

دوافع ومخاطر سياسة التيسير الكمي

Motives and risks of the quantitative easing policy

السعيد قطافي أستاذ محاضر (أ)، جامعة الجزائر 3 - الجزائر gettafi.said@univ-alger3.dz	موساوي هاجر* أستاذة محاضرة (أ)، جامعة الجزائر 3 - الجزائر moussaoui.hadjer@univ-alger3.dz
---	---

تاريخ الاستلام: 2022/10/21

تاريخ القبول: 2022/12/06

الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز وتحليل دور التيسير الكمي ضمن استخدام السياسات النقدية غير التقليدية في مواجهة الأزمات المالية وإدارتها خاصة في حالة الوضع الحالي للاقتصاد الجزائري، حيث يتم إبراز دور السياسة النقدية في حل المشاكل الاقتصادية بوسائل مبتكرة في فترة الأزمات، ثم تحليل فعالية الأدوات غير التقليدية في ذلك، خاصة مع توجه الجزائر لهذه السياسة، وعليه ارتأينا التطرق إلى ما يلي: مفاهيم التيسير الكمي، أسلوب التيسير الكمي، دوافع وأسباب استخدامه، آثاره، مخاطره، سياسة وآثار الخروج منه، الجزائر وسياسة التيسير الكمي، وفي الأخير تم وضع جملة من التوصيات والاقتراحات.

الكلمات المفتاحية: تيسير؛ تمويل؛ كمي؛ سياسات نقدية؛ سياسات غير نقدية.

Abstract

This study aims to highlight and analyze the role of quantitative easing within the use of unconventional monetary policies in facing and managing financial crises, especially in the case of the current situation of the Algerian economy, where the role of monetary policy in solving economic problems in innovative means in the period of crises is highlighted, and then the effectiveness of non-traditional tools is analyzed. In this, especially with Algeria's approach to this policy, and therefore we decided to address our research in terms of: the concepts of quantitative easing, the method of quantitative easing, the motives and reasons for its use, its effects, its risks, the policy and effects of leaving it, Algeria and the policy of quantitative easing, conclusion.

Keywords: **facilitation; finance; quantitative; monetary policies; non-monetary policies.**

* المؤلف المرسل: موساوي هاجر، الإيميل: hadjer.abbi@gmail.com

التيسير الكمي (Assouplissement quantitatif) هو أداة من أدوات السياسة النقدية تستخدمها البنوك المركزية عندما تمر اقتصاديات الدول بمرحلة من الكساد والركود، فتعمل البنوك المركزية جاهدة على خفض نسب الفائدة إلى معدلات متدنية لتشجع البنوك على إقراض الشركات لدفع عجلة الإنتاج والبدء في تحفيز الاقتصاد وتنشيطه من جديد.

يقصد بكلمة "الكمي" عرض النقود والتيسيرات الكمية أي زيادة المال المعروض، ويهدف إلى طبع النقود وشراء مجموعة مختلفة ومتنوعة من الأوراق المالية لإغراق أسواق المال بالنقود وزيادة حجم السيولة.

حيث أن البنوك تفضل في حالات الركود عدم إقراض الأفراد والشركات نتيجة التخوف من المستقبل وتخوفها من مخاطر عدم السداد لكون الحالة الاقتصادية سيئة وقد تفشل الشركات في أعمالها مما يؤدي إلى عدم المقدرة على سداد القروض الممنوحة لهم، الأمر الذي يدفع هذه البنوك إلى الاستثمار في سندات الخزينة والسندات السيادية الحكومية المضمونة.

