

الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية (على ضوء الأزمة المالية 2007-2008)

The unconventional tools of monetary policy (In the light of the financial crisis 2007-2008)

نظيرة قلادي

جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي

nadira.kelladi@univ-oeb.dz

محمد الأمين وليد طالب¹

جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي

taleb.walid@univ-oeb.dz

تاريخ الإرسال: 2018/03/03 تاريخ القبول: 2018/10/22 تاريخ النشر: 2019/06/03

Abstract

This study aims to shed light on the unconventional tools of monetary policy, which emerged largely after the outbreak of the financial crisis 2007-2008, after central banks failed to curb the crisis through their traditional instruments, especially the interest rate tool. The study found that the central banks in their response to the financial crisis, especially in the developed countries, have developed new tools based on modern economic principles, these tools were called non-traditional and they were mainly: quantitative easing, qualitative easing, forward guidance.

Key words: Monetary Policy - Non-Conventional Instruments - Central Banks - Financial Crisis 2007-2008

Classification JEL : E52, E58.

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية التي برزت بشكل كبير بعد اندلاع الأزمة المالية 2007-2008 وهذا في ظل فشل البنوك المركزية في كبح الأزمة بواسطة أدواتها التقليدية لا سيما أداة معدل الفائدة. توصلت الدراسة إلى أن البنوك المركزية وفي ردها على الأزمة المالية وبالخصوص في الدول المتقدمة قد قامت باستحداث أدوات جديدة قائمة على مبادئ اقتصادية حديثة، سميت هذه الأدوات بغير التقليدية وتمثلت أساسا في: أداة التيسير الكمي، أداة التيسير النوعي، أداة توجيه استباقات المتعاملين.

الكلمات المفتاحية: السياسة النقدية - الأدوات غير التقليدية - البنوك المركزية - الأزمة المالية 2007-2008

تصنيف JEL : E52, E58

مقدمة:

يعيش الاقتصاد العالمي منذ عدة عقود على وقع تعاقب الأزمات المالية الكبيرة، وقد ساهمت العديد من العوامل في تفاقم هذه الظاهرة أبرزها تزايد التدفقات الرأسمالية بين الدول، اندماج الأسواق المالية وتحرير حركة السلع بين الدول، فترسخت بذلك ظاهرة عدم الاستقرار في النظام المالي الدولي وأصبحت الصفة الغالبة عليه.

لم تبق البنوك المركزية بصفتها المسؤولة على السير الحسن للنظام البنكي والراعي الأول للاستقرار النقدي والاستقرار المالي مكتوفة الأيدي أمام الوضع السابق وحاولت التأقلم مع التحديات الجديدة التي تواجهها باستحداث أدوات جديدة لسياستها النقدية سميت بغير التقليدية، وقد برز ذلك بشكل واضح في ردها على تداعيات الأزمة المالية 2007-2008 خاصة بعد أن فشلت في إيجاد حل لهذه الأزمة بواسطة الأدوات التقليدية لسياستها النقدية، حيث أبانت هذه الأزمة عن محدودية الأدوات التقليدية إذ أن الواقع بين أن تطبيقها في ظل ظروف اقتصادية معينة قد يفقدها كل فعاليتها ما يضع البنوك المركزية في وضعية حرجة ويعرضها لانتقادات لاذعة.

مما سبق يمكننا طرح السؤال الرئيسي لهذا البحث والمتمثل في:

- ما هي الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية وما ميكانيزمات عملها؟
- ومن أجل الاجابة على السؤال الرئيسي سنحاول الاجابة على الأسئلة التالية:
- كيف تطورت أهداف البنوك المركزية في ظل الأزمات المالية المعاصرة؟
- لماذا فشلت الأدوات التقليدية للسياسة النقدية في مواجهة أزمة 2007-2008؟
- ما هي أبرز التحديات التي تواجهها السياسة النقدية منذ الأزمة المالية 2007-2008؟

فرضيات البحث:

- نسعى من خلال بحثنا هذا إلى اختبار مدى صحة الفرضيات التالية:
- البنوك المركزية في تفاعل مستمر مع الأوضاع الاقتصادية السائدة سواء من حيث الأهداف

والأدوات؛

- ساهمت الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية في الحد من تداعيات الازمة المالية

2007-2008.

أهمية البحث:

يكتسي هذا البحث أهميته من خلال تناوله لموضوع جد حساس ألا وهو الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية المستعملة من طرف البنوك المركزية في تحقيق هدف الاستقرار المالي وميكانيزمات عملها.

الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية (على ضوء الأزمة المالية 2007-2008)

أهداف البحث:

تهدف من خلال هذا البحث إلى تسليط الضوء على الأدوات الحديثة للسياسة النقدية أو كما تسمى بالأدوات غير التقليدية والتي برزت بشكل كبير بعد اندلاع الأزمة المالية 2007-2008 في سياق فشل البنوك المركزية في كبح الأزمة بواسطة الأدوات التقليدية لا سيما أداة معدل الفائدة.

منهجية البحث:

تحقيقاً منا لأهداف الدراسة وإجابة منا على التساؤلات السابقة ولاختبار الفرضيات المطروحة تم الاعتماد في إنجاز هذا البحث على كل من المنهج الوصفي في عرض تطور أهداف البنك المركزي الأوروبي والأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية التي استعملت في مواجهة تداعيات الأزمة المالية 2007-2008، والمنهج التحليلي في محاولة تفسير أسباب فشل الأدوات التقليدية للسياسة النقدية.

تقسيم البحث:

من أجل الإجابة على أسئلة البحث واختبار صحة الفروض ارتأينا تقسيم البحث إلى خمسة محاور جاءت كالآتي:

- تطور أهداف البنك المركزي؛
- أسباب فشل الأدوات التقليدية للسياسة النقدية؛
- الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية؛
- أمثلة عن استعمال بعض البنوك المركزية لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية؛
- التحديات التي تواجهها السياسة النقدية بعد الأزمة المالية 2008.

1. تطور أهداف البنك المركزي

برزت الحاجة منذ البداية إلى إيجاد ضامن للسير الحسن داخل النظام البنكي ولعل ما زاد من شدة هذه الحاجة هو الأهمية الكبيرة التي يتمتع بها النظام البنكي داخل النظام الاقتصادي، إذ يسمح وجود سلطة عمومية بتجنب حالة الهلع البنكي حيث تملك هذه السلطة القدرة على تحويل الأصول البنكية إلى سيولة في أي وقت، كما يقدم البنك المركزي وسائل الدفع الضرورية للحفاظ على الاستقرار المالي.

