

## Analytical study of the implications of the quantitative easing policy on the investment climate - case studies of Japan and the United States of America –

Seddiki Ahmed<sup>1</sup> Tayebi abdallah<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Department of Commercial Sciences, University of Adrar, Algeria, Seddiki\_ahmed82@yahoo.fr.

<sup>2</sup> The Spatial and Entrepreneurial Development Studies Laboratory , University of Adrar, Algeria, tayebiabdallah@yahoo.fr.

### ARTICLE INFO

Article history:

Received: 21/12/2020

Accepted:1/1/2021

Online:28/1/2021

Keywords:

non-traditional

monetary policy

quantitative easing

investment climate

foreign direct

investment

JEL Code:E5,D92

### ABSTRACT

The policy of quantitative easing is a modern instrument of non-traditional monetary policy, which was widely used after the economic recession experienced by a number of countries in the developed world following the 2008 crisis, however Japan has been to adopt this policy since the years of decay, and countries are seeking the fir to implement these Policy to influence the financial and real economy an investment climate.

Through this research paper, we are trying to analyze the mechanism of the impact of quantitative easing programmers on some quantitative economic variables that directly affect the investment climate in Japan and the United States of America.

## دراسة تحليلية لانعكاسات سياسة التيسير الكمي على مناخ الاستثمار - دراسة حالة اليابان والولايات المتحدة الأمريكية -

صديقي أحمد<sup>1</sup> ، الطيبي عبد الله<sup>2</sup>

<sup>1</sup> قسم العلوم التجارية، جامعة أدرار، الجزائر، Seddiki\_ahmed82@yahoo.fr.

<sup>2</sup> مخبر دراسات التنمية المكانية وتطوير المقاولاتية، جامعة أدرار، الجزائر، tayebiabdallah@yahoo.fr.

### معلومات المقال

تاريخ الاستقبال:

2020/12/21

تاريخ القبول: 2021/1/1

تاريخ النشر: 2021/1/28

### الكلمات المفتاحية

السياسية النقدية غير التقليدية

التيسير الكمي

مناخ الاستثمار

الاستثمار الأجنبي المباشر

JEL Code: E5,D92

### المخلص

تعتبر سياسة التيسير الكمي أداة حديثة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، شاع استخدامها بعد حالة الركود الاقتصادي التي شهدته عدد من دول العالم المتقدم على أثر أزمة 2008، غير أن اليابان كانت السبقة في تبني هذه السياسة منذ سنوات التسعينيات، وتسعى الدول من خلال تطبيق هذه السياسة إلى التأثير على الاقتصاد المالي والحقيقي ومناخ الاستثمار.

ونحاول من خلال هذه الورقة البحثية تحليل آلية تأثير برامج التيسير الكمي على بعض المتغيرات الاقتصادية الكمية المؤثرة بشكل مباشر في مناخ الاستثمار في اليابان والولايات المتحدة الأمريكية.

**مقدمة:** تهدف جميع الدول إلى تطبيق سياسة نقدية تحقق لها هدف النمو الاقتصادي وتحسن من مناخ الاستثمار، وتعتبر سياسة التيسير أو التسهيل الكمي إحدى أدوات التمويل النقدي غير التقليدي، لجئت إليها اليابان والولايات المتحدة

الأمريكية لمعالجة الركود الاقتصادي وتنشيط الاستثمار وتحسين بيئته من خلال زيادة عرض النقود وتخفيض معدلات الفائدة وتقديم الضمانات والحوافز اللازمة للاستثمار.

**إشكالية الدراسة:** دفع تفاقم الانكماش بالسلطات النقدية لليابان والولايات المتحدة بإتباع إجراءات تحفيز نقدي تدرج تحت مظلة التيسير الكمي بهدف معالجة الركود الاقتصادي وتنشيط الاستثمار، عليه إشكالية الورقة البحثية تتمحور حول التساؤل التالي: إلى أي مدى ساهمت سياسة التيسير الكمي في تحسين مناخ الاستثمار في اليابان والولايات المتحدة الأمريكية؟

**أهمية وأهداف البحث:** تكمن أهمية البحث في دراسته لأداة نقدية غير تقليدية ممثلة في التيسير الكمي، استخدمت في حالات استثنائية وفي دول معينة، أما عن أهداف البحث فتتمثل في التعرض إلى أهم مفاهيم هذه الأداة وأدواتها وآلية العمل بها وانعكاساتها على الاقتصاد الحقيقي والمناخ الاستثماري.

**منهجية الدراسة:** لمعالجة إشكالية البحث تم اعتماد المنهج الوصفي والتحليلي من أجل وصف الظاهرة المدروسة وتحليل أثارها على مناخ الاستثمار في اليابان والولايات المتحدة الأمريكية .

**الدراسات السابقة:** من بين الدراسات التي تطرقت لموضوع سياسة التيسير الكمي نذكر:

دراسة صاري علي حول السياسة النقدية غير التقليدية -الأدوات والأهداف- قدمت هذه الدراسة على شكل مقالة في المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية سنة 2013، تهدف من خلالها إلى التعريف بالسياسة غير التقليدية ومدى فعاليتها في تحقيق هدف النمو الاقتصادي.

✓ دراسة مطاي عبد القادر حول سياسة التيسير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمة -تجربة اليابان والولايات المتحدة الأمريكية- قدمت كمقالة في مجلة رؤى اقتصادية سنة 2016 مركزة على دور سياسة التيسير الكمي في معالجة حالة الانكماش الناتجة عن الأزمات المالية.

✓ دراسة Michael Joyce حول Quantitative Easing and Monetary policy – an introduction unconventional، ركزت الدراسة على أثر سياسة التيسير الكمي على الاقتصاد المالي.

**الدراسات السابقة:**

- صلاح الدين مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تحت عنوان : دور صناديق الاستثمار في سواق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها في الجزائر، من جامعة الجزائر 03، للموسم الجامعي 2012، 2011.

تهدف هذه الدراسة إلى إمكانية التعرف على الإطار النظري لصناديق الاستثمار وتقييمها من خلال دراسة التجربة المصرية سعياً للوصول إلى متطلبات إقامة صناديق الاستثمار في الجزائر تماشياً مع سياسة الإصلاح الاقتصادي، السياسي والإداري (الامين 2019).

- نادية بشرى محمد علي، بعنوان: العوامل المؤثرة على عرض النقود في السودان - دراسة تطبيقية للفترة 1975-2005، مذكرة دكتوراه في الاقتصاد، كلية الدراسات العليا، جامعة شندي، هدفت الدراسة إلى تحليل العوامل المؤثرة على عرض النقود في السودان خلال الفترة 1975-2015، ومعرفة الاتجاه العام لهذه العوامل، استخدمت الباحثة طريقة المربعات الصغرى العادية لتقدير العالقة بين العوامل المؤثرة في عرض النقود حيث تمثلت المتغيرات المستقلة المؤثر في عرض النقود في: الأصول الأجنبية، مطلوبات الجهاز المصرفي من القطاع العام، مطلوبات الجهاز المصرفي من القطاع الخاص، وخلصت إلى أن الاتجاه العام لهذه العوامل في تزايد عبر الزمن وأن هذه المتغيرات تفسر 95% من التغير في عرض النقود، بينما 5% ترجع لعوامل أخرى. وأوصت الباحثة بأنه يجب على البنك المركزي والبنوك التجارية ضرورة تقليل العملة المتداولة إلى عرض النقود من خلال تنويع الودائع وزيادة الوعي المصرفي (المجيد 2018).

**خطة الدراسة:** قسمت الورقة البحثية إلى ثلاثة محاور:

المحور الأول: سياسة التيسير الكمي.

المحور الثاني: مناخ الاستثمار.

المحور الثالث: دراسة تحليلية لأثر سياسة التيسير الكمي على مناخ الاستثمار في اليابان والولايات المتحدة الأمريكية.

## 1- سياسة التيسير الكمي:

### 1-1- التأسيس النظري لسياسة التيسير الكمي:

تعرف سياسة التيسير الكمي أيضا بسياسة التسهيل الكمي وتعتبر أداة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، استخدمت لأول مرة من طرف البنك المركزي الياباني سنوات التسعينات ليصبح استخدامها بعد الأزمة المالية العالمية سنة 2008 من طرف البنوك المركزية للدول المتقدمة كالبنك الاحتياطي الفيدرالي وبنك المركزي للمملكة المتحدة والاتحاد الأوروبي، لزيادة كمية النقود المتداولة في الاقتصاد قصد انقاذ كبريات المؤسسات العالمية من خطر الإفلاس وتحفيز الاستثمار الحقيقي.

