

السياسة النقدية غير التقليدية بين النظرية والتطبيق

Unconventional Monetary Policy in Theory and in Practice

د. عبد الرحمان عبد القادر²د. العشي وليد¹¹جامعة احمد دراية ادرار، الجزائر، oualidlachi@yahoo.fr²جامعة احمد دراية ادرار، الجزائر، Aek2509@yahoo.fr

تاريخ النشر: 2019/11/25

تاريخ القبول: 2019/08/04

تاريخ الاستلام: 2019/06/15

Abstract :

The objectif of this study is to highlight the theoretical and practical aspect of unconventional monetary policy by addressing the evolution of its concept and analyzing its development through the analysis of the Krugman model, which has the fundamental development in the theoretical and practical concept of the effectiveness of monetary policy especially when economies are in the liquidity trap. So in this model Krugman criticized ; Keynesian theory which was considered the conventional monetary policy is ineffective in the event of a liquidity trap.

Keywords: non-traditional monetary policy; Krugman's model; liquidity trap; Keynesian theory

المخلص:

الهدف من هذه الدراسة هو إبراز الجانب النظري والتطبيقي للسياسة النقدية غير التقليدية مع التطرق إلى تطور مفهومها، وتحليل نشأتها من خلال تحليل نموذج كروغمان الذي أحدث تطوراً جوهرياً في المفهوم الوظيفي النظري والتطبيقي لفعالية السياسة النقدية بأدواتها غير التقليدية خاصة عند وقوع الاقصاديات في مصيدة السيولة، كما انتقد النظرية الكينزية التي كانت تعتبر السياسة النقدية التقليدية غير فعالة في حالة مصيدة السيولة.

الكلمات الدالة: سياسة نقدية غير تقليدية؛ نموذج كروغمان؛ مصيدة سيولة؛ نظرية كينزية.

I. مقدمة

قبل الأزمة المالية العالمية كان هناك حوار وجدال فكري بين المدارس الاقتصادية حول مدى نجاعة أدوات السياسة النقدية في تحريك الدورة الاقتصادية في ظل الأزمات المالية والمتمثلة في : التيسير الكمي؛ التيسير الائتماني؛ معدلات الفائدة الصفرية والسالبة، بالإضافة إلى التوجيه المسبق. ومن جهة أخرى كانت النظرية الكينزية من أهم النظريات التي تطرقت إلى محدودية نجاعة أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في احتواء الأزمات المالية، وأعطت حدود تطبيقية لهذه الأدوات عند وصول الاقتصاد خلال دورته الاقتصادية إلى حالة مصيدة للسيولة، وبالتالي تعتمد على السياسة المالية في تحفيز الطلب الكلي من خلال زيادة الإنفاق الحكومي، واستدلت ذلك من خلال كيفية معالجة الأزمة الاقتصادية العالمية 1929.

ومع نهاية القرن العشرين ظهرت نظرية كروغمان ومقولته الشهيرة « it's baaaack » التي أشار من خلالها إلى عودة وقوع الاقصاديات في مصيدة السيولة المسجلة في أزمة الكساد العظيم 1929، وقد أعطى

تحليل اقتصادي ينتقد فيه التفكير الكينزي، وأكد في نموذجه أن السياسة النقدية غير التقليدية يمكن أن تكون فعالة في ظل مصيدة السيولة من خلال تبني أدوات نقدية استثنائية مناسبة لظروف الأزمات تعيد حركية الدورة الاقتصادية، ذلك عند تركيز البنوك المركزية على التأثير على توقعات الأعوان الاقتصاديين.

وبعد 10 سنوات من أول تطبيق لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية لم تتضح بعد معالم الخروج من السياسة النقدية غير التقليدية بالنسبة للعديد من الاقتصاديات العالمية على غرار منطقة اليورو، عكس الولايات المتحدة الأمريكية التي أعلنت مع بداية 2018 عن بداية مرحلة الخروج عن تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بالرفع من معدلات الفائدة الفدرالية بعد أن كانت تقريبا صفرية، وهذا لعدم تحقق المستويات المستهدفة في الاقتصاد خاصة بالنسبة لمعدلات التضخم والنمو الاقتصادي المحتشم.

مما سبق نطرح التساؤل التالي:

كيف تم التطور النظري والتطبيقي للسياسة النقدية غير التقليدية؟

وبالتالي تمت معالجة هذا التساؤل بالتطرق إلى أربعة محاور رئيسية:

أولاً: عدم فعالية السياسة النقدية في حالة مصيدة السيولة حسب منظور الكينزيين؛

ثانياً: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية؛

ثالثاً: الإستراتيجيات المعتمدة لتطبيق السياسة النقدية غير التقليدية؛

رابعاً: أهم محددات فعالية تطبيقات السياسة النقدية غير التقليدية.

II. عدم فعالية السياسة النقدية في حالة مصيدة السيولة حسب منظور الكينزيين

من أجل تحليل محدودية وعدم فعالية السياسة النقدية التقليدية لابد من الانطلاق من المقاربة الكينزية

التي تقول أنه لدراسة فعالية السياسة النقدية لابد من دراسة منحنيات تفضيل السيولة والكفاية الحدية لرأس المال التي تفسر كيفية وقوع الاقتصاد في مصيدة للسيولة¹:

1. منحني تفضيل السيولة

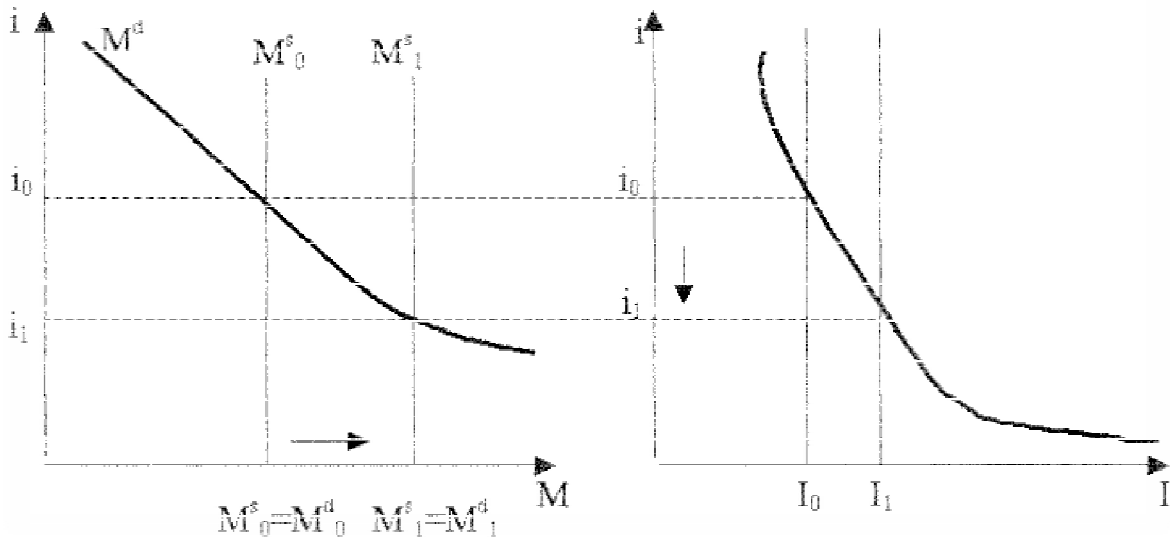
يعبر منحني تفضيل السيولة عن مرونة أسعار الفائدة بالنسبة لكمية المعروض النقدي؛ بمعنى عندما يكون المنحني أفقياً، وبالتالي تكون معدلات الفائدة منخفضة جداً وهذا يعني ارتفاع ميل منحني التفضيل النقدي ويكون الطلب على النقود مرناً مرونة كبيرة بالنسبة لسعر الفائدة، وبالمقابل أي زيادة في عرض النقود لا يساهم في التأثير على معدلات الفائدة التي تكون في أدنى مستوياتها (صفرية أو قريبة من الصفر) وهي القيمة الدنيا الممكنة من الناحية النظرية، وبالتالي لا يمكن أن يؤثر العرض النقدي على مستويات الاستثمار والتشغيل لتكون السياسة النقدية في هذه الحالة غير فعالة، كما حدث في أزمة الكساد العظيم عام 1929، وقد وقع الاقتصاد الياباني في مصيدة السيولة خلال التسعينات من القرن الماضي وبداية القرن الحالي، كما تكرر ذلك في خريف 2008 في العديد من الاقتصاديات العالمية كالولايات المتحدة الأمريكية، وفي منطقة اليورو، وبريطانيا... إلخ.