يمكن إظهار الطريقة التي تطورت بها أهداف البنوك المركزية من خلال ما يلي:

1.1 مرحلة تحديد الاستقرار النقدي كهدف أساسي:

يرى الاقتصادي "Trichet" (1994) أن الدور الأساسي للبنوك المركزية قد كان منذ نشأتها هو الحفاظ على استقرار الأسعار، ويرى أيضا بأنه من بين الثلاث وظائف الرئيسية التي تؤديها البنوك المركزية: الحفاظ على استقرار الاقتصاد الكلي، بنك البنوك، بنك الحكومة، تعتبر الوظيفة الأولى أهم هذه الوظائف. ويرى نفس الاقتصادي بأن وظيفة بنك البنوك تندرج في مفهوم واسع يسعى إلى ضمان استقرار القطاع البنكي، بينما تهدف وظيفة استقرار الاقتصاد الكلي إلى ضمان استقرار الأسعار.

لقد جاء تحديد استقرار الأسعار كهدف أساسي للبنوك المركزية نتيجة المواجهة التي دارت بين مدرستين للفكر الاقتصادي، إذ ترجع المدرسة النقدية ظهور التضخم إلى عوامل نقدية بينما ترجعه المدرسة الكينزية إلى وقوع صدمات في جانب العرض، وقد لاقت آراء المدرسة الأولى قبول أغلبية الاقتصاديين ما أدى إلى تركز الاهتمام حول المجاميع النقدية قصد التحكم في الكتلة النقدية وتجنب التضخم وهو ما انعكس على أهداف البنوك المركزية.¹

يرى الاقتصاديين "Seitz" و "Schich" (1999) بأن مهام البنك المركزي تأثرت في القرن الـ 20 بمحدثين بارزين، الأول هو ظهور الكساد الاقتصادي في بداية السبعينات حيث دفع عدد كبير من الاقتصاديين للتخلي عن فكرة وجود علاقة بين التضخم والبطالة، وأصبح ينظر لهدف تحقيق استقرار الأسعار من طرف البنوك المركزية على أنه أحسن وسيلة تلجأ إليها السياسة النقدية لتحسين الأداء الاقتصادي، أما ثاني أبرز حدث فيتمثل في تحولات القطاع المالي نتيجة للتحرير والابتكارات المالية وتزايد حركة رؤوس الأموال². وقد أدت كل العوامل السابقة إلى تغير أو تطور مهام البنك المركزي حيث قل الاهتمام بمراقبة سعر الصرف وتم توجيه سياسة البنك نحو التضخم، ويعد الحفاظ على استقرار الأسعار أمرا ضروريا للسير الحسن للنشاط الاقتصادي الذي يتطلب توفر ثقة المستثمرين.

2.1 مرحلة استحداث هدف تحقيق الاستقرار المالي:

لوحظ خلال السنوات الأخيرة بروز هدف جديد للبنوك المركزية ألا وهو تحقيق الاستقرار المالي، وقد ساهم في ذلك عدة عوامل على غرار تطور أسواق رأس المال، واندماج اقتصاد الدول على المستوى الدولي، بالإضافة إلى أن الاختلالات المالية لم تعد مقتصرة على اقتصادات الدول التي تعرف معدلات تضخم مرتفعة وأصبحت تسجل حتى في اقتصادات الدول التي تعرف معدلات تضخم منخفضة، وقد ساهمت كل العوامل السابقة في دفع السلطات النقدية لتركيز اهتمامها على الاستقرار المالي وما يقتضيه من معالجة الأزمات المالية.

الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية (على ضوء الأزمة المالية 2007-2008)

لم تعد البنوك المركزية مسؤولة فقط على أداء مهامها التقليدية المتمثلة أساسا في ضمان استقرار القطاع وإنما امتدت مهامها إلى ضمان استقرار كامل النظام المالي، وتعتبر الثقة في قيمة النقود عامل أساسي لتحقيق هدف الاستقرار المالي، وفي المقابل يؤدي وجود نظام مالي مستقر إلى تحقيق هدف ثبات الأسعار.

عادة ما تسعى البنوك المركزية إلى تحقيق الاستقرار المالي ومعالجة الأزمات المالية بالرجوع إلى سياسة السوق المفتوحة، المساهمة في نظام ضمان الودائع المصرفية (Assurance dépôts)، أداء دور المقرض الأخير، ضمان السير الحسن لنظام المدفوعات ورقابة القطاع البنكي، كما يحتم البعد الاحترازي الكلي للاستقرار المالي ضرورة مراقبة الاستقرار داخل كامل النظام المالي من طرف البنوك المركزية، إذ تلجأ هذه الأخيرة إلى وسيلتين: تقدير الأخطار المحتملة التي تؤثر على استقرار النظام وتقدر مدى مكانة النظام المالي ومدى قدرته على مواجهة الصدمات، ونلاحظ في هذه الحالة وجود التقاء بين هدف السياسة النقدية التقليدي (استقرار الأسعار) وهدفها الحديث (الاستقرار المالي و معالجة الأزمات المالية).³

3.1 الجدول القائم حول إمكانية توافق هدي الاستقرار النقدي (محااربة التضخم)

والاستقرار المالي (محااربة الأزمات المالية):

يعد هدف تحقيق الاستقرار المالي هدفا معقدا مقارنة بهدف تحقيق الاستقرار النقدي الذي يتم تحديده بشكل دقيق ويمكن تحقيقه خلال فترة زمنية معينة، ويتميز هدف الاستقرار المالي بكونه هدف غير دقيق حيث يرجع ذلك إلى غياب تعريف محدد له من جهة وإلى تعدد السياسات الهادفة إلى تحقيقه، ولقد قام الاقتصادي "Isarescu" (2006) بإنجاز دراسة حاول من خلالها دراسة العلاقة التي تربط بين استقرار الأسعار والاستقرار المالي، وقد ميز هذا الأخير بين مقاربتين أساسيتين: تعتبر المقاربة الأولى تقليدية وهي ترى بأن كلا الاستقرارين يتعاونان ويتغذيان من بعضهما على المدى الطويل، في المقابل توجد مقاربة حديثة ترى بأن تثبيت الأسعار في مستويات متدنية سيخلق وضع اقتصادي جديد يتميز بعدم ضمان الاستقرار المالي.⁴

عادة ما ينظر إلى التوافق الموجود بين كلا الهدفين أي التخلي عن أحد الهدفين مع الإبقاء على الآخر على أنه توافق المدى القصير، ويرى أصحاب هذا الرأي بأن أهداف استقرار الأسعار لا تتطابق دوما مع أهداف الاستقرار المالي حيث أن بعض أهداف استقرار الأسعار يمكن أن تؤدي إلى عدم استقرار النظام المالي وبالتالي وقوع أزمات مالية، كما ذهب بعض الاقتصاديين إلى حد القول بأن وجود نسبة تضخم ضعيفة ثابتة قد تجعل النظام المالي أكثر هشاشة أمام خطر ارتفاع أسعار الأصول.