### أ- مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية

هي مجموعة الإجراءات التي يستخدمها البنك المركزي للتأثير على النشاط الاقتصادي من خلال استخدام التيسير الكمي التسهيلات الائتمانية ومعدلات الفائدة الاسمية الخالية من المخاطر (Sheedy September 2016).

وتعرف كذلك على أنها سياسة نقدية تستخدم وقت الأزمات يتم من خلالها تنفيذ دعما ائتمانيا معززا، وتسهيلات ائتمانية وتيسيرات كمية وتدخلات في العملة وفي سوق الأوراق المالية وتوفير السيولة بالعملة المحلية والأجنبية، كل ذلك بهدف دعم سير عمل القطاع المالي وحماية الاقتصاد الحقيقي من تداعيات الأزمات (علي 2013)، وتسعى السلطة النقدية من خلال تطبيق هذه السياسة إلى تحقيق جملة من الأهداف نوجزها فيما يلي:

- ✓ التأثير في الاقتصاد باستهداف المتغيرات الاقتصادية كالتضخم والتشغيل، مستوى الإنتاج..إلخ.
- ✓ تجنب الإفلاس وعدم الوفاء بالالتزامات المالية، حيث يعتبر الإفلاس وعدم قدرة المقرضين على الوفاء بالالتزامات المالية اتجاه المقرضين من أهم مظاهر الأزمات المالية، إلا أن تبني السياسة النقدية غير التقليدية يعمل على تجنب هذا الأثر وفق ما يوفره البنك من خطط نقدية لإنقاذ المؤسسات المهددة بالإفلاس والحفاظ على أصولها من الانهيار، واستعادة الثقة المصرفية للأسواق المالية، والحد من انتقال تداعيات ذلك إلى مناطق أخرى من العالم في ظل العولمة وترابط الأسواق المالية (أحمد جوان 2018).
- ✓ التأثير في معدل الفائدة طويل الأجل من خلال قيام البنوك المركزية بشراء الأصول طويلة الأجل لمعالجة الأزمات المالية بسبب انخفاض المعروض منها من قبل المستثمرين، ارتفاع أسعارها وانخفاض معدلات الفائدة طويلة الأجل.

### 1-2- شروط تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية

نظرا للظروف الاقتصادية غير الاعتيادية يتطلب تنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية مجموعة من الشروط لتفادي تحولها من سياسة لمعالجة الأزمات إلى سياسة يجب التحوط منها، وتتلخص هذه الشروط فيما يلي:

- تناسب الإجراءات النقدية غير التقليدية مع حجم خلل النظام المالي الذي يعاني منه الاقتصاد.
- إعلام البنوك التجارية والمؤسسات المالية والاقتصادية بالإجراءات النقدية غير التقليدية المطبقة من البنك المركزي باعتبارهم أحد الأدوات الهامة التي تركز عليها السلطة النقدية لمساهمتهم في إعادة التمويل وإصلاح الموازنة العامة.
- تعزيز الإدارة الاقتصادية من خلال تحليل وتقييم انعكاسات السياسة النقدية غير التقليدية على الأداء الاقتصادي.

### 1-3- مفهوم سياسة التيسير الكمي

نظرا لحدائثة اعتماد وتطبيق هذه السياسة من طرف البنوك المركزية تعددت التعاريف الخاصة بها.

فقد عرفها البنك المركزي الإنجليزي على أنها" شكل من أشكال السياسة النقدية غير التقليدية يعتمد على البنك المركزي بهدف تحفيز الاقتصاد من خلال تخفيض معدلات الفائدة إلى أدنى مستوياتها وتعزيز الإنفاق للوصول إلى هدف التضخم بنسبة 2%، ويشير البنك إلى أن هذه السياسة تعتمد على خلق النقود الائتمانية بدلاً من طبع المزيد من النقود" (Bank of England 2018).

وتعرف كذلك على أنها" عملية ضخ الأموال في السوق على شكل أصول مالية بهدف اغراق السوق بالسيولة وتخفيف الاقتصاد عن طريق تخفيض البنوك المركزية لمعدلات الفائدة ودخولها كوسيط في عملية منح الائتمان لتعويض التعثر الذي تشهده الوساطة الخاصة (النواب 2017).

وتستهدف سياسة التيسير الكمي شراء مجموعة من الأصول المالية مختلفة المصادر تكون درجة مخاطرها الائتمانية عالية جدا والغرض منها تنقية الأسواق المالية من الأصول السامة خاصة تلك التي ظهرت بعد الأزمة المالية العالمية 2008، كما يمكن أن تكون هذه الأصول عبارة عن أسهم لأحدى المؤسسات التي تعاني من خطر الإفلاس وذات الوزن الاقتصادي الكبير.

ينضح من خلال ما سبق أن سياسة التسهيل الكمي تتشابه في أسلوب تنفيذها عمليات السوق المفتوحة والإصدار النقدي غير أن تبقى بعض الفروقات الجوهرية نشير إليها من خلال ما يلي:

أ- **سياسة التسهيل الكمي وعمليات السوق المفتوحة:** تتشابه استراتيجية عمل سياسة التيسير الكمي والسوق المفتوحة إلى حد كبير، حيث يتدخل البنك المركزي كمشتري للأوراق المالية في كلتا العمليتين غير أن القيمة المالية لبرامج التيسير الكمي أكبر بكثير من القيمة المالية لعمليات السوق المفتوحة التي تكون خلال مدة زمنية قصيرة لا تتعدى شهور قليلة أو حتى أسبوع بينما الأولى تمتد إلى سنوات، هذا بالإضافة إلى بعض الفروقات يمكن إيجارها في النقاط التالية:

✓ يتم اعتماد عمليات السوق المفتوحة في الحالة الطبيعية للاقتصاد بهدف التأثير على معدلات الفائدة قصيرة الأجل عموماً بقيم صغيرة جداً، بينما سياسة التيسير الكمي يتم اللجوء إليها في حالة الأزمات المالية عندما تكون معدلات الفائدة قصيرة الأجل بقيم قريبة من الصفر أو صفرية (مصدية السيولة)، وهذا حتى يتم تحفيز الطلب الكلي والنشاط الاقتصادي.

يقوم البنك المركزي من خلال عمليات السوق المفتوحة بشراء سندات الخزينة قصيرة الأجل، بينما من خلال برامج التيسير الكمي تقوم بشراء الأوراق المالية طويلة الأجل التي تكون درجة مخاطرها الائتمانية مرتفعة، كالأوراق المالية المضمونة برهن عقاري، سندات الخزينة... الخ.

✓ يحظر على البنوك المركزية في معظم الدول المتقدمة قانوناً شراء الديون الحكومية بطريقة مباشرة من الحكومة، ويجب شراؤها من السوق الثانوي، وبموجب هذه العملية تبيع الحكومة السندات للقطاع الخاص ثم يشتريها البنك المركزي وهذا ما يعرف بتنفيذ الديون، بينما تسمح سياسة التيسير الكمي للبنك المركزي الشراء بطريقة مباشرة لاحتلاله دور الوساطة المالية.

✓ سياسة التيسير الكمي يمكن أن تدفع بالمعدلات الطويلة الأجل إلى مستويات أقل حتى عندما تكون المعدلات القصيرة الأجل قريبة من الصفر، وهو ما تعجز عمليات السوق المفتوحة.

✓ تشارك السياستين نفس الهدف النهائي وهو تحفيز النمو الاقتصادي، غير أن الهدف الوسيط يختلف حيث عند القيام بعمليات السوق المفتوحة يكون الهدف الوسيط هو أسعار الفائدة بينما في سياسة التيسير الكمي يكون الكتلة النقدية.

ب- **سياسة التيسير الكمي و عمليات الإصدار النقدي:** تعتمد كل من السياسة التيسير الكمي وعمليات الإصدار النقدي على مبدأ ضخ كتلة نقدية زائدة في السوق لمعالجة الركود الاقتصادي كهدف نهائي، غير أن عمليات الإصدار النقدي تنفذ بمقابل تغطية قد تكون ذهباً أو عملات أجنبية في حالة عجز الموازنة أو سداد دين الحكومة، على عكس عمليات التيسير الكمي التي تعتمد على خلق نقود ائتمانية من أجل معالجة الأزمات الاقتصادية نظراً لتعثر أداء وفعالية أدوات السياسة النقدية التقليدية.

اعتمد البنك الإنجليزي أدوات نقدية غير تقليدية تعتبر جزءاً من سياسة التيسير الكمي وتتمثل في (Renversez 2014):

1. Extended Collateral Term Repo Facility هي عبارة عن احتياطي من السيولة موجه للاستجابة للضغوط ذات الطابع المتزايد يتم تقديمها في شكل خطوط سيولة تفتح بشكل شهري.
2. Funding For Lending scheme تسمح هذه السياسة للبنوك بالحصول على التمويل على المدى الطويل بمعدلات فائدة أقل عن معدلات الفائدة السائدة في السوق.