2. منحى الكفاية الحدية لرأس المال

يُعرّف منحى الكفاية الحدية لرأس المال عن مرونة أو حساسية حجم الاستثمار بالنسبة للتغيرات في معدلات الفائدة، ويكون حجم الاستثمار ضعيف المرونة بالنسبة للتغيرات في سعر الفائدة؛ حيث بالرغم من انخفاض معدلات الفائدة إلا أنّ ذلك لم يساهم في تحفيز الاستثمارات وهذا عكس النظرية الاقتصادية، وقد حدث ذلك خلال الأزمة المالية العالمية 2008 خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو نتيجة أزمة الائتمان وانعدام ثقة البنوك بالمقترضين؛ بمعنى آخر قلة القروض والائتمان المصرفي المتاح للمستثمرين والمستهلكين... الخ مما تسبب في تخفيض حجم الطلب الكلي، وهذا ما ساهم في تأخر تعافي الاقتصاديات من الأزمة المالية وعودتها إلى التوازن الكلي.

أما في ما يتعلق بفعالية السياسة النقدية في التأثير على الناتج الكلي، فإن ذلك يتوقف على مضاعف العرض النقدي الذي يجب أن يكون محصور بين الصفر وما لانهاية.

الشكل 1: منحنيات بيانية توضح نموذج سياسة نقدية غير فعالة في منظور الكينزيين.



منحى الكفاية الحدية لرأس المال

منحى الكفاية الحدية لرأس المال

المصدر: معنوق، سهير محمود، "الاتجاهات الحديثة في التحليل النقدي"، الدار المصرية اللبنانية، الطبعة الأولى، القاهرة 1988، ص 156-161.

عندما تقوم السلطات النقدية بزيادة حجم المعروض النقدي ينتقل منحى العرض النقدي من M^s_0 إلى M^s_1 بجهة اليمين دالا بذلك على انخفاض سعر الفائدة؛ لكن بمرونة أقل نتيجة مرونة منحى تفضيل السيولة. إن هذا الانخفاض المسجل على مستوى معدلات الفائدة يمكن أن يؤثر على مستويات حجم الاستثمار، لكن ليست بمستويات كبيرة وهو ما يظهره منحى الكفاية الحدية لرأس المال، إذ أن التغير في مستويات الاستثمار ضعيف جدا مقارنة بالتغيرات في معدلات الفائدة وهذا ما يجعل الدخل لا يتغير بقيمة كبيرة.

يعتبر معدل الفائدة ثمن التخلي عن السيولة، ولهذا فهو متغير مهم في السياسة النقدية التي تنتهجها البنوك المركزية، فقبل الأزمة² كان البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي يقوم بشراء وبيع السندات الحكومية من أجل أن يكون المستوى الفعلي لمعدل الفائدة الفدرالي الذي يتحدد حسب حجم العرض والطلب على الاحتياطات البنكية قريب من المستوى المستهدف، ويكون الهدف الأساسي من هذه العملية هو إعطاء ضمانات في السوق المالي بأن معدلات الفائدة القصيرة الأجل ستكون منخفضة لأطول مدة مما يحفز المستثمرين والمستهلكين على القيام بالاقتراض من البنوك والتي تحفز النشاط الاقتصادي من حيث الاستثمار والاستهلاك.

تكون معدلات الفائدة في حالة الكساد الاقتصادي قريبة جدا من الصفر ويسود الشك والخوف في الأسواق المالية كما حدث في الثلاثي الأخير من سنة 2008 في العديد من الدول المتقدمة بالرغم من امتلاكها لأسواق مالية قريبة من الكمال.

كما أن وظيفة النقد كمخزون للثروة يجعل الأفراد يحتفظون بأرصدة نقدية عاطلة عن العمل وهو ما يسمى بالتفضيل النقدي، ويعيش الاقتصاد حالة من الانكماش وانخفاض حاد في معدل العام لأسعار والدافع الأكبر الذي جعل البنوك المركزية تُغير من أدواتها التقليدية هو فشل هذه الأخيرة في احتواء الأزمة المالية 2008.

وقد ظهر تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بشكل بارز بعد الأزمة المالية العالمية 2008، التي عانت منها الأسواق المالية العالمية بشكل خاص والاقتصاد العالمي بشكل عام منه اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو ومختلف الاقتصاديات الناشئة... الخ، حيث عجزت أدوات السياسة النقدية التقليدية التي تستخدمها البنوك المركزية العالمية في احتواء هذه الأزمة، وهذا ما دفع بصناع القرار الاقتصادي وبصفة إستعجالية إلى تبني أدوات جديدة استثنائية غير واردة في النظريات السابقة للفكر الاقتصادي، فكل هذه المميزات التي تحملها ظروف ظهور هذه الأدوات جعل تسميتها يكون بأدوات السياسة النقدية غير التقليدية.

III. الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية

سيتم التطرق في هذا المحور إلى مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية، نشأتها وتحليل تطور مفهومها مع التركيز على تحليل نموذج كروغمان الذي ساهم بشكل كبير في توضيح مبادئ تطبيقات السياسة النقدية غير التقليدية مع نهاية التسعينات.

1. مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية

يمكن أن تُعرف السياسة النقدية غير التقليدية على أنها مجموعة من الإجراءات والبرامج النقدية الاستثنائية التي تطبقها السلطات النقدية لمعالجة واحتواء الأزمات المالية الحديثة³، وكذلك لضمان استمرارية في فعالية السياسة النقدية في تحقيق الأهداف الاقتصادية المنوطة بها في ظل الأزمات المالية التي أثبتت محدودية الأدوات التقليدية للسياسة النقدية وعجزها الوظيفي، ومنه نفهم أن السياسة النقدية غير التقليدية :

- تعتبر مرحلة متطورة في الجانب الوظيفي من السياسة النقدية؛

- يتم تطبيقها في حالة الأزمات المالية الحديثة التي شهدت انهيار وإفلاس كبار المتعاملين الاقتصاديين ووجود تهديد بإفلاس الأسواق المالية بأكملها؛
- أثبت اللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية وجود ثغرات في مبادئ الأنظمة الرأسمالية التي تستبعد التدخل الحكومي في النشاط الاقتصادي، حيث تعتبر برامج الإنقاذ الحكومية أولى الخطوات التي ساهمت في ظهور وتطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية التي تم بها احتواء الأزمة المالية العالمية 2008؛
- الجانب غير التقليدي منها ودواعي استعمال برامجها النقدية بشكل استثنائي يحتم عدم ديمومتها لأجل طويل فهي سياسة نقدية قصيرة ومتوسطة المدى التطبيقي.

2. نشأة وتحليل تطور مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية

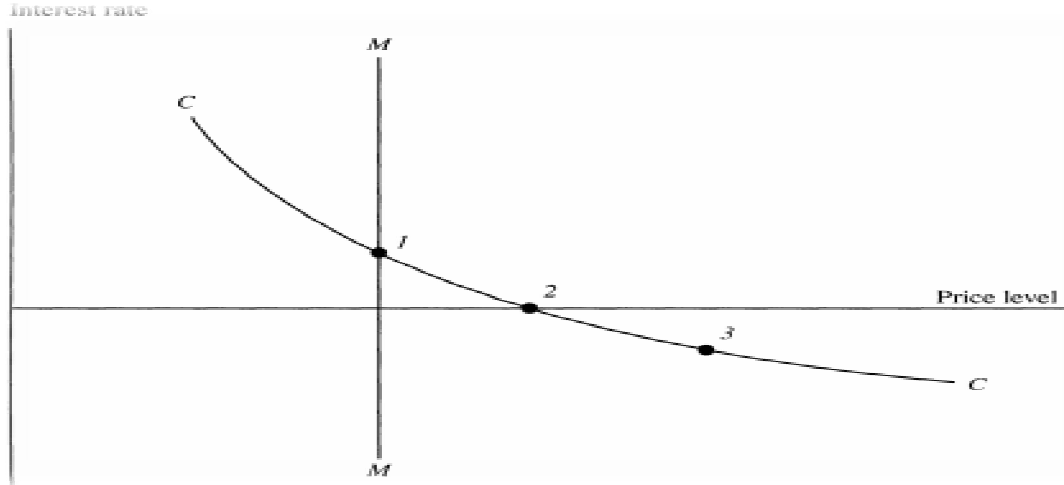
يعتبر الباحث الاقتصادي الأمريكي "باول كروغمان" ⁴ Paul Krugman من الأوائل وأبرز من تطرق إلى مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية، حيث أكد من خلال دراساته الشهيرة سنة 1998، وخلال تحليلاته عن الاقتصاد الياباني إمكانية مساهمة السياسة النقدية غير التقليدية في الخروج من مصيدة السيولة التي نالت حيزا مهما من اهتمامات الباحثين بدراسة نظريات الاقتصاد الكلي لاسيما في نموذج IS/LM لـ "جون هيكس" John Hicks الذي يدرس فيه فعالية مختلف أنواع السياسات الاقتصادية في تحقيق توازن الاقتصاد الكلي، وتعتبر مصيدة السيولة التي وقع فيها الاقتصاد الياباني في التسعينات من القرن الماضي الدافع الرئيسي لقيام "كروغمان" بدراسته حول تقييم فعالية السياسة النقدية في ظل هذه الحالة، وانطلق في تحليلاته من النظرية الكينزية التي تؤكد أن السياسة النقدية التقليدية تفقد فعاليتها عندما يقع الاقتصاد في مصيدة السيولة، ولا تستطيع أدواتها التقليدية التأثير على المتغيرات الاقتصادية، لأن معدلات الفائدة الاسمية تكون عند قيم منخفضة جدا وتكون فيها حيازة النقود لدى الأعوان الاقتصاديين قابلة للإحلال مع امتلاك السندات ما يسبب ظاهرة الاكتناز النقدي وتوقف الأسواق المالية والنقدية وسوق السلع والخدمات عن نشاطها.

كما انتقد الاقتصادي "باول كروغمان" أن تكون السياسة المالية هي الحل للخروج من مصيدة السيولة بحجة نظرية "التكافؤ الريكاردي" التي تؤكد أن زيادة حجم النفقات الحكومية أو التخفيضات الضريبية لا يمكن أن تحفز الاستهلاك في حالة ارتفاع العجز والدين الحكومي لأن الأعوان الاقتصاديين يتوقعون ارتفاع العبء الضريبي مستقبلا لتغطية العجز والدين الحكومي بمعنى السياسة المالية ستحتاج إلى عكسها مستقبلا لاستعادة التوازنات المالية، مما سيؤثر سلبا على توقعات الأعوان الاقتصاديين ويصعب آلية الخروج من مصيدة السيولة.

وأشار "كروغمان" للبنوك المركزية بأن تقوم بالتحلي بدرجة عالية من المصداقية والشفافية في قراراتها أمام الأعوان الاقتصاديين وأن تقوم بالإعلان عن سياسة نقدية توسعية (M^s) طويلة الأجل حتى تحفز ارتفاع مستوى الأسعار (Price Level) بثبات وتخفيض معدلات الفائدة الحقيقية (Interest Rate) بطريقة منظمة نحو

النقاط (1,2,3) مما يوفر الحوافز اللازمة لزيادة معدلات الاستهلاك والاستثمار، وبالتالي الطلب الكلي كما يوضحه المنحنى التالي:

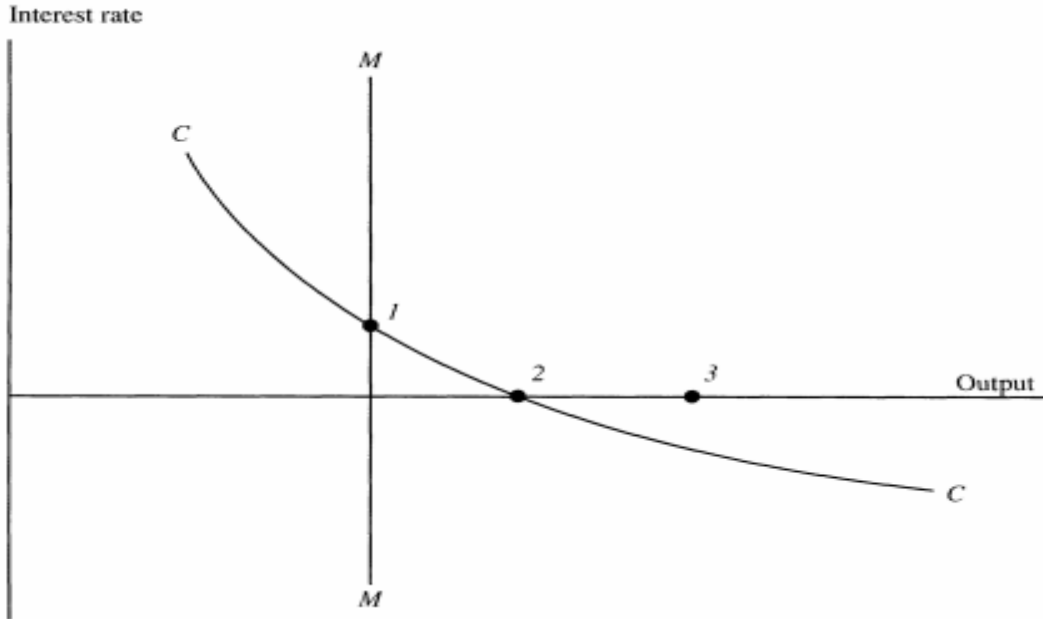
الشكل 2 : يوضح العلاقة بين مستوى الأسعار ومعدلات الفائدة في ظل سياسة نقدية توسعية حسب نموذج كروغمان