ومن أمثلة الحالات التي تبين عدم التوافق بين هدف استقرار الأسعار وهدف الاستقرار المالي لدينا حالة اقتصاد يعاني من التضخم ويعاني أيضا من ضعف بنوكه، حيث يفترض أن يقوم البنك المركزي في حالة التضخم برفع معدلات الفائدة إلا أن هذا لن يحدث بسبب تراجع البنك المركزي عن هذا الإجراء بعد حصوله على معلومات تفيد بمشاشة النظام، حيث أن أي إجراء يقتضي برفع معدل الفائدة سيزيد حتما من المشاشة، وبالتالي سيفشل البنك المركزي في مواجهة التضخم.⁵

توصل الاقتصادي "Albulescu" إلى نتيجة مفادها أن الصراع بين استقرار الأسعار والاستقرار المالي لا يمكن أن يكون إلا على المدى القصير أي في حالة التضحية بهدف التضخم مقابل الحفاظ على الاستقرار المالي، وإلى أن هذين الهدفين يلتقيان على المدى المتوسط والطويل، وهو ما تم ملاحظته خلال الأزمة المالية العالمية 2008 حيث قام عدد كبير من البنوك المركزية بضخ السيولات في السوق أي أنها قامت في المدى القصير بتضحية هدف التضخم لصالح هدف الاستقرار المالي.⁶

وبناءً على كل ما سبق يمكن القول بأننا في حاجة إلى سياسة تخرج بين الجانب النقدي وبين جانب التنظيم والرقابة وهذا حتى يتسنى تحقيق كلا الهدفين، فلغياب الاستقرار المالي تأثيرا واضحا على استقرار الأسعار وعلى النمو الاقتصادي حيث أن النظام المالي المستقر يؤثر إيجابيا على مردود الاقتصاد بينما يجد النظام المالي غير المستقر من مردود الاقتصاد.

2. أسباب فشل الأدوات التقليدية للسياسة النقدية

عادة ما تستعمل البنوك المركزية في سعيها لمعالجة الأزمات المالية أداة أساسية هي تحديد معدلات الفائدة الرئيسية ومعدل الفائدة الذي تقرض به للبنوك التجارية، ويكون ذلك عادة على المدى القصير جدا (أي يوم أو بضعة أيام)، وتؤثر التغيرات التي يحدثها البنك المركزي في معدل الفائدة الرئيسي على الاقتصاد عبر قناتين رئيسيتين ألا وهما قناة معدل الفائدة وقناة الائتمان، كما أن تعثر هاتين القناتين عن العمل سيؤدي حتما إلى فشل السياسة النقدية في أداء دورها.⁷

1.2 قناة معدل الفائدة وأسباب تعثرها:

يوجد على مستوى الأسواق المالية عدد كبير من أسعار الفائدة، يتعلق كل واحد منهما بمدة معينة وبنسبة معينة من المقترضين، ويمكن التعبير عن جميع معدلات الفائدة في ما يسمى بمنحنى المعدلات حيث يحدد بالنسبة لفئة معينة من المقترضين معدل الاقتراض لمختلف الفترات (ثلاثة أشهر، ستة أشهر، سنة، سنتين، عشر سنوات... الخ)، وتنتقل التغيرات المسجلة في معدلات الفائدة الرئيسية إلى الاقتصاد عبر منحنى المعدلات الذي يتأثر بثلاثة عوامل رئيسية هي:

- التطورات المستقبلية المتوقعة لأسعار الفائدة؛

الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية (على ضوء الأزمة المالية 2007-2008)

- حالة عدم اليقين التي تؤثر على الإستباقيات الخاصة بالمعدلات؛
- تتأثر المعدلات طويلة الأجل بالعرض والطلب على السندات باختلاف تواريخ استحقاقها.
يمكن أن تتوقف قناة معدل الفائدة عن العمل بشكل طبيعي في حالتين هما:
الحالة الأولى: هي عندما يبلغ معدل الفائدة مستوى الصفر حيث لا يمكن عند هذا المستوى إجراء تخفيضات لأن معدل الفائدة لا يكون سالب، ويكون لهذا الوضع أثر سلبي خاصة إذا كان معدل التضخم المسبق سالب، حيث تفقد في هذه الحالة البنوك المركزية قدرتها على التأثير في المعدلات الحقيقية بواسطة المعدل الرئيسي.

الحالة الثانية: حتى وإن لم يبلغ معدل الفائدة مستوى الصفر فقد لا يستطيع البنك المركزي تخفيض المعدل، ويحدث هذا الوضع عندما يسقط الاقتصاد حسب صيغة الاقتصادي "كينز" في مصيدة السيولة، ففي الأوضاع العادية يفترض أن يؤدي وجود فائض من السيولة داخل الاقتصاد إلى شراء سندات، ما يؤدي إلى انخفاض معدلات الفائدة، إلا أن هذا الميكانيزم يتعطل عن العمل إذا انخفض عائد السندات أو إذا زادت خطورة ما يجوزتهم من أصول، ويفضل المتعاملون الاقتصاديون في هذه الحالة الاحتفاظ بالنقود وكنتيحة لهذا الوضع لن يكون هناك ارتفاع في أسعار السندات ولا انخفاض في معدلات الفائدة.

2-2- قناة الائتمان وأسباب تعثرها: نظرا لعدم قدرة كل المتعاملين الاقتصاديين (عائلات ومؤسسات) الوصول بشكل مباشر إلى الأسواق المالية فإن جزء كبير منهم يعتمد بشكل رئيسي على القروض البنكية، وهو ما يجعل من قناة القروض البنكية أو الائتمان مهمة جدا لانتقال السياسة النقدية، كما تعتبر هذه القناة مكتملة لقناة معدل الفائدة حيث أن معدلات الفائدة هي التي تحدد تكلفة الموارد التي تحصل عليها البنوك بالقرب من الأسواق النقدية (على المدى القصير) أو بالقرب من الأسواق المالية (على المدى الطويل)، فكلما ارتفعت تكلفة موارد البنوك كلما قل ميلها للإقراض وكلما اقتضت بمعدلات فائدة مرتفعة، وهو ما يؤدي إلى انخفاض الطلب على القروض.⁸

تتوقف قناة القروض البنكية (الائتمان) عن العمل بشكل طبيعي لما يتوقف النظام البنكي عن العمل بشكل طبيعي، ولما يكون هناك تباطؤ أو توقف في تدفقات القروض نحو الاقتصاد، وعموما يحدث ذلك في الحالات التالية:

- لما تسجل البنوك خسائر (مثل الخسائر المتعلقة بالرهن العقاري) تخفض من قاعدة رأس مالها ومن مقدرتها على الإقراض؛