وقد استخدمت البنوك المركزية لمنطقة اليورو كباقي البنوك العالمية عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل كشكل من أشكال التيسير الكمي خلال عملية توسيع الأصول التي تستخدمها البنوك كضمان إضافي يمكن أن تقدمها للبنك المركزي الأوروبي مقابل اليورو.

#### أ- آلية تأثير سياسة التيسير الكمي على الاقتصاد

تؤثر سياسة التيسير الكمي على الاقتصاد من خلال الأساليب التالية:

- الربط بين سعر الفائدة وأسعار الأصول المالية: تؤثر سياسة التسهيل الكمي على أسعار الأصول المالية بواسطة سعر الفائدة من خلال العديد من القنوات منها ما يلي:

- قناة توجيه استباقات المتعاملين Forward guidance: تتيح هذه القناة توفير المعلومات حول إعداد السياسة النقدية المستقبلية للمؤسسات والمتعاملين الاقتصاديين، ويتم استخدامها كطريقة لتنفيذ سياسة توسعية والتأثير على معدل الفائدة والتضخم والبطالة حالات الأزمات (E.O. December 2014 p 01/03)، حيث تسمح هذه القناة للبنك المركزي بوضع شروط نقدية مسبقة محددة لنسب المتغيرات الاقتصادية تتماشى مع طموحاتهم حتى يتم استعادة الثقة في مختلف الأسواق، وقد وضحت نماذج الاقتصاد الكينزي الجديد Keynesienne economy models آلية عمل هذه القناة حيث أن استباق المتعاملين لارتفاع الدخل الحقيقي ولارتفاع المستوى العام للأسعار في الفترة المستقبلية مما يحفزهم على رفع إنفاقهم الحقيقي، ما سيؤدي إلى ضغوط تضخمية، وعليه سيعمل البنك المركزي على تحقيق معدل معين للتضخم انطلاقاً من رفع معدلات الفائدة قصيرة الأجل بهدف احتواء ارتفاع مستوى الإنفاق وكبح ارتفاع الأسعار.

- قناة الأصول: يقوم البنك المركزي من خلال قناة الأصول بتوفير السيولة اللازمة في الأسواق من خلال شراء السندات طويلة الأجل عالية المخاطرة مما يؤدي إلى تقليل معدل العائد عليها نتيجة انخفاض العرض وارتفاع أسعارها، هذا ما يحفز المستثمرين على شراء سندات مشابهة مما يساهم في انخفاض العائد على الأصول الأخرى ويرفع من حجم الإقراض (Jens H.E Christinsen and James M.Gillan 2015,p8)، ولإنجاح تأثيرها على أسعار الأصول يتطلب الأمر وجود إحلال غير كامل بين النقود والأصول طويلة الأجل لتقادي ظاهرة الاكتناز.

- قناة سعر الصرف: يمكن أن تؤثر سياسة التيسير الكمي بشكل كبير على أسعار صرف العملات، فانخفاض أسعار الفائدة على الأصول المالية خاصة السندات، يجعلها أقل جاذبية للمستثمرين، مما يدفعهم إلى استبدال أموالهم المحلية بالأموال الأجنبية للاستثمار في الأصول ذات العوائد المرتفعة، ويترتب على هذا الإجراء تدفق رأس المال إلى الخارج وخفض الطلب على العملة المحلية نتيجة انخفاض قيمتها وهذا ما يؤثر إيجابياً على تنافسية صادرات الدولة بالمقابل ارتفاع تكلفة السلع المستوردة مما يعزز توقعات التضخم وهو أحد أهداف التسهيل الكمي.

- الربط بين أسعار الأصول والنفقات: تؤدي سياسة التسهيل الكمي إلى ارتفاع أسعار الأصول المالية وحجم النفقات من خلال:

- **أثر تكلفة رأس المال:** تسعى سياسة التيسير الكمي إلى توسيع القاعدة النقدية للبنوك التجارية بهدف تخفيض تكلفة رأس المال المقترض من طرف المستثمرين والأسر بما يدعم الاستهلاك والاستثمار عن طريق زيادة الحوافز للاقتراض والحد من الحوافز على الادخار.

ويعد موضوع رأس المال المخاطر من المواضيع التي لقيت اهتماما كبيرا خلال السنوات الأخيرة، و يثير مصطلح رأس المال المخاطر بعض الغموض نتيجة حداثة هذا المصطلح حيث بدأ يتبلور إلى قرابة عقدين أو ثلاثة عقود، كما أن مضمون هذا مصطلح يتضمن أنماط تمويل عديدة (سحنون بلا تاريخ).

- **أثر الثروة:** تمثل الزيادة في أسعار الأصول زيادة حقيقة في الثروة الصافية لحملة تلك الأصول، مما يشجعهم على زيادة الإنفاق سواء الاستهلاكي أو الاستثماري وقد يترتب على ذلك تحسن مستوى الإنتاج والنمو نتيجة خلق قيمة مضافة في الاقتصاد.

و يمكن تلخيص آلية تأثير سياسة التيسير الكمي على الاقتصاد في الشكل التالي:

### الشكل رقم 01: آلية تأثير سياسة التيسير الكمي على الاقتصاد



## 2- مناخ الاستثمار

تكمن أهمية مناخ الاستثمار وبيئة أداء الأعمال في الاقتصاديات الوطنية في المساهمة في تطوير معدل تراكم رأس المال، توسيع القاعدة الإنتاجية للاقتصاد وتحسين معدلات النمو الاقتصادي، لذا تسعى الحكومات إلى توفير الشروط العامة التي تروج من خلالها للقطر وللفرص الاستثمارية المتاحة لجذب اهتمام المستثمرين الوطنيين والأجانب.

**1-2- مفهوم مناخ الاستثمار:** يعتبر المناخ الاستثماري نتاج تفاعل العوامل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية التي تؤثر على ثقة المستثمر وتعمل على تشجيعه وتحفيزه إلى استثمار أمواله في دولة ما دون الأخرى، وقد عرفه البنك الدولي على أنه "السياسة والبيئة المؤسسية السلوكية، سواء الحالية أو المتوقعة التي من شأنها أن تؤثر على العائدات والمخاطر المرتبطة بالاستثمار (group 2015, p 09).

كما عرف على أنه "مجمّل الظروف والأوضاع السياسية والأمنية، الاقتصادية والاجتماعية، القانونية الإدارية والمؤسسية السائدة في بلد ما والتي تؤثر على نجاح المشروع الاستثماري، حيث تتفاعل هذه المتغيرات فيما بينها لتولد أوضاعا جديدة يمكن أن تساعد على جذب الاستثمارات أو تؤدي إلى تغييرها" (زعباط 21/20 أبريل 2004).

ويتميز المناخ الاستثماري المستقر والمحفز والجاذب للاستثمار بعدم وجود عجز في الميزانية العامة ويقابله عجز مقبول في ميزان المدفوعات، ومعدلات متدنية للتضخم وسعر صرف غير مغالى فيه، وبنية سياسية ومؤسسية مستقرة وشفافة يمكن التنبؤ من خلالها لأغراض التخطيط المالي والتجاري والاستثماري.

## 2-2- العوامل المؤثرة في مناخ الاستثمار:

يتأثر مناخ الاستثمار بمجموعة عوامل تحدد مدى ملائمة البيئة الاستثمارية ودرجة جاذبيتها لاستقطاب وتوطين الاستثمار، وتحقيق معدلات تبادلات تجارية متزايدة في الأسواق المفتوحة ترفع بدورها معدل النمو الاقتصادي، ويمكن حصر العوامل الاقتصادية فيما يلي:

- أ- **العوامل الاقتصادية:** تضم مجموعة العناصر الدالة على مستوى أداء الاقتصاد ومن أهمها:
  - ✓ **استقرار السياسة الاقتصادية:** ينظر إلى السياسة الاقتصادية بخصوص المناخ الاستثمار من خلال ثلاث سياسات فرعية هي السياسة المالية و السياسة النقدية و سياسة التجارة الخارجية.
  - ✓ **السياسة المالية:** تؤثر السياسة المالية إيجابا على مناخ الاستثمار من نواحي عديدة أهمها مدى تحكم الدولة في موازنتها العامة ومدى التزامها بتقديم حوافز مالية كالإعفاءات أو التخفيضات الضريبية والجمركية، توجيه إنفاق الدولة نحو تهيئة البنى التحتية والهياكل القاعدية... الخ.
  - ✓ **السياسة النقدية:** تؤثر السياسة النقدية على مناخ الاستثمار بشكل كبير من خلال أسعار الفائدة وسعر الصرف ومعدل التضخم، فالتقلبات المفاجئة لأسعار الصرف والفائدة لها تأثير سلبي على المناخ الاستثماري قد تعرض المستثمر لخسارة غير متوقعة، كما أن لمعدلات التضخم تأثير مباشر على سياسات التسيير، وحجم الأرباح، وحركة رأس المال كما تؤثر على تكاليف الإنتاج التي تهتم بها الشركات، وعليه فارتفاع معدلاته يؤدي إلى إفساد مناخ الاستثمار (دياب 2010، ص:304).
  - ✓ **السياسة التجارية:** تساهم هذه السياسة في تحسين مناخ الاستثمار كلما كانت تحررية، محفزة لتنمية الصادرات وتتجه نحو تخفيض التعريفات الجمركية.
  - ✓ **درجة الانفتاح الاقتصادي:** يميل الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول التي تأخذ بمبدأ الحرية في التجارة الدولية والانفتاح الاقتصادي، لأن إزالة الحواجز الجمركية ومختلف القيود التجارية يؤدي إلى الرفع من معدلات التبادل التجاري الدولي هذا من جانب، ومن جانب آخر يؤدي إلى انخفاض أسعار السلع المستوردة، مما يعود بالنفع على الدول من خلال زيادة الدخل الإجمالي وإتاحة الفرص أمام المنتجين بالتوجه نحو أي فرع من فروع الإنتاج التي تمكنهم من توظيف أموالهم بفعالية أكبر.
  - ✓ **قوة الاقتصاد المحلي ونموه:** من بين العوامل المحددة لقوة الاقتصاد والمؤثرة في مناخ الاستثمار ما يلي:
    - الموارد الطبيعية المتاحة في البلد.
    - مدى كفاءة الجهاز المالي والمصرفي وحجم ونوعية الخدمات التي يقدمها.
    - حجم السوق ومرونة سوق العمل.
    - استقرار في أداء المتغيرات الاقتصادية الكلية.
    - درجة التنافسية على المستوى المحلي والخارجي.
    - درجة التحكم في مخاطر الاستثمار.
    - التقدم التكنولوجي.
  - ✓ **الحوافز الاستثمارية:** تلعب حوافز الاستثمار التي تمنحها الدولة المضيفة دورا هاما و محددا لجذب خاصة الاستثمار الأجنبي المباشر لاسيما عندما تمنح لتكون عوضا عن انعدام المزايا النسبية، بحيث تساهم في تخفيض تكاليف إنشاء المشروعات مما يتيح إمكانية تحقيق عوائد مرتفعة، وقد تأخذ هذه الحوافز شكل الإعانات الحكومية المباشرة لتغطية جزء من تكاليف رأس المال، الإنتاج، التسويق، أو شكل توفير الخدمات الأساسية كترويد المستثمر بالمعلومات السوقية وتوفير المواد الخام توفير البنى التحتية (نذير 2005، ص: 122، 121).
- أ- **العوامل غير الاقتصادية:** وتتمثل في العناصر التي تؤثر بطريقة غير مباشرة في النشاط الاقتصادي من خلال تسهيل العمل الاقتصادي وتيسيره و توفير البيئة المناسبة للأعمال، نذكر منها:

✓ **الاستقرار السياسي والأمني:** يعد الاستقرار السياسي والأمني من أهم العوامل المؤثرة في مناخ الاستثمار فكما تمتع البلد بظروف سياسية مستقرة خالية من الاضطرابات ونظام سياسي يتميز بالوضوح والشفافية في تسيير الشؤون الاقتصادية وكذا بالحرية والديمقراطية، كلما ساهم ذلك في تحسين مناخ الاستثمار وكان ذلك حافزا لزيادة تدفقات الاستثمارات المحلية الدولية.

**الإطار القانوني و التنظيمي:** إن تبني الدولة لقواعد قانونية مرنة ومسايرة للتطورات الدولية يعتبر حافزا لجذب على اعتبار أن المحددات القانونية أصبحت أحد العناصر الأساسية في تحسين مناخ الاستثمار كونها تمنح الثقة والضمانات اللازمة للمستثمر الأجنبي، خاصة إذا تميزت بما يلي (محمد 2005، ص:27):

- جود قانون موحد للاستثمار يتميز بالوضوح و الاستقرار و الشفافية و متوافق مع القواعد و لتنظيمات الدولية.
- وجود ضمانات كافية لحماية المستثمر من المخاطر السياسية.
- وجود نظام قضائي قادر على تطبيق القوانين وحل النزاعات القائمة بين المستثمر و الدولة المضيفة بكفاءة عالية.

### 3- دراسة تحليلية لأثر سياسة التيسير الكمي على مناخ الاستثمار في اليابان والولايات المتحدة الأمريكية

في إطار تحسين الأداء الاقتصادي وبيئة الاستثمار قررت البنوك المركزية، في اليابان والولايات تبني سياسة التيسير الكمي وأعلنت عدم التوقف عنها حتى يتحقق هدفان رئيسيان:

- الهدف الأول وهو رفع معدلات التضخم حتى تصل أو تفوق مستوى التضخم المستهدف وهو 2%، ومن المعروف أن ميل التضخم نحو الانخفاض يرفع من احتمالات مواجهة الاقتصاد مخاطر الانكماش السعري ذو الآثار السلبية على الاقتصاد منها: انخفاض الاستهلاك وبالتالي انخفاض نسبة الاستثمار و انخفاض مستويات النمو.

- الهدف الثاني هو الوصول معدل البطالة إلى المستوى الطبيعي وهو حوالي 4% إلى 5%.

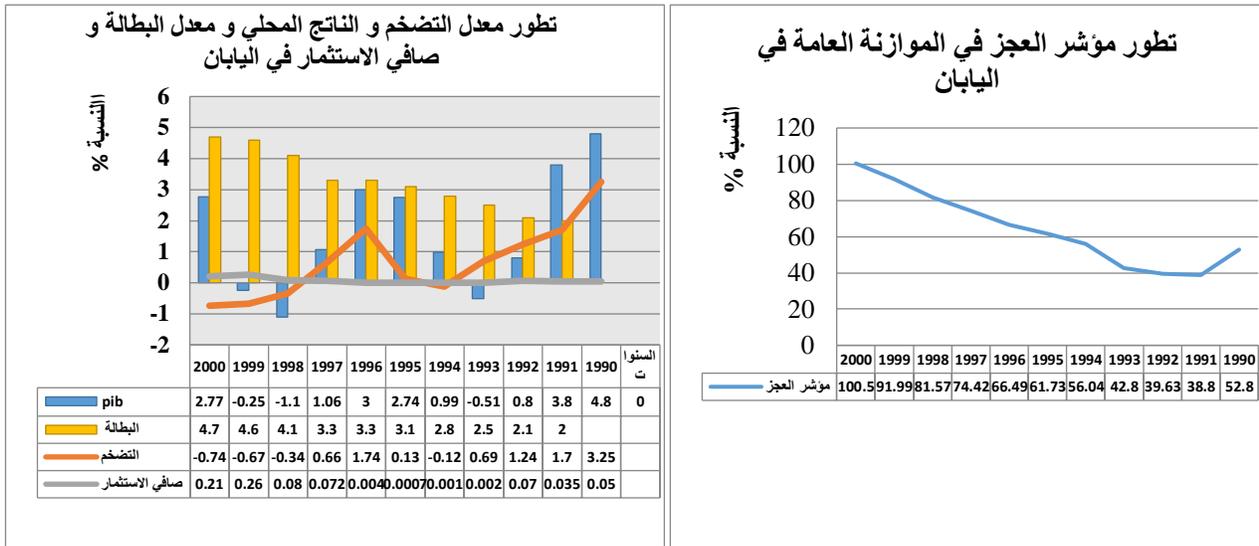
وفي ما يلي تحليل لأثر سياسة التيسير الكمي على مناخ الاستثمار في اليابان والولايات المتحدة الأمريكية.