المصدر: Paul R Krugman (1998) « it's back, Japan's Slump and the return on liquidity Trap »,Brooking paper on economic activity,n^o 2,p 145.

من جهة أخرى ركز "باول كروغمان" في تحليل نموذجه على دراسة العلاقة بين معدلات الفائدة (interest rate) والإنتاج (output)، حيث افترض أن تكون هناك دولة تنتج منتج واحد خلال مجموعة من الفترات، وتقوم السلطات النقدية بتحديد حجم المعروض النقدي في الاقتصاد، فعند بداية كل فترة يمكن للأعوان الاقتصاديين أن يقوموا بعمليات المبادلة على مستوى سوق رأس المال الذي يسمح لهم بمبادلة جزء من رصيدهم النقدي مقابل سندات ذات درجة استحقاق فترة واحدة، فعقلانية الأعوان الاقتصاديين وفي ظل معدلات الفائدة الاسمية الموجبة، يجعلهم يقومون باستهلاك الحد الأدنى واللازم لتلبية احتياجاتهم من السلع والخدمات، أما الباقي من أرصدهم النقدية سيقومون بالمضاربة بها في سوق رأس المال وهذا في الحالة الطبيعية، لذا في هذه الحالة تنخفض معدلات الاستهلاك ويكون ميل منحنى الاستهلاك (C) سالب، حيث كلما كانت معدلات الفائدة الاسمية مرتفعة كلما تم تحفيز الأعوان الاقتصاديين إلى زيادة حجم مدخراتهم للمضاربة وبالتالي يقل حجم الرصيد النقدي الموجه للاستهلاك والعكس صحيح، وهذا كما هو موضح في المنحنى التالي :

الشكل 3: يوضح العلاقة بين الإنتاج ومعدلات الفائدة في ظل سياسة نقدية توسعية حسب نموذج كروغمان



المصدر: Paul R Krugman (1998) « it's back, Japan's Slump and the return on liquidity Trap », Brooking paper on economic activity, n^o 2, p149.

3. التحليل الاقتصادي لنموذج كروغمان

بافتراض أن توازن الاقتصاد يكون في النقطة (1) والقدرات الإنتاجية للاقتصاد تسمح بالإنتاج عند مستوى النقطة (2)، حيث في النقطة الأولى لم يكن الاقتصاد في مستوى التشغيل التام، وباعتبار أنه في بداية الفترة وقبل فتح سوق رأس المال يقرر البنك المركزي الاعتماد على سياسة نقدية توسعية خلال كل الفترات الزمنية ولمدة طويلة وبشكل منتظم، حيث يكون تأثيرها كما يلي:

- بما أن كمية النقود تزداد في الاقتصاد وبافتراض أن مستوى الأسعار يكون ثابت في بداية الفترة (1)، ويكون لدى الأعوان الاقتصاديين كمية معتبرة من النقد، فإن زيادة عرض النقود (M) تؤدي

إلى انخفاض أسعار الفائدة الاسمية؛

- في الواقع عند نفس مستوى الدخل فالزيادة في الكتلة النقدية تسبب انخفاض معدل الفائدة الاسمي

مما يعني حافز أكبر للاستهلاك بعد الفترة (1) فالمستهلكون يفضلون الاستهلاك ويدركون أن

الأسعار سترتفع في الفترات القادمة، وهكذا إنتاجية الاقتصاد ترتفع والمستوى الجديد للإنتاجية

يوافق النقطة (2).

فرضا أن المستوى الطبيعي لإنتاجية الاقتصاد توافق النقطة (3)، بيانيا نلاحظ أن هذا المستوى من

الإنتاجية يفرض سعر فائدة سالب. فنظريا لا يمكن للبنك المركزي أن يتبع سياسة نقدية توسعية بحيث يكون

المعدل الاسمي سالبا، ذلك عندما يكون المعدل الاسمي 0%، والنقود والسندات من نفس درجة استحقاق (فترة

واحدة)يصبحان أصول قابلة للإحلال، وبالتالي عندما تكون معدلات الفائدة صفرية فالأعوان الاقتصاديين غير مباينين بين امتلاك النقود أو السندات، في الواقع لا يبحثون عن امتلاك السندات مقابل نقودهم، علاوة على ذلك؛ معدلات الفائدة لا يمكن أن تكون سالبة لأن هذا يعود إلى الرغبة في اكتساب السندات في المحفظة المالية والعائد منها يكون أقل، ولهذا عندما يكون العائد من السندات أقل من العائد من النقود يجب تدخل البنك المركزي وفق عمليات السوق المفتوحة ويقوم بشراء هذا النوع من السندات حتى لا يتم التأثير على سوق رأس المال، وبالتالي إذا كانت معدلات الفائدة سالبة فسوق رأس المال يختفي.

إذا كان المعدل الاسمي الذي يسمح للوصول إلى مستوى الإنتاج الطبيعي للاقتصاد سلبي، فإن السياسة النقدية عاجزة عن إعادة الاقتصاد إلى مستواه الطبيعي، لذا فالتوسع النقدي لن يسمح بتخفيض معدل الفائدة الاسمي نحو المستويات السالبة وهذا ما يعرف بمصيدة السيولة.

عندما يكون الاقتصاد واقع في مصيدة السيولة؛ بمعنى يكون الاقتصاد بحاجة إلى معدل فائدة سالب

لوصول إلى مستوى الإنتاج الطبيعي فحسب "كروغمان" يوجد احتمالين لوضعية الأعوان الاقتصاديين :

• **الاحتمال الأول :** عندما يكون مستوى الأسعار الجارية أعلى من الأسعار المتوقعة، بمعنى آخر

الأعوان الاقتصاديين يتوقعون انكماش اقتصادي، لذا في الواقع عند توقع الانكماش الاقتصادي في الفترات الزمنية المقبلة بمعنى الأسعار ستتخف في المستقبل، بالتالي عند نفس مستوى الدخل خلال الفترة (1) و(2)، الأعوان الاقتصاديين يفضلون الاستهلاك في المستقبل لأن انخفاض الأسعار يضمن لهم استهلاك أقل تكلفة، ولهذا لكي يكون هناك حافز للاستهلاك في المدى القريب وحتى يتم استخدام جميع قدرات الاقتصاد يجب أن يعتقد الأعوان الاقتصاديين أن دخلهم سيفقد قيمته في المدى المتوسط والبعيد مقارنة بالمدى القريب ذلك بقيام البنك المركزي بالإعلان عن تطبيق معدلات فائدة سالبة لذا سيفضلون الاستهلاك بدل الادخار للفترات المقبلة.