- لما تتدهور الأوضاع الاقتصادية بشكل كبير ما يجعل عملية الإقراض أكثر مخاطرة ويزيد من تردد المقرضين؛

- لما تزداد حالة عدم اليقين الاقتصادي التي تؤدي إلى ارتفاع منح المخاطر وتريد من تكلفة موارد البنوك؛

- لما يتوقف سوق ما بين البنوك الذي يعتبر مصدر تمويل البنوك التجارية عن العمل بسبب فقدان الثقة بين الأطراف المتعاملة.⁹

3. الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية

أدى تطور الوضع الاقتصادي على المستوى الدولي بفضل كل من التحرير المالي المتزايد، وتحرير حركة السلع والخدمات، وتطور الابتكارات المالية، وظهور ممارسات مالية جديدة، إلى ظهور أزمات مالية أكثر حدة عن تلك التي سادت قبل تسعينات القرن الماضي، كما أن تزامن ظهور هذه الأزمات مع تبني عدد كبير من البنوك المركزية لسياسة نقدية توسعية قائمة على نظرية المصادقية قد أدى إلى عجز الأدوات التقليدية للسياسة النقدية عن معالجة الأزمات المالية.

تعد أداة معدل الفائدة أبرز الأدوات التقليدية التي تستعملها البنوك المركزية في فترات الأزمات المالية، إلا أنها واجهت فشلا ذريعا خلال الأزمة المالية العالمية 2007-2008 حيث لم تستطع غالبية البنوك المركزية استعمالها بشكل فعال كونها كانت عند حدها الأدنى، وقد أسفر الوضع السابق عن عجز البنوك المركزية على إجراء تخفيضات أخرى في معدلات الفائدة، وحتم عليها استعمال أدوات حديثة يطلق عليها تسمية الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية.

1.3 أداة التيسير الكمي (Quantitative easing/QE):

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

يتم استعمال أداة التيسير الكمي إذن لما يكون معدل الفائدة قصير الأجل قريب من الصفر ولما تطول حالة الانكماش، ولهدف من استعمال هذه الأداة هو خفض معدلات الفائدة الطويلة الأجل لإعادة تنشيط الاقتصاد مباشرة، ويقوم ميكانيزم التيسير الكمي على زيادة خصوم ميزانية البنك المركزي حيث يقتني هذا الأخير أصول مختلفة قد تشمل قليلة المخاطر كسندات الخزينة

الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية (على ضوء الأزمة المالية 2007-2008)

أو أصول أخرى أكثر خطرا كديون الوكالات (dettes d'agences) والسندات المدعومة بأصول (ABS) مثل سندات الرهن العقاري (MBS).

شكلت الإجراءات غير التقليدية التي اتخذها بنك اليابان بين عامي 2001 و2006 أول حالة تستعمل فيها أداة التيسير الكمي، وتم بعد ذلك خلال الأزمة المالية 2008 استعمال أشكال مختلفة من أداة التيسير الكمي من طرف عدة بنوك مركزية على غرار الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED)، البنك المركزي الأوروبي (BCE)، بنك إنجلترا (BOE)، بنك اليابان (BOJ) مرة أخرى.¹⁰

يعتبر التيسير الكمي أداة مشابهاة لأداة إصدار النقود (Planche à billet)، إلا أنها أكثر تطورا منها في إجراءات تنفيذها، وهي تركز على عاملين أساسيين:

- توفير السيولة ليتم تداولها في الاقتصاد؛

- زيادة احتياطات القطاع البنكي.

يعتبر العامل الأول في حالة الأزمات المالية عاملا جوهريا حيث تستطيع البنوك المركزية بتحقيقه تجنب الكساد (la déflation)، في حين يسمح العامل الثاني بتحفيز البنوك التجارية على الإقراض مجددا (لاحظنا خلال أزمة الرهن العقاري توقف شبه كلي للبنوك عن الإقراض بسبب افتقارها للاحتياطات من جهة وبسبب حالة التخوف العام اتجاه كل المقترضين من جهة أخرى).

2.3 أداة التيسير النوعي (credit easing/CE): يدل مصطلح التيسير النوعي

على شكل آخر من أشكال التيسير، فمن الاقتصاديين من يصنف أداة التيسير النوعي على أنها حالة خاصة لأداة التيسير الكمي.

يقوم البنك المركزي بواسطة هذه الأداة بالتركيز على الأوراق الموجودة في أصول ميزانيته بدلا عن التركيز على زيادة قاعدته النقدية، إذ يقوم بشراء سندات أو أسهم خاصة أو عمومية على المؤسسات المالية أو مباشرة على المؤسسات غير المالية (ANF)، الأمر الذي يؤدي تلقائيا إلى زيادة خصوم البنك المركزي من خلال إصدار السيولات¹¹، وتهدف عمليات الشراء السابقة إلى رفع أسعار الأصول قصد خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل وتنشيط الاقتصاد، كما تهدف أيضا أداة التيسير النوعي إلى تخفيض علاوات المخاطر ما من شأنه أن يحفز الاستثمارات.¹²

لأداة التيسير النوعي نقطة إيجابية أساسية تتمثل في التحكم المباشر للبنوك المركزية في عمليات صنع السيولة، حيث يتم توجيه التمويل بطريقة تسمح بإعادة تنشيط الاقتصاد من جهة،

وتحد من احتمال ظهور فقاعات مضاربة من جهة أخرى، وبالرغم من تأدية أداة التيسير النوعي لدور فعال في تنشيط الاقتصاد إلا أنها تبقى صعبة التطبيق وخطيرة في نفس الوقت. حتى وإن اشتترط البنوك المركزية ضمانات كافية فإنها في غالب الأحيان تجد مجزتها أوراق أكثر خطورة عن تلك التي كانت مجزتها في حالة استخدام التيسير الكمي (QE)، كما تدفع أداة التيسير النوعي البنك المركزي إلى القيام بتيسير التمويل حيث ييسر من موقفه اتجاه علاوات المخاطر المطلوبة واتجاه التقدير الخاطئ للخسائر المتعلقة بالأوراق الممولة.

بالرغم من أن أداة التيسير النوعي ستسمح ببعث الطلب على السيولة من خلال تخفيض العلاوات المفروضة، إلا أن تطبيقها يشترط أن يكون عرض القروض غير كافيا كما هو الحال بالنسبة لأداة التيسير الكمي (QE)، إذ تكون هذه الأداة غير فعالة إذا كانت احتياجات التمويل منعدمة. تعتبر أداة التيسير الكمي فعالة فيما يتعلق بإعادة الثقة إلى البنوك التي عادة ما تكون أكبر المتضررين من الأزمات المالية، في حين تبدو فعالية أداة التيسير النوعي محدودة لما يكون هناك طلب مباشر للسيولة من طرف الشركات والمؤسسات المالية عبر إصدار أسهم أو سندات.¹³

3.3 أداة استراتيجية توجيه استباقات المتعاملين (Forward guidance): أمام

تأزم الوضع عام 2008 في السوق المالي وفي سوق ما بين البنوك قامت غالبية البنوك المركزية بخفض معدلات فائدتها الرئيسية، إلا أن هذه الأخيرة سرعان ما اقتربت من حدها الأدنى أي الصفر ومنها حتى من بلغه، حيث كان يفترض أن تصبح معدلات الفائدة سلبية في ظل الأوضاع الكارثية التي كانت سائدة لو تم تطبيق قاعدة "تايلور" التقليدية*.