### 3-1- سياسة التيسير الكمي وأثرها على مناخ الاستثمار في اليابان

طبقت سياسة التيسير الكمي لأول مرة من طرف البنك المركزي الياباني سنة 1990 نتيجة لركود الاقتصاد الياباني بعد انفجار أزمة فقاعة السندات التي شهدتها اقتصادها خلال الفترة 1990/1985 وانخفاض مؤشر سوق المال الياباني نيكياي (Nikkei)، وعلى أثر ذلك قام البنك المركزي بخفض معدل الفائدة الاسمي تدريجيا ليصل إلى 0% بين مارس 1999 و جوان 2000، وتخفيض سعر صرف الين محاولا بذلك الخروج من الأزمة وإعادة رسملة البنوك ومعالجة التباطؤ في النمو الاقتصادي وجذب اهتمام المستثمرين الأجانب، غير أن كل هذه السياسات أثبتت عدم فاعليتها والسبب في ذلك (John Greenwood 2017, p19)، هو أن عرض النقود (M2) قد انخفض في سبتمبر 1992 بشكل لم يسبق له مثيل مما أدى إلى تراجع أداء الاقتصاد خاصة خلال الفترة 1994/1992، حيث بقي الناتج المحلي الإجمالي الاسمي في حالة هبوط مطولة الأمر الذي أدى إلى ضعف نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي جنبا إلى جنب مع الانكماش المستمر، وقد رافق هذا الانخفاض تصاعد في معدلات البطالة التي تجاوزت نسبة 2.5% بعدما كانت مستقرة عند 2% سنة 1991، وتسجيل مستويات متدنية في معدل التضخم، حيث بلغت أدنى قيمة له -0.12% سنة 1993، كما سجل مؤشر العجز في الموازنة العامة كنسبة من الناتج المحلي تطورا ملحوظا حيث تجاوزت نسبته 56% سنة 1994 بعدما قدرت في حدود 38% سنة 1991.

وقد أثرت هذه المتغيرات على حجم التدفقات الوافدة من الاستثمار الأجنبي، حيث بلغت نسبة صافي الاستثمارات الوافدة إلى اليابان سنتي 1995/1993 حوالي 0.003% و 0.007% على التوالي. (الشكل 2).

الشكل رقم 2: تطور بعض المؤشرات الاقتصادية الكمية المؤثرة على مناخ الاستثمار في اليابان 2000/1990.



المصدر: إحصائيات البنك الدولي data.albankaldawli.org  
<https://ar.tradingeconomics.com/japan>

أكد التراجع في الأداء الاقتصادي الياباني لاسيما انخفاض حجم الاستثمارات الأجنبية الوافدة على حدود سياسة الإنعاش الحكومي، لذا كان من الضروري على الحكومة اليابانية إتباع استراتيجيات تدفع بعجلة النمو الاقتصادي، وعلى أثر ذلك أدخلت بعض المرونة على السياسة النقدية من خلال التخفيض التدريجي لمعدل الفائدة الاسمي، وقد ساهمت هذه الإستراتيجية النقدية في تحسن مناخ الاستثمار، حيث سجل معدل الناتج المحلي الإجمالي تطورا بلغ 2.74 % و 3% و 2.77% خلال 1995 و 1996 و 2000 على التوالي، كما سجل معدل التضخم نسبة قريبة من نسبة التضخم المستهدف سنة 1995 حيث قدرت ب 1.75 %، واستقر معدل البطالة في حدود 3 % خلال الفترة 1997/1995، كما شهد الاقتصاد أيضا نمو قويا للاستثمار المباشر من قبل الشركات الأجنبية منذ سنة 1997 حيث ازدادت قيمة الاستثمارات من 13.4 مليار ين في سنة 1998 إلى ما يقارب 24 مليار سنة (BARBET s.d.) 1999، وقد تركزت هذه الاستثمارات في قطاع الصناعات التحويلية لاسيما القطاعين الكيميائي والميكانيكي.

إن التحسن الذي شهده مناخ الاستثمار الياباني بعد تخفيض أسعار الفائدة إلى مستويات دنيا لم يدم طويلا ويرجع السبب في ذلك انفجار أزمة الفقاعة التكنولوجية سنة 2000 والانعكاسات السلبية للأزمة الآسيوية 1997، وفي ظل هذه الظروف اعتمدت الحكومة اليابانية شكل آخر من سياسة التسيير الكمي خلال الفترة (2001-2006) يعتمد على شراء الأصول المالية محاولة بذلك معالجة الركود الاقتصادي ومنع انخفاض الأسعار وتحسين بيئة الاستثمار وزيادة تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث قدم البنك على شراء 37 ترليون ين من الأوراق المالية تشمل السندات الإذنية والسندات الحكومية، فواتير التمويل قصير الأجل موسعا بذلك ميزانية البنك المركزي من 115.3 إلى 152.3 ترليون

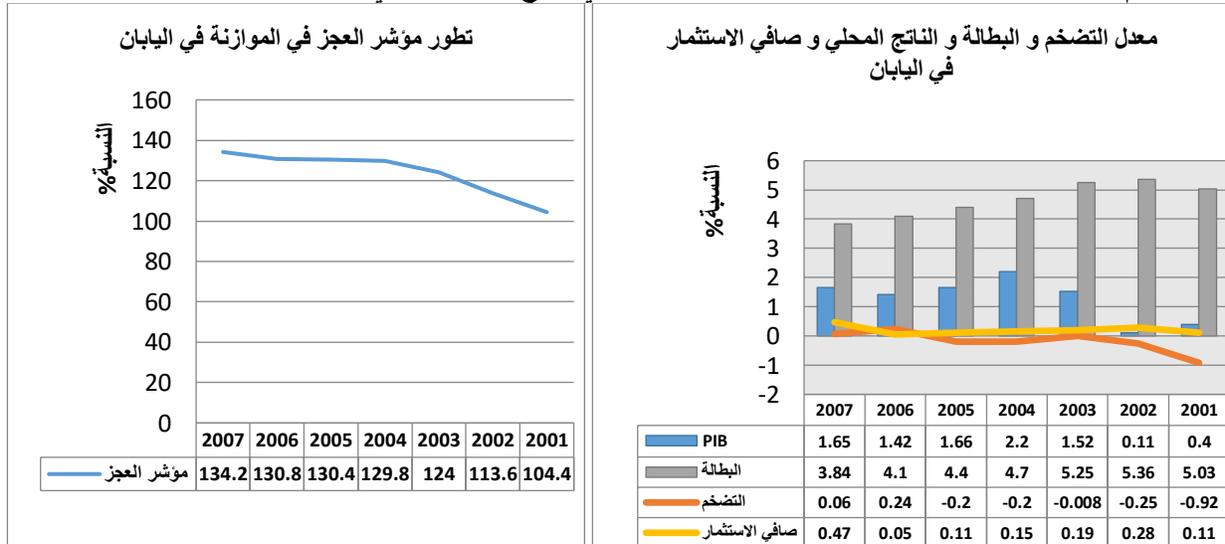
ين، ورفع القاعدة النقدية بنسبة 70%، وفي ظل هذه الظروف اعتمد مجلس الاستثمار الياباني سنة 2003، برنامجاً من خمس نقاط لتشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر دعياً للحكومة إلى:

- جعل العمليات الإدارية أوضح وأبسط وأسرع.
  - تحسين بيئة الأعمال التجارية عن طريق تسهيل عمليات الاندماج والاستحواذ عبر الحدود.
  - خلق بيئة عمل وبيئة مواتية للمقيمين الأجانب في اليابان.
  - تحسين الجهود المحلية لجذب الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال استخدام المناطق الخاصة للإصلاح الهيكلي.
  - نشر معلومات عن فرص الاستثمار على الصعيدين المحلي والدولي.
- وفي سنة 2006، وافقت الحكومة على برنامج مجلس الاستثمار الياباني محاولة من خلاله تحقيق هدف زيادة مخزون اليابان من الاستثمار الأجنبي المباشر بما يعادل 5٪ من الناتج المحلي الإجمالي للبلاد بحلول سنة 2010.

وقد ساهمت هذه الإجراءات في تعافي الاقتصاد و تحسن مناخ الاستثمار، اتضح ذلك من خلال ارتفاع أسعار الأسهم وتطور أداء بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية خلال الفترة 2007/2001 حيث سجل PIB تطوراً بلغت أعلى نسبة له 2.24 % سنة 2004 بعدما سجل ما نسبته 0.11 % سنة 2002، كما انخفض معدل البطالة إلى 3.8 % سنة 2007 بعدما تجاوز 4.5 % خلال السنوات السابقة، وبلغ الدين العام الحكومي أقصى قيمة له سنة 2007 بنسبة قدرت ب 134.21 % ويرجع ذلك إلى التوسع في شراء الأصول المالية، أما معدل التضخم فقد سجل قيم موجبة سنوية 2007/2006 بنسب قدرت ب 0.24 % و 0.06 % على الترتيب. (الشكل 3)

أما بالنسبة لصادفي التدفقات الوافدة من الاستثمار الأجنبي المباشر فقد شهدت تناوباً ما بين الانخفاض والارتفاع بالرغم من الإصلاحات النقدية والتسهيلات الاستثمارية، فقد سجل صافي التدفق من الاستثمار الأجنبي المباشر أعلى قيمة له سنة 2007 بما يعادل 0.47 % بعدما حقق سنة 2006 ما نسبته -0.05 %. (الشكل 3)

### الشكل رقم 3: تطور بعض المؤشرات الاقتصادية المؤثرة في مناخ الاستثمار في اليابان خلال الفترة 2007/2001



المصدر: إحصائيات البنك الدولي data.albankaldawli.org

نتيجة للتحسن الاقتصادي النسبي و بيئة الاستثمار، قرر البنك المركزي الياباني في النصف الثاني من سنة 2006 رفع معدل الفائدة الاسمي بنسبة 0.25%، وهو يبعث بذلك رسالة مفادها أن حالة الاقتصاد الياباني في تحسن ويحاول إلحاق معدل الفائدة الياباني الاسمي بمستويات معدلات الولايات المتحدة الأمريكية (بلوفاي بلا تاريخ).