• **الاحتمال الثاني :** إذا كانت الأسعار مستقرة غير مرنة وتوقعات الأعوان الاقتصاديين لقيم

مداخيلهم في المستقبل تكون ضعيفة مقارنة بالاستهلاك الحالي الضروري لاستخدام كل قدرات الاقتصاد، فالأعوان الذين يتوقعون دخل ضعيف في المستقبل يفضلون الاحتفاظ بالنقود حتى عند مستوى فائدة صفري.

وكما تطرقنا إليه سابقا فقد ركزت النظرية الكينزية على عدم فعالية السياسة النقدية في حالة وقوع

الاقتصاد في مصيدة للسيولة لأن العرض النقدي لن يكون له أي تأثير ولا يمكن تخفيض معدلات الفائدة الاسمية إلى المستويات السالبة، إلا أن " كروغمان " من خلال فرضيات نموذج الذي تطرقنا إليه سابقا أثبت أنه يمكن للسياسة النقدية أن تكون فعالة في ظل وقوع الاقتصاد في مصيدة للسيولة وتسجيل معدلات فائدة رئيسية جَد منخفضة وذلك من خلال التأثير على التوقعات المستقبلية للأعوان الاقتصاديين مستهلكين ومستثمرين وإقناعهم من طرف البنك المركزي من خلال الرفع من درجة مصداقيته بأن السياسة النقدية وأدواتها

ستعمل مستقبلا على زيادة المعروض النقدي خلال مدة زمنية طويلة وبصفة منتظمة مما يحسن توقعات معدلات التضخم وأنها سترتفع مستقبلا.

- وفي نفس السياق أكد برنانكي، رينهارت وساك⁵ (2004) Bernanke, Reinhart and sack أن السياسة النقدية يمكن أن تكون فعالة في ظل مصيدة السيولة ذلك أن السياسة النقدية لا تؤثر فقط على معدلات الفائدة الاسمية قصيرة الأجل ولكن تؤثر كذلك على معدلات الفائدة طويلة الأجل، حيث تكون هذه الأخيرة غير صفرية وبالتالي يمكن تخفيضها وبصفة مستقلة، كما أنه حسب النظرية الكينزية فمعدلات الفائدة طويلة الأجل هي التي تؤثر بشكل أكبر على قرارات الاستثمار والاستهلاك وبالتالي يجب أن تركز البنوك المركزية على التأثير على توقعات هذه المعدلات لضمان استمرارية في فعالية السياسة النقدية للخروج من مصيدة السيولة.

من خلال هذا الإطار النظري يمكننا تحليل حالة مصيدة السيولة؛ فالاقتصاد الذي يقع في مصيدة السيولة لا يمكنه اللجوء الى السياسة النقدية التقليدية للوصول الى مستوى الإنتاج الطبيعي، وهذا ما يطرح تصور أولي لفهم سبب لجوء البنوك المركزية الى تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.

IV. الإستراتيجيات المعتمدة لتطبيق السياسة النقدية غير التقليدية

تختلف الاستراتيجيات المعتمدة من طرف البنوك المركزية التي أخذت بعين الاعتبار خصائصها الاقتصادية في اختيار المزيج الأنسب من الأدوات غير التقليدية ومدة وطريقة تطبيقها، وعلى هذا نستعرض أهم هذه الاستراتيجيات التي تؤثر بالضرورة على فعالية الأدوات غير التقليدية فيما يلي:⁶

1. إستراتيجية إدارة التوقعات

استخدم عدد محدود من البنوك المركزية نسخة واضحة من إدارة التوقعات، وقد كان استثناء واحد هو بنك كندا الذي أصدر بيانا في 21 أبريل 2009 "يخص شروط توقعات التضخم، والمعدل المستهدف الذي من المتوقع أن يظل عند مستواه الحالي حتى نهاية الربع الثاني من عام 2010 من أجل تحقيق هدف التضخم". وقد استخدم الاحتياطي الفيدرالي شكل أقل وضوح من البيان السابق وذلك في 16 ديسمبر 2008 عندما أعلن أن "اللجنة الخاصة بالسوق المفتوحة تتوقع أن المؤشرات الاقتصادية الضعيفة من المرجح أن تستدعي بشكل استثنائي تطبيق مستويات منخفضة من معدلات الفائدة الفيدرالية لبعض الوقت، ومن المتوقع أن يتم الحفاظ على هذه المعدلات المنخفضة حتى منتصف عام 2013". وقد نشر البنك المركزي السويدي "ريكسبنك" مسار متوقع من سعر الفائدة، ولهذا نقول أن درجة مصداقية البنوك المركزية تلعب دور كبير في تحفيز وإدارة التوقعات في الأسواق المالية والنقدية.

2. إستراتيجية شراء الأصول المالية

كانت الأدوات الرئيسية للعديد من البنوك المركزية خلال فترة الأزمة تقوم بتوسيع حجم وقيمة برامج سياستها النقدية من خلال القيام بعمليات غير مسبقة من حيث شراء الأصول في مجال الائتمان الخاص، حيث قام بنك إنجلترا المركزي بشراء سندات الشركات، وقام البنك المركزي الأوروبي بشراء السندات المغطاة بالرهون العقارية، بينما قام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بشراء سندات الوكالة وسندات MBSs Mortgage-Backed Securities. وقد قامت معظم البنوك المركزية بتوسيع شروط وقائمة الضمانات المؤهلة لعمليات توريد السيولة. على سبيل المثال؛ تحديد معدل ثابت لكل برامج السيولة المخصص من البنك المركزي الأوروبي وذلك بأسعار مدعمة نسبياً في السوق وباشترابات ضخمة. بالإضافة إلى ذلك؛ قد اتخذت بعض الأصول غير التقليدية كضمان. على سبيل المثال؛ قدم بنك الاحتياطي الفيدرالي مقابل ABSs Asset Backed securities في إطار برنامج التسهيلات الائتمانية-TALF Backed Securities Loan Facility Term Asset ومقابل الأوراق التجارية CPs Commercial Papers و ABCPs Asset-Backed Commercial Paper في إطار برامج تسهيلات الأصول النقدية AMLF Asset Money Liquidity Facility. كما أقرضت العديد من البنوك المركزية كيانات جديدة غير تقليدية غير البنوك مثل السماسرة والمتعاملين، بالإضافة إلى صناديق الاستثمار في أسواق المال والمستثمرين في ABS، وكان هناك تحرك نقدي مهم آخر هو عرض الدولار الأمريكي في الأسواق غير الأمريكية بموجب برنامج تبادل الدولار بين بنك الاحتياطي الفيدرالي والبنوك المركزية الأخرى. قد يكون تحليل جميع هذه التغيرات النقدية والمالية باعتبارها غير تقليدية أمر معقد. قوياً يعتبر أكثر ملائمة لتوسيع حجم السيولة النقدية واحتواء الأزمة المالية، كما يختلف تعريف الأصول والكيانات غير التقليدية من دولة إلى أخرى.