تجد البنوك المركزية نفسها مجبرة على اتخاذ إجراءات غير تقليدية لتجاوز مصيدة السيولة التي وقعت فيها، حيث قام الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) تحت قيادة رئيسه آنذاك "Ben Bernanke" بشراء أوراق طويلة الأجل تزامنا مع بيعه لأوراق قصيرة الأجل بغية خفض معدل الفائدة طويل الأجل، وقد أطلق على هذا الإجراء عملية TWIST، وبالتوازي مع الإجراء السابق قام ال FED بتبني إجراء ال Forward guidance الذي سعى من خلاله إلى التأثير في الإستباقات داخل الأسواق.

ترى النظريات الماكرو اقتصادية المعاصرة التي ساهم في وضعها الاقتصادي "Ben Bernanke" بأن لإستباقات المتعاملين (خاصة تلك التي تتعلق بالوجهة المستقبلية للسياسة النقدية) دور رئيسي في تحديد أثر قرارات السلطة النقدية على الاقتصاد، ويرى الاقتصادي "Woodford Michael" بأن الطلب الكلي لا يعتمد فقط على معدلات الفائدة السائدة

الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية (على ضوء الأزمة المالية 2007-2008)

قصيرة الأجل وإنما يعتمد على معدلات الفائدة المستتقة طويلة الأجل التي تعتمد على معدلات الفائدة المستتقة قصيرة الأجل.

حتى وإن تواجدت معدلات الفائدة عند حدها الأدنى وكانت ستضل في هذا المستوى لعدة ثلاثيات أخرى فإن رد فعل المتعاملين لن يكون متماثلاً أمام الإعلان عن تثبيت معدلات الفائدة عند مستوى معين، ويعود ذلك إلى الإستباقات التي قام بها العملاء بناءً على القياسات المستقبلية للسلطات النقدية، كما يكون لهذه الإستباقات أهمية أكبر في حالة مصيدة السيولة، فإذا استبق العملاء بقاء معدلات الفائدة الاسمية ثابتة خلال عدة ثلاثيات لاحقة فإنه سيكون للإستباقات الخاصة بالمتغيرات الاقتصادية بعد هذه المرحلة أثراً هاماً على المرحلة الجارية، ويمكن للسياسة النقدية أن ترفع من درجة فعاليتها إذا أعلمت البنوك المركزية الأسواق بإجراءاتها المستقبلية (حتى تلك التي تعتمز اتخاذها خلال الفترة التي تلي الاجتماع القادم لمحافظة البنوك المركزية)، وعليه يمكننا القول بأن أداة توجيه إستباقات المتعاملين تركز على إرسال إشارات إلى الأسواق لإعلامهم بالوجهة المحتملة التي ستسلكها معدلات الفائدة في المستقبل.

وترى نماذج الاقتصاد الكينزي الجديد "Nouvelle économie Keynésienne" (NEK) بأن استباق المتعاملين لارتفاع الدخل الحقيقي وارتفاع المستوى العام للأسعار في الفترة المستقبلية سيؤدي إلى تحفيزهم على رفع (في الحال) إنفاقهم الحقيقي، ما من شأنه أن يترجم أنياً إلى ضغوط تضخمية، فإذا كان البنك المركزي يسعى إلى تحقيق معدل معين للتضخم فإن معدلات الفائدة قصيرة الأجل سترتفع، مما سيؤدي إلى احتواء ارتفاع الإنفاق ويكبح ارتفاع الأسعار، أما إذا ضلت أسعار الفائدة الاسمية ثابتة فإن ارتفاع الإنفاق سيكون أكبر، الأمر الذي من شأنه لا سيما في حالة الانكماش أن يسمح للسلطات النقدية بتحفيز النشاط الاقتصادي.

يرى الاقتصادي "Woodford" (2012) بأن أهمية أداة الـ **Forward**

guidance تبرز من خلال العاملين التاليين:¹⁴

العامل الأول متعلق بإمكانية عدم تشخيص العملاء لنوايا البنك المركزي، حيث يشكل الوضع السابق مشكلاً حقيقياً إذا أُجبر مستوى الصفر البنوك المركزية الحفاظ على سياسة نقدية أكثر تشدداً من تلك التي كانت ترغب في تطبيقها، وإذا حاولت البنوك المركزية إقناع المتعاملين بأن السياسة النقدية ستكون أكثر مرونة عما تفرضه الظروف الاقتصادية، وهذا عندما لا يصبح مستوى الحد الأدنى (الصفر) عائقاً. فإذا قامت البنوك المركزية بتوضيح قراراتها ووعدت بتبني سياسة أكثر مرونة في المستقبل فإن المستوى الجدد مرتفع للمعدلات الحقيقية خلال الفترة الحالية سيكون أقل ضرراً على النشاط الاقتصادي في المدى القصير.

العامل الثاني هو أن أداة الـ **Forward guidance** تجبر السلطات النقدية على الالتزام بتنفيذ قراراتها الأمر الذي من شأنه أن يحسن من مصداقيته ومن صحة الإستباقات، إذ حاولت العديد من البنوك المركزية في الدول المتقدمة منذ ثمانينات القرن الماضي تحسين مستوى شفافيتهما، وقد كان بنك نيوزلندا المركزي أول من انتهج طريقة تحديد هدف معين للتضخم وأول من استعمل أداة الـ **Forward guidance** (كان ذلك عام 1997 حيث تم الإعلان عن مستقبل معدلات الفائدة بين البنوك لثلاثة أشهر اللاحقة).