وبالرغم من هذا التحسن قد واجهت سياسة التيسير الكمي خلال الفترة 2006/2001 ثلاثة مشاكل أساسية وانتقادات أدت إلى إنهاء العمل بها في أبريل 2006، تمثلت هذه المشاكل في:  
**أولاً:** كان حجم عمليات شراء الأصول صغيراً جداً.

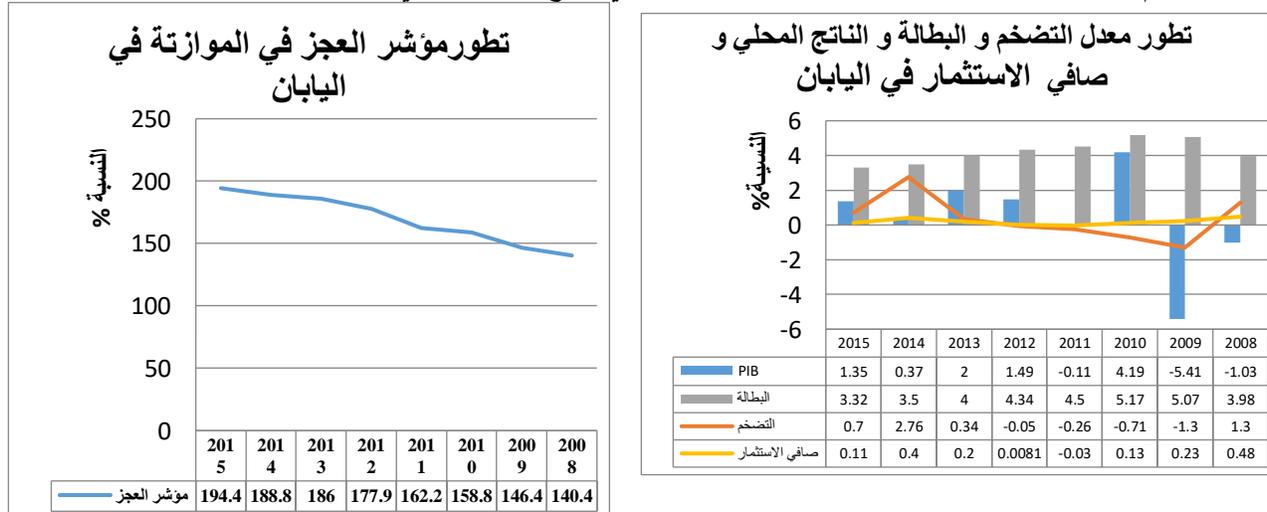
**ثانياً:** قيام بنك اليابان بشراء سندات حكومية يابانية من البنوك التجارية أدى إلى زيادة القاعدة النقدية غير أن هذه الخطوة كان تأثيرها ضئيلاً على M2 أو نمو النقود الواسع.

**ثالثاً:** انخفاض حيازات البنك المركزي الياباني للأوراق المالية قصيرة الأجل بشكل حاد لأن نصف مشتريات بنك اليابان في شكل فواتير تمويل قصيرة الأجل محتفظ بها بالكامل من قبل البنوك، لهذا السبب تم إنهاء برنامج التسهيلات الكمية في أبريل 2006.

وبعد أزمة 2008 اعتمد البنك الياباني سياسة التيسير الكمي للمرة الثالثة محاولاً بذلك معالجة آثار الأزمة بزيادة مؤشر أسعار المستهلكين بنسبة 1% واستهداف التضخم من خلال شراء الأصول المالية، حيث تم توسيع الميزانية العمومية لبنك اليابان من 121 تريليون ين في أكتوبر 2010 إلى 164 تريليون ين بحلول 2013 إلا أن هذا التوسع قابله انخفاض في حيازات بنك اليابان للأصول الأخرى، مما ضعف من فعالية برنامج التيسير الكمي.

و كنتيجة لزيادة حجم الدين العام حيث تجاوز ما نسبة 146% سنة 2009، وهذا ما أثر سلباً على أداء بعض المتغيرات الاقتصادية، حيث سجل معدل نمو الناتج المحلي تراجع كبير قدرت نسبته - 4.38% سنة 2009، كما تراجع معدل التضخم إلى -1.3% بعدما حقق ما نسبته 1.3% سنة 2008 وتجاوز معدل البطالة 5% بالإضافة تراجع استثمارات الشركات في اليابان بنسبة 17.6% في الربع الرابع من سنة 2008 وانخفاض الأجور، والميل إلى الاستهلاك أكثر من الادخار بسبب انخفاض معدل الفائدة إلى الصفر، هذا علاوة على توجه العائلات إلى الاستثمار في العقارات نظراً لانخفاض أسعارها.. (الشكل 4).

الشكل رقم 4: تطور بعض المؤشرات الاقتصادية المؤثرة في مناخ الاستثمار في اليابان خلال الفترة 2015/2008



المصدر: إحصائيات البنك الدولي [data.albankaldawli.org](http://data.albankaldawli.org) و [perspective.usherbrooke.ca/bilan/servlet/BMTendanceStatPay](http://perspective.usherbrooke.ca/bilan/servlet/BMTendanceStatPay)

وفي نهاية سنة 2008 قامت الحكومة اليابانية بتشكيل لجنة خبراء مخصصة بتعزيز الاستثمار الأجنبي المباشر لدراسة وتقديم توصيات حول سبل تحسين مناخ اليابان للاستثمار الأجنبي، وقد أصدرت هذه اللجنة توصيات هامة في هذا الإطار من أبرزها ما يلي:

- تحسن قواعد اليابان للاندماج والاستحواذ.
- إجراء فحص شامل لأنظمة الاستثمار الأجنبي المباشر المتعلقة بالأمن القومي.
- تحديد القطاعات ذات الأولوية للاستثمار الأجنبي المباشر التي سيكون لها تأثير إيجابي على الاقتصاد الياباني ونوعية الحياة.
- خفض تكاليف الأعمال بما في ذلك خفض معدلات الضريبة على الشركات، وتعزيز الشفافية التنظيمية.
- وضع خطة إستراتيجية لتحفيز وتنشيط الاقتصاديات الإقليمية من خلال استخدام وجذب رؤوس الأموال الأجنبية.
- إنشاء مراكز دعم الاستثمار في اليابان في المناطق الحضرية الرئيسية لتوفير المعلومات المتعلقة بالاستثمار وخدمات الدعم.

بداية من سنة 2010 شهد الاقتصاد الياباني تطوراً ملحوظاً في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي والذي قدر بـ 4.19%، مع تحسن نسبي لمعدل التضخم، البطالة، في حين شهد الاقتصاد تراجعاً في صافي الاستثمار الأجنبي المباشر الوافد بالرغم من جهود الحكومة الساعية إلى جذبها، حيث سجل ما قيمته 0.13 % أي حوالي 7.4 مليار دولار.

وبحلول أبريل 2013 دخل اليابان في مرحلة أخرى من مراحل التيسير الكمي عرفت بسياسة التيسير الكمي و النوعي، الهدف منها هو تسريع التضخم في حدود 2%، وخلالها قرر البنك المركزي الياباني زيادة القاعدة النقدية من 60 إلى 70 تريليون ين سنوياً إلى 270 مليار ين نهاية عام 2014، أي ما يقارب 60% من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي، كما قرر زيادة أصول المخاطرة من خلال شراء 1 تريليون ين من الصناديق العامة المتداولة و 30 مليار ين من صناديق الاستثمار العقاري، وسعى بنك اليابان من خلال هذه السياسة إلى تحقيق ثلاثة أهداف.

❖ تخفيض أسعار الفائدة للجميع آجال الاستحقاق وكذلك أقساط المخاطر المدرجة في سعر الأصول من خلال التأثير بواسطة قناة سعر الفائدة.

❖ تشجيع المؤسسات المالية والمؤسسات الاستثمارية على إعادة التوازن لمحفظةهم لصالح القروض و / أو الأصول الخطرة من خلال التأثير بواسطة قناة الأصول المالية.