في هذه الحالة تجد الحكومات والبنوك المركزية نفسها مجبرة للجوء إلى أدوات غير تقليدية بغية تحفيز النشاط الاقتصادي نظرا لكون الأدوات التقليدية مثل خفض معدل الفائدة لم يلعب الدور المطلوب ولم ينجح في تحفيز المصارف على الإقراض للشركات لدفع عملية النشاط الاقتصادي، لذا يتم إتباع سياسة عملية التيسير الكمي من خلال طبع النقود وطرحها في السوق وشراء محفظة واسعة من الأوراق المالية والأصول في المصارف (على سبيل المثال يتم شراء القروض المعدومة والقروض عالية المخاطر للمصارف العاملة في الاقتصاد) ويقوم البنك المركزي بشراء سندات الخزينة الحكومية (التي قامت المصارف بالاستثمار بها) مما يؤدي إلى ارتفاع سعرها وبالتالي انخفاض العائد منها، مما يجعل المصارف تدرك عدم جدوى الاستثمار بسندات الخزينة نظرا لانخفاض عوائدها الأمر الذي يجبرها على العودة لنشاطها الأساسي في إقراض الأفراد والشركات. من بين أدوات السياسة النقدية غير التقليدية نجد أداة التيسير الكمي، والتي طبقت بشكل غير مسبوق في التاريخ النقدي العالمي بطريقة استثنائية استعجالية لاحتواء آثار الأزمات المالية، وطبقت في الجزائر أعقاب الأزمة النفطية 2014 وبالصضبط في قانون النقد والقرض سنة 2017، وقد تباينت نتائج تطبيق هذه الآلية بين الاقتصاديات والدول.

بعد نجاح التيسير الكمي وتعافي الاقتصاد فإنه من المفترض على البنك المركزي أن يعيد بيع جميع الأصول التي اشتراها من قبل، فيقوم بسحب الأموال التي ضحها ويتخلص منها بإخراجها من النظام المالي. من هذا المنطلق جاءت إشكالية الموضوع، والمتمثلة في: "ماهي انعكاسات تطبيق آلية التيسير الكمي؟"

الأسئلة الفرعية:

- ماذا نقصد بآلية التيسير الكمي؟ وما هي أسباب اللجوء إليها؟
- ما هي مختلف الآثار الإيجابية والسلبية لآلية التيسير الكمي؟

فرضيات البحث:

- تعتبر آلية التيسير الكمي من أدوات السياسة النقدية الموضوعة لمواجهة الأزمات المالية، تختلف أسبابها وإجراءات تطبيقها حسب كل بلد.
- هناك آثار إيجابية وأخرى سلبية لآلية التيسير الكمي في مختلف الدول منها الجزائر، بحيث تختلف آثارها باختلاف درجة تطور الدول وظروف تطبيقها.

أهداف البحث:

نطمح من خلال هذه الورقة البحثية إلى تحقيق التأصيل النظري للسياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية التي تعتمدها الدول، والتحقيق في أسباب اللجوء إلى آلية التيسير الكمي باعتبارها أحد أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وإجراءات تطبيقها، مع التوصل إلى عدد من التوصيات والمقترحات التي تساهم في تفعيل هذه الآلية محليا.

1. مفاهيم التيسير الكمي:

أو ما يعرف بالتسهيل الكمي، فقد تعددت المفاهيم واختلفت، مما أصبحت مثيرة للجدل، لكن في الأساس، هي عملية في السوق (تقوم بها البنوك المركزية) تزيد من السيولة والتضخم مع نية مزعومة لتحفيز اقتصاد الدولة وتشجيع الشركات والمستهلكين على الاقتراض وإنفاق المزيد.

1.1 المفهوم الأول: "هو سياسة نقدية غير تقليدية لطباعة النقود، تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد الوطني عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة، حيث يقوم البنك المركزي بشراء الأصول المالية (مثل الأسهم والسندات وأصول الخزنة) لزيادة كمية الأموال المحددة مقدما في الاقتصاد، تتميز هذه عن السياسة المعتادة لشراء أو بيع الأصول المالية بالحفاظ على معدلات الفائدة في السوق عند قيمة الهدف المحدد" (شويش و أحمد، 2014، صفحة 132).