تبنت بعد ذلك عدة بنوك مركزية أخرى أداة الـ **Forward guidance** على غرار البنك المركزي السويدي عام 2007، البنك المركزي التشيكي 2008، البنك المركزي النرويجي عام 2009، وهذا بعد أن اقتنعت هذه الأخيرة بمختلف الدراسات التي تناولت هذه الأداة، أما فيما يخص الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) فقد تبني ضمناً هذه الأداة بين شهر أوت 2003 وشهر ديسمبر 2005، ليعاود استعمالها ضمناً عام 2008 ثم يستعملها صراحة ابتداءً من شهر أوت 2011، كما أن التصريح الذي أدلى به "Ben Bernanke" بتاريخ 13 سبتمبر 2012 الذي قال فيه بأن الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) لن يرفع معدلات فائدته قبل عام 2015 يندرج ضمن هذه الإستراتيجية الهادفة إلى ترسيخ الإستباقات.¹⁵

يرى الاقتصادي "Woodford" (2012) بأن التزامات البنك المركزي ستكون فعالة لأنها في ظل ظروف معينة يمكن أن تؤثر على الأسواق (السوق المالي خاصة) بالشكل الذي يعكس التغيرات الواقعة في الاعتقادات السائدة حول الوجهة المستقبلية لمعدلات الفائدة نحو تلك المعلن عليها، حيث ستؤدي التزامات البنك المركزي لا سيما إذا كانت تتمتع بدرجة عالية من المصدقية إلى تراجع معدلات الفائدة طويلة الأجل ما سيؤدي إلى خفض تكلفة القروض وبالتالي سيتم إعادة بعث النشاط الاقتصادي بواسطة الاستثمار.

4. أمثلة عن استعمال بعض البنوك المركزية لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية

قامت العديد من البنوك المركزية خلال الأزمة المالية 2008 مثل: الاحتياطي الفدرالي الأمريكي، البنك المركزي الأوروبي، بنك إنجلترا، وبنك اليابان، باستعمال أدوات جديدة في سياستها النقدية عوضت بها الأدوات التقليدية خاصة أداة معدل الفائدة التي بينت محدوديتها في معالجة الأزمة، وتمكنت البنوك المركزية عبر استخدامها لأدوات غير تقليدية من التحكم في تطور معدل الفائدة طويل الأجل الذي له تأثيراً حاسماً على تمويل مديونية الدول والقطاع الإنتاجي، كما سمحت الأدوات غير التقليدية بمخالفة كل التوقعات السلبية حول مستقبل الوضع الاقتصادي، إلا أنها وبالرغم من ذلك تبقى غير قادرة على فعل كل شيء.

الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية (على ضوء الأزمة المالية 2007-2008)

سنحاول فيما يلي من نقاط توضيح مختلف التقنيات والإجراءات غير التقليدية التي اتبعتها عدة بنوك مركزية لتجاوز الأزمة المالية 2008.

1.4 الأدوات والإجراءات غير التقليدية المتبعة من طرف ال (FED):

عرفت نهاية عام 2008 خروج الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) عن وضعه التقليدي حيث قام بتوفير السيولة لكامل النظام المالي ووجد هذا الإجراء ثلاث مرات بإتباعه مجموعة من الإجراءات الهادفة لتسهيل عملية الحصول على السيولة، وهي الإجراءات التي تندرج تحت مظلة أداة التيسير الكمي (Quantitative easing)، وقد قام ال (FED) في نفس السياق بتقديم السيولة على المستوى الدولي أيضا من خلال خطوط ال SWAPS التي قدم من خلالها العملة الصعبة لأكبر البنوك المركزية العالمية.¹⁶

واجه الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) في نهاية عام 2008 انكماش في ال PIB بحوالي 9% كان يفترض أن يتم معالجته بإتباع أداة السياسة النقدية التقليدية المتمثلة في خفض معدلات الفائدة، إلا أن ذلك لم يكن ممكنا حيث كانت معدلات الفائدة السائدة على الأرصد الفدرالية (FED funds) تتراوح بين 0 و 0,25%، وقد حتم هذا الوضع على ال (FED) استعمال أداة التيسير الكمي (QE) حيث قام بعملية شراء واسعة للأصول التي ينتظر منها عادة انخفاض معدلات الفائدة طويلة الأجل في كامل السوق، وقد سميت هذه العملية بـ "Assets Large scale Purchase" أي شراء الأصول بكميات كبيرة.

هدفت العملية السابقة الذكر إلى تزويد البنوك بالسيولة من خلال قبول السندات العمومية في البداية ثم السندات الممثلة للقروض العقارية، ونشير هنا إلى أن الخزينة الفدرالية قد قامت خلال عام 2008 بضخ السيولة في مؤسستي تسيير الرهن العقاري Fannie Mae و Freddy Mac، واندرجت هذه العملية في إطار برنامج "بولسن" "Paulson" الذي صرفت فيه حوالي 500 مليار دولار لتجنب الانهيار الكامل للنظام المالي الأمريكي.

أدى تواجد معدلات الفائدة عند مستويات جد منخفضة إلى بحث الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) عن أدوات أخرى ولعل أبرز هذه الأدوات التي ركز عليها ال (FED) هي أداة ال Forward guidance التي استعملت من خلال الإعلان المسبق عن توجه السياسة الكمية وعن مستقبل معدلات فائدة الأرصد الفدرالية، وتعد أهم أوجه استعمال هذه الأداة إعلانات ال (FED) المتكررة حول بقاء معدلات الفائدة عند مستويات منخفضة تتراوح بين 0 و 0,25% إلى غاية منتصف عام 2015، حيث أدى تطبيق مختلف الإعلانات المتكررة إلى الرفع من مصداقية كل من الرئيس والبنك المركزي.¹⁷

يمكننا تلخيص أهم الأدوات والإجراءات المتبعة من طرف الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) منذ عام 2008 في النقاط التالية:¹⁸

- شراء كميات كبيرة من سندات الخزينة بوتيرة 85 مليار دولار شهريا حتى نهاية 2013 وبوتيرة 75 مليار دولار شهريا منذ عام 2014؛
- شراء أوراق الرهن العقاري (MBS)؛
- مستوى مرتفع لمعدل الاحتياطي الإجباري الذي بلغ 10% من الودائع؛
- إعادة شراء أصول الخزينة والأصول الرهنية؛
- استعمال أداة توجيه استباقات المتعاملين بصفة مستمرة.

2.4 الأدوات والإجراءات غير التقليدية المتبعة من طرف بنك إنجلترا:

استخدم بنك إنجلترا كغيره من كبار البنوك المركزية العالمية خلال الأزمة المالية 2008 أدوات غير تقليدية، وقد شكل برنامج شراء الأصول Asset Purchase Facility الذي دخل حيز التنفيذ منذ مارس 2009 وبلغت قيمته حتى نوفمبر 2012 حوالي 375 مليار جنية إسترليني أكبر إجراء غير تقليدي يتبناه بنك إنجلترا.