❖ الحفاظ على استقرار أسعار الأصول المالية من خلال التأثير بواسطة قناة التوقع.

و قد كانت التأثيرات المتوقعة من هذه السياسة على المتغيرات المالية والنقدية كما يلي:

✓ انخفاض في الأسعار الاسمية للأصول المالية وانخفاض معدلات إقراض البنوك المحلية في نفس الوقت من 1.0% إلى 0.9%.

✓ توقعات ارتفاع معد التضخم ب 1% أو 1.5%.

انخفاض قيمة الين: من بين المتغيرات الأكثر تأثراً سعر صرف العملة اليابانية حيث تمكن المستثمرون في المدى القصير، بما في ذلك صناديق التحوط الأجنبية، من بناء استراتيجيات مربحة للغاية حيث مثلت مشتريات غير المقيمين الجزء الأكبر من التغيرات في أسعار الصرف ومؤشر نيكي، مما ساهم في زيادة حصص غير المقيمين من الأسهم المحلية ومشتقاتها بـ 81000 مليار ين، مقارنة بـ 56000 مليار ين فقط للمؤسسات المالية المحلية التي استثمرت 82000 مليار ين في الأوراق المالية الأجنبية.

إن دخول اليابان في مراحل متقدمة من برامج التيسير الكمي أدت إلى زيادة معدل نمو الناتج المحلي بنسبة 35.1% سنة 2015 مع تراجع لمعدل البطالة والتضخم وارتفاع نسبة دين الحكومة ليتجاوز 193 %، أثرت هذه المتغيرات على حجم الاستثمار الأجنبي الوافد حيث تراجع صافي الاستثمار الأجنبي إلى 0.11% بعدما حقق 0.4 % سنة 2014.

### 3-2- سياسة التيسير الكمي و أثرها على مناخ الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية

أعلن بنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) نهاية سنة 2008 خروجه عن وضعه التقليدي من خلال اعتماد الحكومة خطة لإنقاذ اقتصادها والتخفيف من حدة الأزمة المالية، ومعالجة بعض سلبياتها سواء الاقتصادية أو الاجتماعية عن طريق زيادة الإنفاق الحكومي بشقيه الاستثماري والاستهلاكي وتوفير السيولة لكامل النظام المالي بإتباعه مجموعة من الإجراءات تدرج تحت مظلة أداة التيسير الكمي، تمثلت الإجراءات في (Céline Choulet s.d.) :

- تضخيم الميزانية العمومية للبنك المركزي.
- شراء البنك المركزي للأصول المالية الممثلة في سندات الخزنة الأمريكية، سندات الديون والأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري الصادرة عن الوكالات من السوق الثانوية: حيث يقوم البنك المركزي بزيادة الأساس النقدي واستخدامه في شراء السندات الحكومية والخاصة طويلة الأجل من المصارف والمؤسسات المالية، من خلال عمليات السوق المفتوحة، بحيث تستخدم هذه الزيادة في الأساس النقدي في عمليات الإقراض من قبل البنوك لزيادة الائتمان للقطاع الخاص لكي تشجع الاستهلاك والاستثمار وزيادة التوظيف ومن ثم رفع مستويات الدخل والأرباح وانخفاض قيمة العملة وزيادة الصادرات وخلق فرص عمل جديدة.

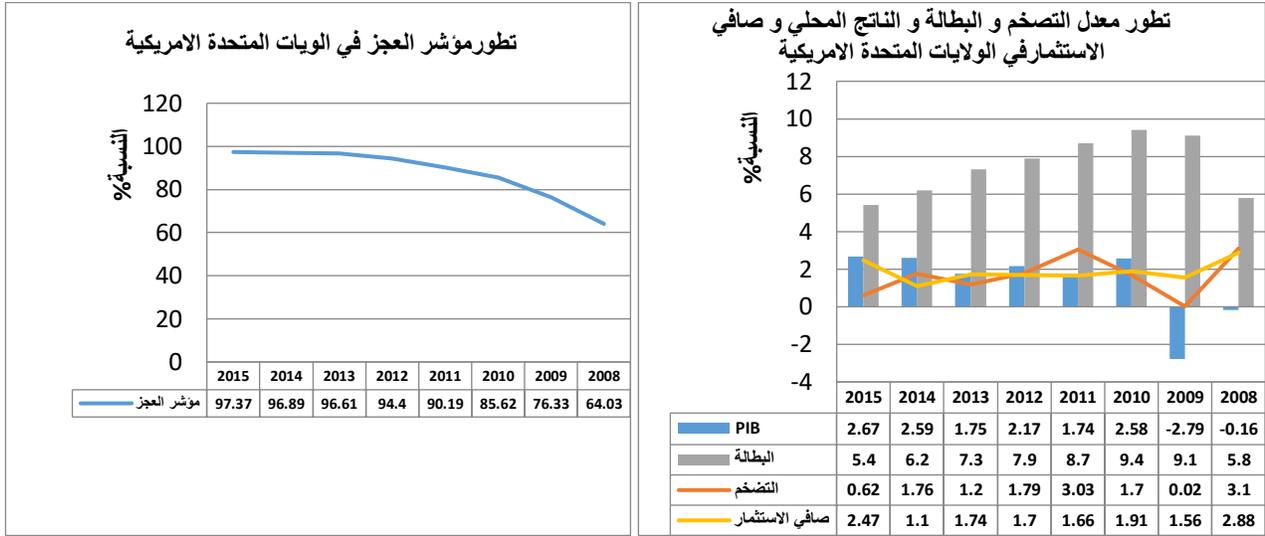
وقد قام بنك الاحتياطي الفيدرالي في المرحلة الأولى من تنفيذ هذه السياسة بتسهيل شروط الائتمان لشراء المنازل وبالتالي دعم الاستثمار في سوق العقارات من خلال تخفيض أسعار الفائدة على القروض البنكية والتزام بشراء 100 مليار دولار من السندات عالية المخاطرة و 500 مليار دولار من الأوراق المالية المدعومة بالأصول قروض الرهن العقاري.

وقد أدت هذه السياسة إلى زيادة حجم الديون الأمريكية بشكل كبير حيث تجاوز الدين العام الأمريكي ما نسبته 76% من الناتج الأمريكي بعدما قدرت نسبته ب 64.03% سنة 2008، وهذا ما أثر على الناتج المحلي الإجمالي حيث تراجع إلى - 0.16% و - 2.7% سنتي 2009/2008 على التوالي، و معدل التضخم حيث انخفض المستوى العام للأسعار إلى - 0.02% سنة 2009، بالإضافة إلى ارتفاع معدل البطالة حيث تجاوزت نسبتها 9% بسبب الآثار السلبية للأزمة المالية على الأداء الاقتصادي الأمريكي وتراجع أرباح الشركات الناشطة.

إن تأثير الأزمة المالية 2008 كان أكبر من تأثير سياسة التيسير الكمي في مرحلته الأولى على تدفق الاستثمار الأجنبي، حيث تسببت هذه الأزمة في تراجع صافي الاستثمار الأجنبي المباشر في الولايات المتحدة ب 1.1% سنة 2009 أي ما يقارب: 154 مليون دولار بعدما تجاوز 332 مليون دولار سنة 2008، ويفسر هذا التراجع بميل التضخم نحو الانخفاض وارتفاع احتمالات مواجهة اقتصاد البلد مخاطر الانكماش السعري.

أما في المرحلة الثانية من تنفيذ هذه السياسة والتي انطلقت منتصف سنة 2010 قرر خلالها البنك شراء أكثر من 600 مليار دولار من الأوراق المالية التي تصدرها وزارة الخزنة الأمريكية لتمويل العجز العام، حيث لم يعد الهدف هو استهداف أسواق العقارات بل إعادة ضخ السيولة في الاقتصاد الأوسع و تحسين مناخ الاستثمار، الأمر الذي أدى إلى انتعاش الميزانية العمومية للبنك المركزي والسيطرة على مشكل الركود الاقتصادي و البطالة التي تجاوزت 10% (Bostyn 2014, p 36)، وعودة معدل التضخم بسرعة إلى الإيجابية حيث بلغت نسبته سنة 2010 ما يعادل 1.7%، واستعاد النشاط الاقتصادي حيث ارتفع معدل الناتج الإجمالي إلى 2.5%، إلى جانب ارتفاع حجم الاستثمار الأجنبي المباشر الوافد والذي تجاوز 259 مليون دولار خلال نفس السنة.

