار، وبالتالي فإن تراجع الدولار وأسعار الفائدة طويلة الأجل، سيخلف أضراراً احتياطات هذه الدول وتراجع قيمتها، وذلك في ظل ندرة الخيارات المتاحة أمامها للتعامل مع هذه المواقف، باعتبار عدم قدرتها فعل أي شيء في الأجل القصير، حيث أن أي تحرك على نطاق واسع من جانبها للتخلص من احتياطياتها الدولارية يمكن أن يترتب عليه انخفاض كبير في قيمة الدولار وهو ما ستدفع ثمنه هي بدلاً من الو.م.أ. (الحاج، 2018، صفحة 14)

3-2- مخاطر مرتبطة بتفاقم الضغوط التضخمية

ان الأثر الاخر المحتمل لسياسة التيسير الكمي هو أن يترتب عليه ارتفاع معدلات التضخم، ولكن ربما يكون هناك قدر من المبالغة في التوقعات التضخمية التي يمكن أن تنجم عن برنامج التيسير الكمي، لاسيما إذا تم الأخذ بعين الاعتبار ظروف الأزمة التي يعيشها الاقتصاد الأمريكي. (رمزي، 2019، صفحة 112)

وعموما، لم تتسبب برامج التيسير الكمي في رفع التضخم في العقد الماضي فوق المستوى المستهدف للبنوك المركزية عند 2%، رغم التوقعات التشاؤمية بشأن ارتفاعه عن ذلك المستوى. وفي أسوء الحالات، لو حدث التضخم مثلا في الـ 0.2% أ فان كل ما يحتاجه الاحتياطي الفيدرالي هو اتباع سياسات نقدية تقييدية مع تحمل بعض الآثار المعاكسة على النمو. (رمزي، 2019، صفحة 112)

والواقع أن الخطر الحقيقي لا يرتبط بمعدلات التضخم العالمي، حيث من المتوقع ان تأخذ اسعار السلع التجارية الدولية بالارتفاع مثلما حدث بالنسبة لأسعار النفط. وهو الأمر الذي يعرض معظم دول العالم لصدمة تضخم مستوردة، مما يفاقم من درجة عدم اليقين وهو ما يؤثر سلبا على الافاق المستقبلية للنمو في العالم.

3-3- مخاطر عدم الاستقرار المالي

يجادل البعض بأن برامج التيسير الكمي قد تجاوزت الحد المعقول وباتت مصدرا لعدم الاستقرار المالي ولخلق فقاعات في أسعار الأصول، (دراكوبولوس وغويل، 2020) حيث أن عواقب السياسات النقدية التوسعية التي تنفذها البنوك المركزية حاليا، هي حاملة في طياتها تهديدات كبيرة لاستقرار الاقتصاد العالمي وتندر بوقوع أزمات مالية مدمرة جديدة (Artus & Virard, 2016) فبقدر ما أثبتت سياسات التيسير الكمي جدواها في درء الأزمة المالية لعام 2008 م عن طريق ضخ الاموال اللازمة للفاعلين الاقتصاديين، إلا انه منذ عام 2010 م أصبحت خطيرة للغاية ويبدو أنها " تضر أكثر مما تنفع."

وعلى سبيل المثال، إذا كانت السيولة العالمية تمثل 6% من الناتج المحلي الاجمالي العالمي قبل الأزمة المالية السابقة فحاليا هي تتجاوز نسبة 30%، (Artus, L'expansion monétaire ne fait que commencer, 2020) وهذه الاستراتيجية التي تبنتها البنوك المركزية الكبيرة (الاحتياطي الفدرالي الأمريكي البنك المركزي الأوروبي بنك إنجلترا) تخلق بيئة ملائمة لمزيد من التجاوزات، وخاصة فيما يتعلق بمديونية اللاعبين الاقتصاديين، وذلك بتشجيع من النظام المصرفي للاستفادة من أسعار الفائدة المنخفضة تاريخيا حيث يكون سعر النقود في أدنى مستوياته.

وهذه السياسة النقدية شديدة التراخي للسلطات النقدية والتي بموجبها تكلف النقود لا شيء، لها عيب كبير، فهي تخلق وهما بالنشوة اللطيفة في الأسواق التي تخفي المخاطر وتضخم بشكل كبير التحركات في أسعار الأصول (العقارات والأسهم والسندات) وأسعار الصرف (Artus & Virard, 2016).

ففي واقع الأمر، تعمل السياسات النقدية التوسعية المفرطة التي تمارسها البنوك المركزية على تعطيل توزيع المدخرات بين فئات الأصول المختلفة في الأسواق، وتشوه تقييم المخاطر، في حين يكون لها تأثير ضئيل للغاية على مستوى النمو المحتمل للاقتصاد، والذي تحدده السياسات الهيكلية والابتكار والبحث والتطوير وكفاءة نظام التعليم وأداء سوق العمل (Artus & Virard, 2016).