2.1 المفهوم الثاني: التيسير الكمي "هو الخطوات المتخذة من قبل البنك المركزي لدولة معينة بهدف تحفيز الاقتصاد، فإن الدول التي عادة تتبع التيسير الكمي هي الدول التي يعاني اقتصادها من ركود أو جمود اقتصادي". (محمود، 2013، صفحة 92)

3.1 المفهوم الثالث: "يحدد التيسير الكمي على أنه عملية ضخ الأموال في السوق على شكل أصول مالية والهدف من ذلك هو إغراق السوق بالأموال وزيادة السيولة، ويحقق البنك المركزي ذلك أولاً، من خلال تخفيض البنوك المركزية لمعدل الفائدة لتحفيز البنوك على الإقراض". (اشواق، 2013، صفحة 121)

4.1 المفهوم الرابع: التيسير الكمي هو "شراء البنك المركزي أوراق مالية تعود للبنوك التجارية والمؤسسات المالية، وكذلك سندات الخزينة من أجل تعزيز احتياطات البنوك وتوفير السيولة بالإضافة إلى أنها تعمل على رفع قيمة تلك الأصول وزيادة عرض النقود". (سي محمد، 2017، صفحة 112)

بناءً على ما سبق يمكننا القول بأنه لا يوجد مفهوم شامل وموحد لسياسة التيسير الكمي، ونتوصل من دراسة مختلف المفاهيم إلى إمكانية تحديد مفهوم شامل نوعاً ما فنقول التيسير الكمي هو عبارة عن أداة للسياسة النقدية غير التقليدية تقتضي الرفع من حجم موازنة البنك المركزي عن طريق الرفع من القاعدة النقدية، والحفاظ على حجم السيولة في الاقتصاد مع التقليل من مخاطر محفظة الأصول، من جهة أخرى فهي سياسة لا تساهم في تغيير نوعية أصول البنك المركزي مثلما هو الحال في سياسة التيسير الائتماني.

كما أن سياسة التيسير الكمي يمكن أن تأخذ عدة أشكال كالزيادة في احتياطات البنك، وشراء سندات الدين العام والخاص مقابل النقود المركزية (شراء 58% من إجمالي الديون بالمملكة المتحدة و21% بالولايات المتحدة الأمريكية، و10% بمنطقة الأورو)، وكان الهدف من ذلك ضمان الثقة بين البنوك التجارية والمستثمرين بأنهم لن يكونوا تحت قيد السيولة مع انخفاض معدلات الفائدة طويلة الأجل.

إلا أن بعض البنوك التجارية في بعض الأحيان تفضل عدم إقراض الشركات، الأفراد والمؤسسات الاقتصادية، أي بمعنى آخر تفضل عدم تحفيز الاقتصاد وذلك خوفاً من الأوضاع الاقتصادية المزعزعة لدولة معينة وعدم قابليتها على تنبؤ المستقبل، لذلك تلجأ إلى وسائل أكثر أماناً منها بيع الأصول المالية، تكون الأصول المالية عادة على شكل سندات حكومية أو تجارية، لأن البنك المركزي عبر شراء الأصول المالية يشجع المصارف على الإقراض من خلال ضخ السيولة في السوق.

يمكن اللجوء إلى هذا النوع من السياسات على أساس أنها مكملّة لباقي الأدوات التقليدية التي تتركز بالضرورة على معدلات الفائدة، فبالرغم من وجود هامش للتغيير في معدلات الفائدة

(مستويات قريبة من الصفر) إلا أن البنوك المركزية (خاصة منها بنك الاتحاد الأوروبي) لجأت إلى تطبيق سياسة التيسير الكمي لضمان فعالية السياسة النقدية لتعزيز تأثيرها من خلال قناة سعر الفائدة بمعنى التأثير في معدلات الفائدة طويلة الأجل في اتجاهات مستهدفة.

2. أسلوب التيسير الكمي:

ينفذ البنك المركزي التسهيل الكمي من خلال شراء الأصول المالية من البنوك ومن شركات القطاع الخاص بالأموال الجديدة المنشأة إلكترونياً، ويزيد هذا الإجراء من الاحتياطيات الفائضة للبنوك، وكذلك يرفع أسعار الأصول المالية التي تم شرائها مما يخفض من عائداتها.