3. إستراتيجية التوسع في حجم ميزانيات البنك المركزي

خلال الأزمة المالية؛ لم تستخدم البنوك المركزية بصفة قوية هذا النوع من الاستراتيجيات ما عدا بنك إنجلترا الذي حدد الحد الأعلى لمشترياته من السندات الحكومية، وأعلن أن مشتريات السندات سيكون لها تأثير في زيادة المعروض من النقود، والذي بدوره سيحفز معدلات التضخم والنشاط الاقتصادي. حتى في هذه الحالة؛ لم يتم تحديد القيمة المالية على عكس البنك المركزي الياباني خلال الفترة 2001-2006. وبعد ذلك قامت معظم البنوك المركزية بزيادة حجم ميزانياتها، وقد كان السبب الرئيسي في ذلك هو تراكم فوائض كبيرة من احتياطات البنوك لدى البنك المركزي.

لقد أصبح معنى التوسع في حجم ميزانية البنك المركزي أكثر وضوحاً بسبب فرض دفع الفائدة على احتياطات البنوك لدى البنك المركزي. وقد قام بنك اليابان بهذه السياسة كوسيلة للحفاظ على سعر الفائدة في مستويات إيجابية كلما كانت الفوائض الخاصة بالبنوك لديه كبيرة ذلك من أجل تحفيز نجاعة برامج التيسير الائتماني، ودفع معدلات فائدة على الاحتياطات البنكية الفائضة يخفض بالتأكيد حوافز البنوك الخاصة لتحويل

الاحتياطات إلى أصول أخرى وبالتالي يجب تعثر القوة التحفيزية "للتيسير الكمي" في زيادة حجم الكتلة النقدية في الاقتصاد، وعلى هذا؛ فاختيار استراتيجيات السياسة النقدية غير التقليدية التي اعتمدها أهم البنوك المركزية منذ عام 2008 قد تأثرت بشكل كبير من تجربة البنك المركزي الياباني خلال 1990-2006.

V. أهم محددات فعالية تطبيقات السياسة النقدية غير التقليدية

توجد العديد من المحددات التي تؤثر على فعالية السياسة النقدية غير التقليدية لذا سنحاول التطرق إلى أهمها :

1. حجم الصادرات

حيث كلما كان حجم الصادرات كبير ولديها تنافسية سعرية مرتفعة كان ذلك مؤشر داعم لفعالية السياسة النقدية غير التقليدية، ذلك كان نتيجة التغيرات في السياسة النقدية التي ساهمت في انخفاض قيمة العملة المحلية مقابل باقي العملات الأجنبية مما يدعم تنافسية صادرات الدولة في اقتصاد العالم الخارجي، من جهة أخرى قد يصاحب انخفاض قيمة العملة المحلية انخفاض آخر في قيم الواردات مما يحفز على تسجيل فائض في ميزان المدفوعات.⁷

وللإشارة يجب أخذ بعين الاعتبار تطور قيمة العملة المحلية في المدى القصير والطويل، وهو ما يعرف في الفكر الاقتصادي بفرضية تطاير قيمة العملة Exchange Rate Overshooting hypothesis للاقتصادي "رودي دورنبوش" حيث ذكر في نموذجه أن التغيرات في الأسعار الخاصة بالسلع والخدمات تكون بطيئة مقارنة مع نظيرتها في قيم العملات مما قد يؤثر على فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في تحقيق فائض في ميزان المدفوعات.⁸

2. حجم الدين العام الحكومي

يعتبر حجم الدين العام للدولة محدد مهم لفعالية السياسة النقدية غير التقليدية، وذلك لتأثره بتغيرات السياسة النقدية كما يلي:⁹

تتأثر أسعار السندات الحكومية وأذون الخزانة بتغيرات معدلات الفائدة القصيرة الأجل، حيث ساهم تبني سياسة معدلات الفائدة الصفرية والسالبة في انخفاض العائد من سندات الدين الحكومي، والعكس من ذلك وهو الأمر الأكثر خطورة أنه مع السياسة النقدية الانكماشية قد يتأثر حجم الدين العام بارتفاع أسعار العائد على أدواته والنتيجة عن ارتفاع معدلات الفائدة قصيرة الأجل، ولعل الأساس في هذه العلاقة أن التغير في معدلات الفائدة قصيرة الأجل ستؤثر على أسعار الودائع المصرفية، وتكلفة رؤوس الأموال، وبالتالي على الطلب على الأصول المالية التي من بينها الأذون والسندات الحكومية.

عند تطبيق سياسة التيسير الكمي يعتبر ارتفاع حجم الدين العام محدد على عدم فعالية السياسة النقدية وفشل برامج التيسير الكمي، وانسداد لقنواته التي كان الهدف منها هو تخفيض حجم الأصول منخفضة المخاطر أمام الجهاز المصرفي، والمتعاملون في سوق المال، مما يعزز دعم الائتمان والأصول المالية الأخرى.

3. تغيّرات أسعار البترول

تعد أسعار البترول من أهم المتغيّرات الاقتصادية ولطالما تم الاستعانة بها كمتغير مفسّر في العديد من النماذج الإحصائية لدراسة مدى فعالية السياسات الاقتصادية بشكل عام والسياسة النقدية بشكل خاص في تحفيز النمو الاقتصادي وتحقيق معدلات التضخم المستهدفة، وهذا ما سيتم التطرق إليه كما يلي:¹⁰

عند انخفاض متوسط أسعار البترول خلال فترة زمنية وجيزة مثلما حدث في صيف 2014 حيث خسر 50% من قيمته خلال فترة 6 أشهر فقط، وقد ساهم ذلك بشكل كبير في انخفاض معدلات التضخم وعزز من استمرارية ظاهرة الانحسار السعري، وعلى هذا عند قيام البنوك المركزية بتخفيض معدلات الفائدة الاسمية قصيرة الأجل قصد تحفيز معدلات التضخم نحو الارتفاع قد تتأثر سلبا فعالية هذه الأداة نتيجة انخفاض أسعار البترول التي تعتبر كتكلفة إنتاجية منخفضة، وأهم النماذج المناسبة لدراسة هذه العلاقة بين أسعار البترول وفعالية أدوات السياسة النقدية في تحفيز معدلات التضخم نذكر نموذج منطقة اليورو واليابان مؤخرا في 2016 حيث بالرغم من لجوء البنوك المركزية إلى تطبيق معدلات فائدة سالبة إلا أن معدلات التضخم ما تزال جد منخفضة وحتى سالبة في بعض الفترات والسبب الرئيسي كان انخفاض أسعار البترول، وفي الأخير نقول أن تغيّرات أسعار البترول تؤثر في فعالية السياسة النقدية غير التقليدية وتعتبر محدد مهم لها.