ومن الجدير بالذكر، أن أغلب البنوك المركزية لمنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، لم تتأخر في الإسراع في ضخ أموال ستؤدي في النهاية إلى جعل العجز الحكومي أكثر سيولة، فضلا عن قيام البنوك كذلك بشراء ديون خاصة عبارة عن سندات شركات واعتمادات تعود لشركات صغيرة ومتوسطة الحجم، وكل هذه الممتلكات الجديدة التي استحوذت عليها البنوك المركزية مقابل سيولة كثيفة وغير مسبوقه ستعمل في النهاية على تضخيم ميزانياتها.

فالاحتياطي الفيدرالي الأمريكي مستعد لزيادة ميزانيته بنحو 6000 مليار دولار أما البنك المركزي الأوروبي فهو مستعد لرفع الحجمي إلى 1000 مليار يورو على الأقل والبنك المركزي الياباني مستعد لزيادة ميزانيته بنحو 2000 مليار دولار، والمحصلة هي أن ضخ الأموال المركزية سيزداد بحجم إجمالي يتراوح بين 9000 و10000 آلاف مليار دولار خلال أشهر معدودة، فبينما كانت القاعدة النقدية مطلع العام 2020 تقدر بنحو 14000 ألف مليار دولار إلا أنها قد عرفت زيادة بنحو 70% خلال أقل من عام. (اتحاد المصارف العربية، 2020)

ومع هذا التدفق الهائل من السيولة الذي يجتاح الاقتصاد العالمي كيف يمكن تقدير القيمة الحقيقية للأوراق المالية؟

وكيف يمكن تجنب وقوع فقاعات مضاربية؟ فمن الواضح أن المهمة تصبح مستحيلة، لأن الاقتصاد الحقيقي أصبح معتمدا بشكل مفرط على دعم التيسير الكمي لأسواق الأصول، وأصبحت هذه السياسات المفرطة هي العامل الأساسي الذي يشكل أسعار الأصول وليس الأساسيات الاقتصادية. وهذا الوضع مقلق للغاية لأن هذا الازدهار في الميدان المالي يتناقض مع الوضع الاقتصادي العالمي الذي لا يزال النمو فيه بطيئا.

الخلاصة

ان سياسة التيسير الكمي تعني ببساطة شراء البنوك المركزية للسندات الحكومية وسندات الشركات الكبرى والبنوك - أي السندات بمختلف أشكالها وأحجامها واستحقاقاتها - عند أسعار فائدة متدنية وحتى صفرية أو سالبة في بعض الأحيان.

ومن الناحية العملية لا يعمل التيسير الكمي دائما، وهو نهج مثير للجدل للغاية مع كل من المدافعين والمنتقدين لهذه السياسة. ففي حين أن أغلب المحللين يرون الآن أن المشكلة الأكبر والأحق بالتعامل هي خطر الكساد الاقتصادي بعد أن أدى انتشار جائحة كورونا الى تدمير النشاط الاقتصادي وإضعاف الطلب، وهو ما تطلب حسب رأيهم تدخلا قويا من جانب البنوك المركزية.

وعلى النقيض من ذلك ، يجادل البعض الأخر من المحللين الاقتصاديين على أن التسهيل الكمي قد تجاوز الحد المعقول، وبات مصدرا لعدم الاستقرار المالي ولخلق فقاعات في أسعار الأصول، لاسيما أن التدخل المباشر الذي نفذته البنوك المركزية في بداية جائحة كورونا في ربيع العام 2020، تسبب بتفاقم الموازنات بشكل غير مسبوق وأدى الى ظاهرة تحويل الديون الى سيولة قد تؤدي الى فقاعة في أسعار الأصول، والمشكلة هي أن الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي الذي لم يتردد في ضخ تريليونات من الدولارات في الأسواق المالية العالمية لا يوفر الائتمان اللازم للاقتصاد الحقيقي، بل انه بدلا من ذلك يعزز الاستعانة بالروافع المالية (الانفاق من خلال الاستدانة) وخوض المجازفات في الأسواق المالية.

ونظرا لأن اقتصادات الدول المتقدمة والنامية متشابكة ومترابطة، فيجب على بنك الاحتياطي الفيدرالي أن يأخذ بعين الاعتبار ليس فقط الانعكاسات الأولى لسياساته وقراراته على الاقتصاد الأمريكي، وإنما الانعكاسات الثانية واللاحقة على اقتصادات الدول الأخرى.

وفضلا عما سبق، وباعتبار أن البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة لم تتمكن لأسباب متباينة من الخروج بشكل كامل من برامج التيسير الكمي التي تبنتها قبل عقد من الزمن بالرغم من تعافي النمو، فالآن وأكثر من اي وقت مضى وبسبب الجائحة وما أحدثته من ركود عميق، فمن الصعب للغاية الخروج من هذه السياسة النقدية التوسعية غير التقليدية التي تم اعتمادها لمد طويلة في سياق الركود العالمي.