عادة ما تنطوي السياسة النقدية التوسعية على شراء البنك المركزي للسندات الحكومية قصيرة الأجل من أجل خفض معدلات فائدة السوق قصيرة الأجل (باستخدام مزيج من تسهيلات الإقراض الثابتة وعمليات السوق المفتوحة)، ومع ذلك فعندما تكون معدلات الفائدة قصيرة الأجل إما عند صفر أو قريبة منه، فإن السياسة النقدية العادية لا تكون قادرة على خفض معدلات الفائدة، ثم قد تستخدم السلطات النقدية التسهيل الكمي لزيادة تنشيط الاقتصاد بشراء أصول ذات فترات استحقاق أطول فحسب من السندات الحكومية قصيرة الأجل، وبالتالي تخفيض معدلات الفائدة ذات الأجل الأطول بالإضافة على منحني العائد.

يمكن استخدام التسهيل الكمي للمساعدة على ضمان ألا يقل التضخم عن الهدف، وتشمل المخاطر أن السياسية أكثر فعالية من المراد في العمل مقابل الانكماش الاقتصادي أو عدم فعاليتها بما فيه الكفاية (إذا لم تقرض البنوك المال).

في العادة، ينفذ البنك المركزي السياسة النقدية برفع أو خفض معدل الفائدة المستهدف من أجل معدل الفائدة بين البنوك، وعموما يحقق البنك المركزي معدل الفائدة المستهدف في الأساس من خلال عمليات السوق المفتوحة، حيث يقوم البنك المركزي بشراء أو بيع السندات الحكومية قصيرة الأجل من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، وعندما يقوم البنك المركزي بصرف أو تحصيل هذه السندات، فإنه يغير مبلغ من المال في الاقتصاد، في حين أنه في الوقت ذاته يؤثر على سعر السندات الحكومية قصيرة الأجل (وبالتالي على العائد)، وهذا بدوره يؤثر على معدلات الفائدة بين البنوك.

إذا كان معدل الفائدة الاسمية عند الصفر أو قريب منه للغاية، فلا يمكن للبنك المركزي أن يجعله أقل من ذلك، ويمكن أن تحدث هذه الحالة، الذي يسمى فخ السيولة، على سبيل المثال، خلال الانكماش الاقتصادي أو عندما يكون التضخم منخفض جداً، وفي هذه الحالة فإن البنك المركزي قد يؤدي التسهيل الكمي بشراء كمية محددة مقدما من السندات أو الأصول الأخرى من المؤسسات المالية بصرف النظر عن معدل الفائدة، والهدف من هذه السياسة هو زيادة المعروض

النقدي بدلا من خفض معدل الفائدة التي لا يمكن أن تتخفض أكثر من ذلك، وغالبا يعتبر ذلك السبيل الوحيد الباقي لتنشيط الاقتصاد.

يمكن تنفيذ التسهيل الكمي، والسياسة النقدية بشكل عام، إذا سيطر البنك المركزي على العملة المستخدمة، ولا يمكن للبنوك المركزية في دول الاتحاد الأوروبي، على سبيل المثال، توسيع عرضها النقدي من جانب واحد، وبالتالي لا يمكنها استخدام التسهيل الكمي، وعليها بدلا من ذلك الاعتماد على البنك المركزي الأوروبي (ECB) لضبط السياسة النقدية.

3. دوافع وأسباب استخدام التيسير الكمي

هناك عدة ودوافع كانت سببا لاستخدام التيسير الكمي من بينها:

- تم تصميم برنامج التسهيل الكمي لمعالجة المشاكل التي نشأت عندما فشلت الممارسات المصرفية الحديثة التقليدية في منع الركود، يتمثل الهدف الرئيسي للتسهيل الكمي في زيادة التضخم (لتجنب الانكماش) وتعديلات أسعار الفائدة هي واحدة من الأدوات الرئيسية التي تستخدمها البنوك المركزية للحفاظ على معدل التضخم تحت السيطرة، فعندما يتباطأ الاقتراض والنشاط المالي يمكن للبنك المركزي في أي دولة تخفيض سعر الفائدة لجعل البنوك قادرة على تقديم قروض بأسعار معقولة، وعلى النقيض من ذلك، عندما تكون الأشياء حرة بعض الشيء حيث يقترب الإنفاق والائتمان من مستويات محفوفة بالمخاطر قد يكون سعر الفائدة الأعلى بمثابة بوابة توقف إلى حد ما؛