لقد خصت عمليات شراء الأصول بدرجة أولى سندات الخزينة البريطانية "gilts" المتوسطة والطويلة الأجل، حيث بلغت قيمتها الحالية حوالي ربع الناتج الداخلي الخام السنوي، وهدفت هذه العملية إلى خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل بغرض تحسين شروط الإقراض داخل الأسواق الحالية وإلى تعويض الأصول العمومية المشتراة على مؤسسات التأمين وصناديق التقاعد بأصول خاصة يفترض أن يرتفع سعرها في المستقبل، وقد بينت إحدى نشرات بنك إنجلترا بأن نتائج برنامج شراء الأصول (APF) قد حقق نتائج جد مقبولة، حيث سجل الـ PIB الحقيقي ارتفاعا تراوح بين 1,5% و 2%، في حين سجل معدل التضخم ارتفاعا تراوح بين 0,75% و 1,5%.

لم تنحصر الإجراءات غير التقليدية التي اتبعتها بنك إنجلترا على برنامج شراء الأصول (APF) الذي يعتبر أحد أدوات التيسير الكمي Quantitative easing، وإنما استحدثت أداة جديدة ألا وهي الـ "Extended Collateral Term Repo Facility"، وهي عبارة عن احتياطي من السيولة موجه للاستجابة إلى الضغوطات ذات الطابع المتزايد يتم تقديمها في شكل خطوط سيولة تفتح بشكل شهري.

اتخذ بنك إنجلترا منذ شهر جويلية 2012 إجراء آخر غير تقليدي "Funding For Sheme Lending" وهذا كرد على زيادة حدة أزمة منطقة اليورو، كما سمح هذا الإجراء للبنوك بالحصول على التمويل على المدى الطويل بمعدلات فائدة أقل عن معدلات الفائدة السائدة في

الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية (على ضوء الأزمة المالية 2007-2008)

السوق، ويختلف هذا الإجراء عن إجراء "إعادة التمويل على المدى الطويل" الذي تبناه البنك المركزي الأوروبي في كونه مرتبط بالقروض التي تمنحها البنوك للمؤسسات، كما سمح أيضا بخفض معدلات التمويل على المدى الطويل وكذلك معدلات القروض العقارية.¹⁹

5. التحديات التي تواجهها السياسة النقدية بعد الأزمة المالية 2007-2008

وجدت البنوك المركزية نفسها خلال الأزمة المالية 2008 في الصف الأول لمعالجة الصدمة المالية ودعم عملية إعادة بعث الانتعاش الاقتصادي، وقد لجأت البنوك المركزية بغية تحقيق الهدف السابق إلى مختلف أدوات سياستها النقدية التقليدية المتمثلة أساسا في خفض معدل الفائدة وكذا أدوات سياستها النقدية غير التقليدية التي ركزت فيها على تسيير حجم ومكونات ميزانيتها. إن إتباع البنوك المركزية لجملة من الإجراءات والأدوات بشكل استعجالي للرد على الأزمة المالية استثنائية يدفعنا للتساؤل حول الآثار الثانوية المحتملة لمثل هذه الإجراءات لاسيما عن كيفية تطهير البنوك المركزية لميزانيتها في ظل افتقاد جل الدول للإمكانات الضرورية لكبح الأزمة.²⁰ سنحاول عرض أهم التحديات التي تواجه السياسة النقدية فيما يلي:

1.5 تنامي حجم ميزانية البنوك المركزية

قامت البنوك المركزية في الدول المتقدمة لاسيما الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED) وبنك إنجلترا بتسيير كبير في شروطها النقدية خلال الأزمة، وقد قامت هذه البنوك المركزية في بادئ الأمر بخفض معدلات الفائدة ثم بعد ذلك بتضخيم حجم ميزانيتها من خلال قيامها بعمليات شراء كبرى لأوراق دين خاصة وعمومية، وكذلك من خلال تبني تسهيلات جديدة للإقراض وقيامها بتقديم قروض لمؤسسات مالية والعمل على إنقاذها، ضف إلى ذلك قامت أيضا البنوك المركزية في عدة حالات بتوسيع قائمة الأصول المقبولة في عمليات سياستها النقدية، كما قامت أيضا البنوك المركزية في الدول المتقدمة الأقل تضررا من الأزمة المالية كأستراليا وكندا مثلا بزيادة ميزانيتها العمومية لكن بدرجة أقل عما سجل في الدول المتقدمة الأكثر تضررا.²¹

يمكن لارتفاع معدلات الفائدة طويلة الأجل أن تؤدي إلى تسجيل خسائر مالية في حالة التخلي عن سندات أو في حالة اعتماد المحاسبة على قيمة السوق، إذ تجد البنوك المركزية التي تملك حجم كبير من الأصول المقيمة بالعملة الصعبة نفسها عرضة لخطر الصرف، حيث ستسجل خسائر كبيرة في حالة ارتفاع قيمة العملة المحلية، كما سجل خطر القرض بالنسبة للبنوك المركزية ارتفاعا كبيرا خلال الأزمة نتيجة حيازة هذه البنوك على أصول ذات نوعية رديئة على غرار الـ ABS، وهذا إما بسبب عمليات شراء الأصول أو بسبب توسيع قائمة الأصول المقبولة كضمانات.

2.5 ضعف فعالية السياسة النقدية

حتى وإن اتخذت البنوك المركزية عدة إجراءات للحد من تأثير الأزمة المالية وحتى إن نجحت في تحقيق ذلك فإن سياسات التيسير الكمي المتبعة في جل الدول المتقدمة لم تسفر إلا عن حالة انتعاش اقتصادي بطيء، ما يجعلنا نطرح عدة تساؤلات حول فعالية السياسات النقدية والتوسعية المطبقة بعد الأزمة.

يعود ضعف فعالية أدوات السياسة النقدية المتبعة إلى عاملين أساسيين، الأول هو اعتماد البنوك المركزية على سياسة معدل الفائدة الاسمي المقارب أو المساوي للصفر، والثاني هو تداعيات انكماش ميزانية البنوك المركزية، وقد أدى إتباع سياسة معدل الفائدة المقارب للصفر إلى الحد من قدرة البنوك المركزية على خفض معدلات فائدتها وبالتالي ضيقت فرصة تنشيط الطلب، وهو ما يفسر لماذا اتجهت البنوك المركزية نحو تبني تحفيزات نقدية إضافية عبر تسيير الاستباقات المتعلقة بمعدل الفائدة الرئيسي، وعبر عمليات الشراء الواسعة للأصول.

حتى وإن لم تحقق أداة التيسير الكمي كل النتائج المرجوة منها فإنه لا ينبغي الجزم بأن هذه الأداة لا تؤدي أي دور خاصة خلال مرحلة الانتعاش التي تتبع انكماش الميزانية، حيث بينت أحداث الأزمة المالية 2008 بأن إتباع قدر معين من التيسير الكمي منذ بداية الأزمة قد كان ضروريا للحد من تداعيات الأزمة.