من جانب آخر انخفاض أسعار المحروقات قد يكون مؤشر على انخفاض معدلات نمو الاقتصاد العالمي مستقبلا مما يسبب انخفاض نسبي في أسعار الأسهم التي تتداول في السوق وبالتالي هذا يقلل من فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في التأثير في رفع أسعار الأصول المالية عن طريق برامج التيسير الكمي، وحتى في تحفيز معدلات النمو الاقتصادي.

4. نوعية أصول ميزانية البنوك التجارية

تتحدد فعالية تطبيق السياسة النقدية في إمكانية تأثيرها على التوسع في ميزانية البنوك التجارية Expand Balance Sheet، واختلاف نوعية أصول ميزانية البنوك التجارية مع الأصول المستهدفة من طرف البنوك المركزية قد يخفض من فعالية السياسة النقدية غير التقليدية التي تستهدف زيادة حجم السيولة النقدية في السوق من خلال عمليات شراء السندات ذات درجة المخاطر المرتفعة في حين تتكون ميزانية البنوك التجارية من أصول أخرى بخلاف هذه الأصول.

من هذا المنطلق نقول أنه إذا استهدف البنك المركزي رفع السيولة البنكية من خلال التوسيع في ميزانياتها عن طريق عمليات إعادة التمويل، يجب الأخذ بعين الاعتبار مكونات جانب الأصول في البنوك

التجارية ومدى مرونتها للتغيرات في السياسة النقدية غير التقليدية فكلما كانت درجة الاستجابة كبيرة كانت الفعالية أكبر والعكس صحيح.¹¹

5. درجة الانفتاح الاقتصادي للدولة

يمكن أن تتأثر فعالية السياسة النقدية غير التقليدية بحرية خروج ودخول رؤوس الأموال بالإضافة إلى حجم اقتصاد الدولة، وكذلك نوعية العلاقة التجارية مع العالم الخارجي حيث كلما كانت درجة الانفتاح الاقتصادي كبيرة ولدولة كبيرة الحجم الاقتصادي كان احتمال كبير في أن تكون السياسة النقدية غير التقليدية أكثر فعالية، لكون أن عند تطبيق سياسة نقدية غير تقليدية بتخفيض معدلات الفائدة الاسمية الأمر الذي سيخفض من قيمة العملة المحلية، وبالتالي يؤثر إيجاباً على التنافسية السعرية للصادرات المحلية خاصة مع توفر تنوع إنتاجي للدولة بحكم أنها اقتصاد متطور وكبير الحجم.

وكذلك عند تطبيق معدلات الفائدة السالبة أو الصفريية يكون عائد السندات منخفض وفي ظل حرية الحركة المالية وبالتالي تكون درجة جذب رؤوس الأموال الخارجية ضعيفة جداً وبالعكس يمكن أن تسبب خروج كبير لرؤوس الأموال الأجنبية، مما يقلل من فعالية السياسة النقدية غير التقليدية بالرغم من كون الاقتصاد كبير الحجم، ولهذا يجب مراعاة الآثار الداخلية والخارجية عند صياغة أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في ظل حرية حركة رؤوس الأموال.

وكذلك تخفيض قيمة العملة المحلية لم يرافقه الارتفاع المستهدف في قيمة الصادرات والميزان التجاري نظراً لمرونة الطلب الداخلي بالنسبة للمنتجات الأجنبية المستوردة كانت كبيرة مقارنة بالمنتجات المحلية بمعنى تزايد فاتورة الواردات مقابل تدني عائدات الصادرات، هذا بدوره أثر سلباً على قيمة الناتج الاجمالي الداخلي للدولة، وعموماً هذا يحدث عند الاقتصاديات النامية التي غالباً ما تكون أحادية التصدير، وبالتأكيد تكون فعالية السياسة النقدية غير التقليدية محدودة الفعالية.

وهذا ما دفعنا إلى التأكيد أنه لدراسة فعالية السياسة النقدية غير التقليدية يجب أن يكون الاقتصاد كبير الحجم ودرجة الانفتاح الاقتصادي كبيرة وهذا ما تتميز به الدول المتقدمة والناشئة، أما عند الدول النامية فلا يمكن الحديث عن السياسة النقدية غير التقليدية فيها نظراً لغياب شروط وميكانيزمات تطبيقها كون أن الأدوات الحديثة للسياسة النقدية لا يمكن تطبيقها في الاقتصاديات التقليدية.

6. درجة التأثير بالعلاقات التجارية ذات الطابع التنافسي غير التقليدي

نظراً لمميزات هذا النوع من العلاقات التجارية أُطلق عليها مصطلح الحروب التجارية وهي عبارة عن علاقة تجارية سلبية تخالف لمبادئ والقواعد التجارية التي تنظمها المنظمة العالمية للتجارة، والمبنية على علاقة رابح-ربح، وتظهر فيها ما يُعرف بصراع القوى الاقتصادية تعتمد على تحقيق مصلحة خاصة للدولة على

حساب شركاء تجاريين مستهدفين، وتتكون من مجموعة من الإجراءات التي تتخذها دولة ما ضد دولة أخرى أو مجموعة من الدول تكون مستهدفة دون دول أخرى مع المعاملة بالمثل، وتتمثل هذه الإجراءات في الرفع من التعريفات الجمركية بقيمة كبيرة على مواد محددة تكون عموماً عبارة عن مواد أولية أساسية في التصنيع قادمة من الدول المستهدفة، مما يسبب آثار سلبية على النشاط التجاري الدولي خاصة لما تكون أطراف هذه العلاقة التجارية اقتصاديات كبيرة ولها وزن كبير في الاقتصاد العالمي، ويمكن القول أن ظهورها كان نتيجة إفرازات حرب العملات وتسابق الدول إلى التخفيضات لأسعار عملاتها المحلية دون اعتبار للأضرار الملحقة بالشركاء التجاريين والإلتحاق المفرد للمصلحة الفردية للدول، ومنه يمكن القول أنها نوع من السياسات التجارية غير التقليدية.

تعتبر العلاقة التجارية التي تربط بين الولايات المتحدة الأمريكية والصين مع مطلع سنة 2018 نوع من أنواع الحروب التجارية ويعتبران أكبر قوتين اقتصاديتين في العالم ومن هذا التنافس في الحصول على ريادة الاقتصاد العالمي يمكن بناء تصور حول أسباب وأهداف هذا النوع من العلاقات التجارية، حيث فرضت الو.م.أ تعريفات جمركية تزيد قيمتها عن 50 مليار دولار على سلع صينية وهناك تهديدات بأنها قد تصل إلى 100 مليار دولار، رداً على ذلك فرضت الصين رسوماً على المستوردات الأمريكية بنسبة 25% على اللحوم والألمنيوم و 15% على 120 سلعة مختلفة بقيمة 3 مليارات دولار، وهذه السياسات ستوفر الوظائف في السوق الأمريكي وستخفض من العجز التجاري، لكن هذا يمكن أن يؤثر سلباً على الاقتصاد الكلي العالمي حيث تصل حجم المبادلات التجارية بين البلدين إلى 125 مليار دولار.