- يقوم البنك المركزي بضبط الاقتصاد من خلال سيطرته على أسعار الفائدة قصيرة الأجل، فحينما تنخفض أسعار الفائدة، يرتفع الاستهلاك والاستثمار بشكل عام، مما يؤدي إلى المزيد من النشاط الاقتصادي، لكن معدلات الفائدة قصيرة الأجل كانت قد وصلت إلى مستوى قريب من الصفر في أواخر عام 2008، ولم يكن بالإمكان تخفيضها أكثر من ذلك، فكان السبيل الوحيد لتقديم حوافز إضافية هو خفض أسعار الفائدة طويلة الأجل، وهو أحد أهداف التيسير الكمي، فمشتريات البنك المركزي تؤدي إلى تحقيق طلبا إضافي على السندات الحكومية طويلة الأجل، مما يرفع أسعارها ويخفض أسعار الفائدة المرتبطة بها؛

- ضمان استقرار التوقعات المرتبطة بمعدلات التضخم لمنع وصول انكماش الأسعار إلى الأجور، وقد دفع هذا بنك الاحتياطي الفيدرالي لتوسيع ميزانيته العمومية بشكل كبير لضمان إبقاء التوقعات مستقرة؛

- يعمل البنك المركزي على تشجيع المستثمرين لامتلاك أصول ذات مخاطر أكبر عبر إزالة السندات الحكومية طويلة الأجل الآمنة نسبيا من السوق، حيث أن الزيادة الناتجة في أسعار الأسهم والسكن من شأنها أن تزيد من ثروة الأفراد مما سيعزز استهلاك القطاع الخاص، وقد كان هذا هو الهدف من المرحلتين الأخيرتين من التيسير الكمي.

في الواقع، أدت هذه التدابير إلى نتائج إيجابية في اقتصاد الولايات المتحدة، فقد تمكنت الولايات المتحدة من تفادي الدخول في فترة طويلة من انكماش الأسعار، وانخفض معدل البطالة الذي بلغ ذروته في أكتوبر 2009 عند نسبة 10.1% بشكل مطرد منذ ذلك الحين واستقر الآن عند نسبة 5.9%، وقد كان دافع البحث عن العائدات هو ما أدى إلى ارتفاع نسبته 19.0% في الأسهم الأمريكية منذ مارس 2009، بل إن البعض يجادل بأن التيسير الكمي قد تجاوز الحد المعقول وبات مصدرا لعدم الاستقرار المالي.

لم يكن تأثير برنامج التيسير الكمي على الاقتصاد العالمي أمرا قليل الأهمية، فقد اتسع نطاق البحث عن عائدات أعلى ليشمل ليس فقط أسواق الأسهم والائتمان والإسكان المحلية، بل امتد إلى السندات والأسهم في الأسواق الناشئة كذلك، وعززت هذه التدفقات قيمة تلك الأصول مما عوض العجز الكبير في الحساب الجاري في بعض الأسواق الناشئة، غير أن تدفقات المحافظ عكست وجهتها بسرعة عندما أعلن بنك الاحتياطي الفيدرالي عن نيته في الحد من عمليات شراء الأصول الشهرية في ماي 2013، وقد كشف ذلك عن نقاط الضعف الكامنة في عدد من تلك الاقتصاديات.

4. آثار التيسير الكمي:

من آثار سياسة التيسير الكمي، أن الجولات المتعاقبة من عمليات شراء الأصول قد أدت إلى توسيع أصول الميزانية العمومية للبنوك المركزية بشكل كبير، والتي حذر المراقبين من أن يؤدي ذلك إلى عدم استقرار مالي عالمي، هذا وقد ارتفعت ميزانية بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي إلى مستويات قياسية بلغت 4.5 تريليون دولار مقارنة بنحو 925 مليار دولار قبل الأزمة.