ويبقى السؤال المطروح في الآونة الاخيرة والذي سيكون الزمن وحده كفيلا بالإجابة عنه

هو :

ما هي الاجراءات المستقبلية التي ستنهجها البنوك المركزية لتحفيز الاقتصادات إذا ثبت عدم جدوى سياسات التيسير الكمي؟

قائمة المصادر والمراجع

محمود رمزي، التيسير الكمي (سياسة نقدية غير تقليدية لتنشيط الاقتصاد القومي)، دار التعليم الجامعي، (القاهرة، مصر، 2019):

حسن الحاج، التغير في اسعار الفائدة وأثرها على حركة الاقتصاد، اتحاد شركات الاستثمار، (الكويت: سبتمبر 2018)، تم الاسترجاع من الرابط:

<https://www.unioninvest.org/userfiles/booksdocAr/35Change%20of%20bank%20interest%20rates.pdf>

علي قندح، سياسة التيسير الكمي وخطة بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي لتقليص ميزانيته والدروس المستفادة، جمعية البنوك، (الأردن، 2019):

أدريان توبياس و فايبو ناتالوتشي ، ازمة كوفيد-19 تهديد للاستقرار المالي ، مدونات صندوق النقد الدولي،(14 افريل، 2020)، تم الاسترداد من :

<https://www.imf.org/ar/News/Articles/2020/04/14/blog-gfsr-covid-19-crisis-poses-threat-to-financial-stability>

ديميتريس دراكوبولوس وآخرون، الاسواق الصاعدة والواعدة: ادوات السياسات في اوقات الضغط المالي، مدونات صندوق النقد الدولي، (23 أكتوبر 2020). تم الاسترجاع من الرابط:

<https://www.imf.org/ar/News/Articles/2020/10/23/blog-emerging-and-frontier-markets-policy-tools-in-times-of-financial-stress>

عبد الرحمان احمد الجبري، التيسير الكمي (هليكوبتر الأموال) بين التأييد والمعارضة، صحيفة مال الاقتصادية، (27 ديسمبر 2019)، تم الاسترجاع من الرابط:

<https://www.maaal.com/archives/20191227/133234>

ما هو التيسير الكمي وكيف يؤثر على الاقتصاد؟ (Admiral Markets Pty Ltd، 17 مارس 2020). تم الاسترجاع من الرابط:

<https://admiralmarkets.com/ar/education/articles/forex-strategy/altayseer-alkammi>

تقرير لمجموعة QNB، بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي يخفض أسعار الفائدة الى الصفر ويضخ السيولة في النظام. (22 مارس 2020)، تم الاسترجاع من الرابط:

<https://www.qnb.com/sites/qnb/qnbglobal/ar/areconomics22mar2020news>

تقرير لمجموعة QNB، بنك الاحتياطي الفيدرالي يتدخل بقوة لدعم الاقتصاد الأمريكي، (26 افريل 2020) ، تم الاسترجاع من الرابط

<https://www.qnb.com/sites/qnb/qnbglobal/ar/areconomics26apr2020news>

تقرير لمجموعة QNB، توقعات بتوسيع ميزانية الاحتياطي الفيدرالي في النصف الاول من العام 2020، اتحاد المصارف العربية، العدد 470، يناير 2020 ، تم الاسترجاع من الرابط:

<https://uabonline.org/wp-content/uploads/2020/02/470-Itihad-Al-Masaref-Jan-2020-low-res-3.pdf>

التيسير الكمي، المعرفة، على الموقع التالي : <https://www.marefa.org/>consulté le 29/11/2020

George Gregory, L'examen des politiques monétaires d'assouplissement quantitatif, travail de bachelor HES, Haute école de gestion , Genève ,2016 , Retrieved from:

http://doc.rero.ch/record/277954/files/TDB_George_Gregory.pdf(consulté le 15/10/2020)

Patrick, Artus, l'expansion monétaire ne fait que commencer, Discussion Paper n° 14797.

L. Tersteeg , F. Ward, CEPR, 2020, Retrieved from :

https://www.lemonde.fr/economie/article/2020/07/18/patrick-artus-l-expansion-monetaire-ne-fait-que-commencer_6046579_3234.html(consulté le 18/11/2020)

Patrick, Artus. & Marie-Paule, Virard , La folie des banques centrales : Pourquoi la prochaine crise sera pire , . (Janvier 2016). Retrieved from :

<https://www.melchior.fr/note-de-lecture/la-folie-des-banques-centrales-pourquoi-la-prochaine-crise-sera-pire>(consulté le 03/12/2020)

Nouriel Roubini, Dix questions sur l'assouplissement quantitatif, Project Syndicate , (28 Février 2013) , Retrieved from : <https://www.project-syndicate.org/commentary/the-risks-and-costs-of-quantitative-easing-by-nouriel-roubini/french?barrier=accesspaylog>(consulté le 05/10/2020)