وتعتبر الصين المالك رقم واحد للسندات الأمريكية بقيمة أكثر من 1.17 ترليون دولار ما يمثل 29% من إجمالي حيازات الحكومات الأجنبية، و 8% من إجمالي سندات الخزينة الأمريكية، وهذه الحصص الكبيرة سببها حجم التبادل التجاري الضخم بين البلدين، بالإضافة فالصين تبيع أكثر مما تشتري من الو.م.أ، كما أن الصين تستثمر فائض ميزانيتها في الأصول الآمنة مثل الدين الأمريكي لأن سندات الخزينة الأمريكية لا تتعرض لمخاطر التخلف عن السداد وكذلك سهولة تداولها، وعلى هذا إذا ما قامت الصين ببيع هذه السندات ستقوم بالرفع من عائدات تلك السندات لأن أسعارها ستتنخفض وكذلك سترتفع تكلفة اقتراض الحكومة الأمريكية لا سيما أن السياسة المالية الأمريكية تعتمد تخفيض الضرائب مما سيزيد حجم الدين الخارجي إلى حدود 1 ترليون دولار في غضون 10 سنوات، لكن بالرغم من الآثار السلبية كذلك على الاقتصاد الصيني الذي سيباع بأسعار جد منخفضة للسندات فذلك سيؤثر على توقعات المستثمرين والمتعاملين في الأسواق المالية الأمريكية والعالمية مما سيؤثر كذلك على هيكل معدلات الفائدة الأمريكية وسياسة التوجيه المسبق للبنك الفدرالي الأمريكي بالإضافة إلى ارتفاع قيمة الذهب وانخفاض قيمة الدولار والأسهم، بالإضافة إلى آثارها على أسعار النفط، فكل هذه التشكيلة من التغيرات يمكن أن تؤثر أو تدعم درجة فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، وفي استدامة المكاسب التي حققها سابقاً الاقتصاد الأمريكي.

.VI خاتمة:

لقد تطرقنا من خلال هذه الدراسة إلى موضوع السياسة النقدية غير التقليدية وأهم ما ورد فيها من الجانب النظري والتطبيقي، وقد حاولنا إبراز جوانب عديدة من التطور الوظيفي للسياسة النقدية، والأكد أنها من المفاهيم الحديثة في الفكر الاقتصادي لاسيما من خلال ما تم التطرق إليه من قبل نموذج كروغمان لشرح ميكانزمات تطبيقها، ويمكن اعتباره تطور جوهري في النظريات الاقتصادية التي عالجت موضوع فعالية السياسة النقدية خاصة في ظل وقوع الاقتصاديات في مصيدة السيولة، وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج نلخص أهمها في ما يلي:

- ساهم نموذج "باول كروغمان" مع نهاية التسعينات في شرح التطور الوظيفي للسياسة النقدية مما سمح لها بأن تكون فعالة في خروج الاقتصاديات من مصيدة السيولة، وهو عكس ما توقعته النظرية الكينزية سابقا؛
- أهم جانب تركز عليه البنوك المركزية من خلال تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في حالة الأزمات المالية (مصيدة السيولة) هو التأثير على توقعات الأعوان الاقتصاديين في الأسواق النقدية والمالية، لاسيما معدلات التضخم المتوقعة التي تحفز العديد من المتغيرات الاقتصادية الآنية أو في فترات زمنية جد قصيرة نحو الارتفاع كحجم الاستهلاك والاستثمارات وبالتالي خلق مناصب شغل وتحفيز معدلات النمو الاقتصادي وإعادة ديناميكية الدورة الاقتصادية؛
- تختلف الاستراتيجيات المعتمدة في تطبيقات السياسة النقدية غير التقليدية من طرف البنوك المركزية التي أخذت بعين الاعتبار خصائصها الاقتصادية في اختيار المزيج الأنسب من الأدوات غير التقليدية بالإضافة إلى مدة وطريقة تطبيقها؛
- توجد العديد من المحددات التي تؤثر على فعالية السياسة النقدية غير التقليدية؛
- لكل بنك مركزي منهجه الخاص في تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وذلك بمراعاة الخصوصيات الاقتصادية، مما جعل آثار ودرجة فعاليتها تتفاوت من اقتصاد إلى آخر.

VII. المراجع

¹ للمزيد من المعلومات أنظر :

- سهير، محمود، معتوق، (1988) "الاتجاهات الحديثة في التحليل النقدي"، الطبعة الأولى، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، ص ص: 156-161 .
- دحمان بن عبد الفتاح ، (2004) "السياسة النقدية ومدى فعاليتها في إدارة الطلب الكلي- دراسة حالة الاقتصاد الجزائري -"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجمهورية الجزائرية، ص ص: 89-90.

² احمد بلوافي، عبد الرزاق بلعباس،(2010) "سياسة معدل الفائدة الصفري ومبدأ إلغاء الربا في الاقتصاد الإسلامي"، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، العدد2، المجلد 16، ص39.

³ تعتبر الأزمة المالية 2008 من الأزمات التي أثارت مسألة تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.

⁴ Paul R Krugman « **it's back, Japan's Slump and the return on liquidity Trap** »,Brooking paper on economic activity 1998,n⁰ 2,pp :137-205.

⁵ Ben S. Bernanke, Vincent R. Reinhart, and Brian P.Sack,(2004), « **Monetary Policy Alternatives at The Zero Bond ; An Empirical Assessment** »,Brooking Papers on Economic Activity , n⁰ 2,pp : 1-78.

⁶ Kazuo Ueda (2011), "**the Effectiveness of Non-traditional Monetary Policy Measures: The Case of Bank of Japan**", CARF working Paper, PP 7-10

<https://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/old/pdf/workingpaper/fseries/262.pdf>

⁷ Jeromin Zettelmeyer (2000), "**The Impact of Monetary Policy on the Exchange Rate: Evidence of Three Small Open Economy**", IMF working Paper,WP NO 432 , PP 2:10

⁸ Bartłomiej Rokicki (2012), "**Exchange Rate Over Shooting**", Warsaw UNI, PP 2:13

⁹ للمزيد من المعلومات أنظر:

-David C. Wheelock (2002), "**Conducting Monetary Policy Without Government Debt: The Fed's Early Years**", The Federal Reserve Bank of St. Louis, P P 1-14 <https://research.stlouisfed.org/publications/review/02/05/1-14Wheelock.pdf>

- Monetary and Economic Department (2012), "**Fiscal Policy, Public Debt And Monetary Policy In Emerging Market Economies**", Bank of International settlement, BIS Papers No 67, PP 51 -66.

<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap67.pdf>

¹⁰ للمزيد من المعلومات أنظر:

-Lars E.O. Svensson (2005), "**Oil Prices and ECB Monetary Policy**", Princeton University, CEPR, and NBER, EP501.tex,PP 1-4

<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.74.2156&rep=rep1&type=pdf>

- Diego R. Palenzuela (2008), "**Oil price shocks and monetary policy**", European Central Bank, PP 1:12

http://www.trt.it/english/hop-project/documenti/Final%20CONFERENCE/ECB_DR%20Palenzuela_oil_price_shocks.pdf

¹¹ Andrei Shleifer and Robert W. Vishny (2010), "**Banking and Securitization: Asset Fire Sales and Credit Easing**", Op-cit, PP: 2-7.