ترجم محدودية فعالية أدوات السياسة النقدية المتبعة بعدم جدوى إتباع الإجراءات المتخذة بإصرار أكبر أو لمدة أطول، إن نتيجة وضع كهذا هي تنامي الآثار الثانوية غير المرغوب فيها (السلبية)، ولعل ما حصل خلال الفترة التي تلت الأزمة المالية 2008 خير دليل على ذلك.²²

3.5 التراجع المفاجئ للتضخم وتنامي خطر الانكماش المالي

تواجه العديد من البنوك المركزية منذ بضعة سنوات تراجع مفاجئ وغير منتظر للتضخم حيث أن معدلات التضخم ضلت دون المستوى المحدد في أهداف هذه البنوك، كما كانت المفاجأة أكبر في الدول المتقدمة التي ما كاد اقتصادها يتعافى من الأزمة المالية 2008، وهو الأمر الذي وضع البنوك المركزية أمام تحدى جديد تمثل في إيجاد السياسة النقدية المناسبة لمواجهة الوضع.

عادة ما يؤدي حصول انخفاض مفاجئ في التضخم مقارنة بالهدف المسطر إلى إتباع البنوك المركزية لسياسات نقدية أخف، حيث سيخضع أي إجراء يقوم به البنك المركزي في هذه الحالة لعدة عوامل أهمها الإيجابيات والسلبيات المنتظرة من تراجع التضخم.²³

الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية (على ضوء الأزمة المالية 2007-2008)

لقد دفع المستوى المرتفع لمديونية البنوك المركزية إلى التساؤل حول الآثار المحتملة لانخفاض الأسعار، حيث يوجد إجماع على أن أي انخفاض عام للأسعار في ظل مديونية مرتفعة سيكون أكثر كلفة، إذ سترتفع قيمة المديونية ما لم تصحح معدلات فائدة العقود الموجودة. بينت التجارب السابقة بأن انخفاض أسعار الأصول قد خلف خسائر أكبر من مجرد انخفاض قيمة السلع والخدمات، حيث خلقت التقلبات الكبيرة للأسعار أثر سلبي على القيمة الصافية للأصول وحتى على الاقتصاد الحقيقي.²⁴

خاتمة:

بينت الأزمة العالمية 2007-2008 بأن البنوك المركزية قد عجزت عن تحقيق الاستقرار المالي بواسطة استعمال الأدوات التقليدية لسياستها النقدية إذ أن هذه الأخيرة تفقد فعاليتها بشكل كبير في حال توقف قنوات انتقال أثر السياسة النقدية (قناة سعر الفائدة، قناة الائتمان، قناة سعر الصرف، قناة الإعلام) عن العمل بشكل كلي أو حتى بشكل جزئي. لم تقف البنوك المركزية مكتوفة الأيدي أمام هذا الوضع واستعملت أدوات جديدة قائمة على مبادئ اقتصادية حديثة تهدف إلى تنشيط الاقتصاد وكبت التضخم، أطلق عليها تسمية الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية وتمثلت أساساً في: أداة التيسير الكمي، أداة التيسير النوعي، أداة توجيه استباقات المتعاملين (هذا ما يؤكد صحة الفرضية الأولى). حتى وإن نجحت البنوك المركزية إلى حد ما في تجاوز الأزمة المالية 2007-2008 باستعمال أدوات جديدة فإن هذا لا يجب أن يجنب عن نظرنا التحديات الكبيرة والعديدة التي تواجه السياسة النقدية على غرار تنامي حجم ميزانية البنوك المركزية والتراجع المفاجئ للتضخم وتنامي خطر الانكماش المالي وضعف فعالية السياسة النقدية (هذا ما يؤكد إلى حد ما صحة الفرضية الثانية).

المراجع

¹ Goodhart C.A.E, **Which Lender of Last Resort for Europe?**, Edition Central Banking Publications, Londres, 2000

² Schich S et Seitz F, **Changing the institutional design of Central Banks, 1999** Disponible sur: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=173192 (Consulté le 04/04/2017)

³ Claudiu Tiberiu ALBULESCU, **La stabilité du secteur financier en Roumanie dans la perspective de son adhésion à l'UEM**, thèse de doctorat, Faculté De Sciences Economiques, Université de POITIERS, 2009 , p.p.157.158

⁴ Ibid, p.159

⁵ Jacobson T, Molin J et Vredin A, **How can central banks promote financial stability?**, dans « Economic Review », No. 2, Sveriges Riksbank, 2001, p.p.5-13

⁶ Claudiu Tiberiu ALBULESCU, Op. Cit, p.p.160.161

⁷ Laurent clerc, **les mesures non conventionnelles de politique monétaire**, banque de France, Revue: FOCUS, n°4, 23 Avril 2009, p.1

⁸ Ibid, p.2

⁹ Ibid, p.p.2.3

¹⁰ Disponible sur: www.fr.wikipedia.org/assouplissement_quantitatif (Consulté le 08/09/2017)

¹¹ LOISEL Olivier et MESONNIER Jean-Stéphane. **“Les mesures non conventionnelles de politique monétaire face à la crise”**, Publication Banque de France, n°1, Avril 2009

¹² BOWDLER Christopher et RADIA Arma, **Unconventional monetary policy: the assessment**, In: Oxford Review of Economic Policy, Volume 28, issue 4, 2012, p.p.603-621

¹³ Disponible sur: www.blog-illudio.com/article-l-assouplissement-qualitatif-111250716.html (Consulté le 12/09/2017)

* للمزيد من التوضيحات راجع: <https://ar.talkingofmoney.com/taylor-rule-an-economic-model-for-monetary-policy>

¹⁴ Michael Woodford, **Methods of policy accomandation at the rate lower bound, in The Charming Policy Land space**, symposium organisé par la Federal Reserve Bank of Kansas City, 2012

¹⁵ Disponible sur: www.blog-illusio.com/article-la-strategie-de-forward-guidance-114127772.html (Consulté le 20/09/2017)

¹⁶ Francoise Renversez, **les politiques non-conventionnelles des grandes banques centrales: procédures et instruments**, séminaire franco-russe, 46^{ème} session, 2014, p.2

¹⁷ O Blanchard, **rethinking macro policy 2: getting granular, note discussion**, FMI, Avril 2013

¹⁸ Francoise Renversez, Op. Cit, p.4

¹⁹ Ibid, p.p.6.7

²⁰ Isabelle JOB, **politique monétaire: nouvelles frontières nouveaux défis**, ECO FOCUS, N°12/13, CREDIT AGRICOLE, 27 mars 2012, P.1

²¹ Ibid, p.3

²² Ibid, p.p.101.102

²³ Jézabel Couppey-Soubeyran, **LES BANQUES CENTRALES AU DÉFI DE L'APRÈS-CRISE**, P.57 Disponible sur: www.cepii.fr/PDF_PUB/em/2012/em2012-04.pdf (Consulté le 29/09/2017)

²⁴ Ibid, p.57