**الشكل رقم 05: تطور بعض المؤشرات الاقتصادية المؤثرة في مناخ الاستثمار في الوم،أ خلال الفترة 2015/2008**



المصدر: إحصائيات البنك الدولي [data.albankaldawli.org](http://data.albankaldawli.org)  
perspective.usherbrooke.ca/bilan/servlet/BMTendanceStatPay

وبسبب بطء النمو الاقتصادي وظروف سوق التشغيل وتراجع حجم الاستثمار الأجنبي الوافد سنة 2011، قرر البنك الاحتياطي الفيدرالي تغيير إستراتيجيته العمل من خلال اعتماد برنامج "تمديد الاستحقاق وسياسة إعادة الاستثمار"، الملقب بـ "عملية تويست TWIST"، قصد تخفيض أسعار الفائدة طويلة الأجل من خلال بيع أدونات الخزنة قصيرة الأجل وشراء أدونات خزنة طويلة الأجل، وفي إطار هذه العملية قام ببيع 400 مليار دولار من أدونات الخزنة قصيرة الأجل مقابل شراء نفس القيمة من أدونات خزنة طويلة الأجل (Ásgeirsdóttir 2014, p 44).

وفي بداية سنة 2012 انطلقت الولايات المتحدة في المرحلة الثالثة من تنفيذ السياسة التيسير الكمي حيث أقدمت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة على شراء ما قيمته 40 مليار دولار شهريا من أوراق الرهن العقاري MBS اكتمل هذا البرنامج في أواخر عام 2013 بشراء 45 مليار دولار إضافية، وهو ما يعادل مشتريات شهرية تبلغ 85 مليار دولار، وقد ترتب عن هذه المرحلة تطور نسبة PIB حيث سجل 2.59% سنة 2014 بعدما حقق 1.75% سنة 2013، إلى جانب تحسن تدريجي لظروف سوق العمل واقتراب معدل التضخم من المعدل المستهدف هذا بالرغم من ارتفاع نسبة دين الحكومة فقد وصل إلى 96.89% سنة 2014، أما بالنسبة إلى صافي الاستثمار الأجنبي المباشر فقد تراجع بنسبة طفيفة إلى 1.1% بعدما حقق 1.74% سنة 2013 ويرجع السبب في ذلك إلى توجه المستثمرين إلى الاستثمار في القطاع المالي، غير أنه في سنة 2015 تحسن مناخ الاستثمار حيث ارتفعت نسبة صافي الاستثمارات الوافدة إلى 2.47% وقد ساهمت هذا التطور في انخفاض نسبة البطالة وارتفاع نسبة PIB.

## خلاصة:

إن سياسة التيسير الكمي تقوم على أساس استخدام النقود المصدرة من طرف البنوك المركزية لشراء الأوراق المالية المتعثرة بهدف تعزيز سيولة البنوك التجارية ورفع حالة الانكماش الاقتصادي، والتوسع في المجال الاستثماري من خلال فتح مجال الائتمان بالإضافة إلى تحسين أداء المتغيرات الاقتصادية الكلية المؤثرة في مناخ الاستثمار.

## نتائج الدراسة:

ساهمت سياسة التيسير الكمي في تحسين مناخ الاستثمار في كل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية، اتضح ذلك من خلال تطور أداء بعض المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في مناخ استثمار البلدين لاسيما معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وصافي تدفق الاستثمار الأجنبي ومعدل البطالة والتضخم.

فالنسبة لليابان تمكنت من خلال تطبيقها للبرنامج الأول من سياسة التيسير الكمي تحقيق الاستقرار في معدل البطالة إلى جانب تحقيق أعلى معدل نمو خلال الفترة 2000/1990 قارب 3% سنة 1996 وتحسن في تدفق صافي الاستثمار الأجنبي، كما حققت من خلال تطبيقها للبرنامج الثاني من التيسير الكمي معدلات نمو ايجابية ترتب عليها تدفق ملحوظ لصافي الاستثمار الأجنبي المباشر، أما البرنامج الثالث لسياسة التيسير الكمي والذي تصادف مع أزمة 2008 كانت له انعكاسات واضحة على مناخ الاستثمار حيث من خلاله ارتفع معدل النمو من -5.41% سنة 2009 إلى 4.19% سنة 2010 مع تطور في المستوى العام للأسعار واستقرار لمعدل البطالة.

أما بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية فقد ساهمت سياسة التيسير الكمي في تطور معدل نمو الناتج بدأ من سنة 2010 حيث ارتفع من -2.79% سنة 2009 إلى 2.58% سنة 2010، وقد رافق هذا التحسن تطور في تدفق صافي الاستثمار الأجنبي المباشر وانخفاض معدل البطالة من 9% سنة 2009 إلى حدود 6% سنة 2014 إلى جانب اقتراب معدل التضخم من المعدل المستهدف.

#### قائمة المصادر والمراجع:

- أحمد بلوافي. "سياسة معدل الفائدة الصفري ومبدأ إلغاء الربا في الاقتصاد الإسلامي." دراسات اقتصادية إسلامي، المجلد 16، العدد 2، ص:54.
- أميرة حسب الله محمد. محددات الاستثمار الأجنبي المباشر و غير المباشر في البيئة العربية ( دراسة مقارنة مصر تركيا و كوريا الجنوبية)،. الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص:27.
- محمد دياب. التجارة الدولية في عصر العولمة. المجلد الطبعة الأولى. المجلد 01. دار المنهل اللبناني، بيروت، 2010، ص:304.
- العشي وليد، صديقي أحمد. "تجربة التيسير الكمي في الجزائر." مجلة المال والأعمال، العدد السادس، جوان 2018: ص257.
- إيهاب علي النواب. "جدوى سياسة التيسير الكمي في الاقتصاد." مجلة رؤى اقتصادية، أكتوبر، 2017: العدد 439، ص:01.
- يوسفات علي، النعماني أمينة، بابا أحمد عبد المجيد، تقييم مسار العرض النقدي في الجزائر خلال 2000-2016، مجلة النمو الاقتصادي والمقالاتية، المجلد 01، العدد 01، 17/09/2018، ص:11..
- عبد القادر بلهادي، عز الدين نزعوي، سمير سحنون، دور المحددات البيئية والمؤسسية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الابتكارية برأس المال المخاطر، مجلة النمو الاقتصادي والمقالاتية، المجلد 02، العدد 02، ص:04.
- عطية حليلة، شوارفية محمد الأمين، تقييم أداء صناديق الاستثمار بأسلوب المزدوج سوق الأسهم السعودي دراسة حالة الجزائر، مجلة النمو الاقتصادي والمقالاتية، المجلد 03، العدد 02، ص:71.
- صاري علي. "السياسة النقدية غير التقليدية، الأدوات والأهداف." المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية العدد 04، 2013، ص:60.
- منور أو سرير، عليان نذير. "حوافز الاستثمار الأجنبي المباشر." مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، 2005، ص:122، 121.
- عبد الحميد زعباط. "تحسين مناخ الاستثمار الخاص حالة الجزائر." الملتقى الوطني حول الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر، والممارسة التسويقية. المركز الجامعي بشار، 21/20 أبريل 2004. ص:04.
- John Greenwood, The Japanese Experience with QE and QQE, Cato Journal, Vol. 37, No. 1 Winter. Copyright Cato Institute. All rights reserved, 2017, p19.
- Bostyn, Sophie. **L'application du quantitative easing en Europe et aux EtatsUnis : op cit.** 2014, p 36.
- Céline Choulet, QE and bank balance sheets. «**Le site <http://economic-research.bnpparibas.com>.**» the American experience. Views/DisplayPublication. (accès le July-August 2015, p 30/04).
- Françoise Renversez". **les politiques non-conventionnelles des grandes banques centrales: procédures et instruments ".séminaire franco-russe**, 46 éme session .2014. p 6.
- group, World Bank. «**Investment Climate Reforms, International Bank for Reconstruction and Development.**» 2015, p 09.
- Jens H.E Christensen and James M.Gillan, **Does. Quantitative easing affect market liquidity?**, Federal Reserve bank of San Francisco, USA. 2015,p8.
- Ásgeirsdóttir, Katla. **Quantitative Easing-Economic & Financial Effects of an Unconventional Monetary Policy**, master Economics & Business Administration, Copenhagen Business School . 2014, p 44.
- E.O., Lars. «**Svensson, Forward Guidance.**» Working Paper 20796 ,National Bureau OF Economic Research, December 2014 p 01/03.

- Kevin D. Sheedy" **Conventional and Unconventional Monetary Policy Rules "**.Paper prepared for the **Mercatus Center-Cato Institute conference on‘ Monetary Rules for a Post-Crisis World** .September 2016 .p05. .
- Quantitative easing Bank of England .le site/ monetary-policy/quantitative-easing .2018 ,08 06 .  
**www.bankofengland.co.uk.**(2018 ,08 06)
- BARBET, Philippe. Évolutions réglementaires et investissements directs étrangers au Japon,p 10.  
**https://halshs.archives-ouvertes.fr.**