بمقارنة الميزانية العمومية للبنوك المركزية نسبة إلى الناتج الإجمالي لكل بلد، فإن البنك المركزي الياباني يأتي في المركز الأول حيث بلغت ميزانيته العمومية نحو 94% من الناتج المحلي الإجمالي ويأتي في المرتبة الثانية البنك المركزي الأوروبي بميزانية حجمها 39% من الناتج المحلي الإجمالي، في حين بلغت نسبة الميزانية العمومية إلى الناتج المحلي الإجمالي 23% في كل من بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي وبنك إنجلترا.

عندما بدأت الأخذ بسياسة التيسير الكمي لإنعاش الاقتصاد كانت هناك توقعات بأن ترتفع مستويات التضخم وذلك بسبب الأموال التي ضختها البنوك المركزية لشراء الأصول، ولكن بالرغم من ذلك لم يرتفع التضخم بل كان هناك تخوفا من انكماش الأسعار، بسبب تراجع أسعار النفط، لأنه في نهاية الأمر ارتفع التضخم حتى اقترب في بعض الدول من المستويات المستهدفة وبقى أقل منها في بعض الدول الأخرى، وذلك نسبة لانخفاض الأجور وانخفاض معدلات الإنتاجية والطاقة الإنتاجية الفائضة، وبالتالي فإن انخفاض التضخم هو الأمر الذي أدى إلى التأجيل والبطء في رفع أسعار الفائدة في كثير من الدول المتقدمة وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية .

كذلك من آثار سياسة التيسير الكمي، ارتفاع أسعار الأصول في أسواق المال داخل الدول المتقدمة بسبب انخفاض أسعار الفائدة التي أدت إلى خروج كثير من المستثمرين نحو الدول النامية والأسواق الناشئة بحثاً عن عوائد مرتفعة، وكانت هناك مخاوف حقيقية بأن تلجأ بعض دول العالم خاصة الدول الناشئة والنامية، في محاولة منها للدفاع عن أسواق الأصول بها، إلى وضع قيود على دخول رؤوس الأموال لتفادي التدفقات الضارة لرؤوس الأموال الساخنة إلى أسواقها، بصفة خاصة المتعاملة بالدولار، حيث يمكن أن يتسبب ذلك في فقاعة أصول في تلك الدول.

كما أن برنامج التيسير الكمي أدى إلى انخفاض قيمة العملات في الدول المتقدمة وهو الأمر المتوقع أن يترتب عليه تغير واضح في الأوضاع النسبية للعملات العالمية، وهو ما ينعكس على القدرات التنافسية للدول الأخرى التي سوف ترتفع عملتها مقابل هذه العملات الرئيسية، فعلى سبيل المثال أدت خطة التيسير الكمي في الولايات المتحدة إلى تزايد الضغوط على اليوان Yuan نحو الارتفاع، وهو الأمر الذي حاولت الصين جاهدة طوال السنوات السابقة أن تتجنبه، وذلك من خلال التدخل المكثف في سوق الصرف الأجنبي للحفاظ على اليوان Yuan عند أقل من قيمته الحقيقية، فمن خلال خطة التيسير الكمي تكون الولايات المتحدة تلقائياً قد رفعت من قيمة اليوان Yuan في مواجهة الدولار الضعيف، ومن ثم فإن ما كانت تطالب به الولايات المتحدة عن طريق التفاوض، أصبحت تحصل عليه من خلال سياسات التيسير الكمي وبالتالي وضع الصين أمام الأمر الواقع، ومثل هذه الأوضاع يمكن أن تجر دول العالم في محاولة الدفاع عن مصالحها إلى اتخاذ ردود أفعال وقائية أو انتقائية، تشكل الأرضية اللازمة لانطلاق حرب بالعملات على نطاق واسع.

كذلك فإن استمرار تراجع قيمة الدولار بصورة حادة في أسواق الصرف الأجنبي يضع الدول التي ترتبط عملاتها بالدولار مثل دول الخليج وكثير من الدول النامية في العالم في خطر، حيث أن تلك الدول مجبرة على أن تستورد السياسة النقدية لبنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، والتي من الممكن أن تكون غير مناسبة لها نسبة اختلاف الأوضاع الاقتصادية.

كما أن الدول النامية والناشئة تملك في الولايات المتحدة احتياطات ضخمة من الدولار وبالتالي فإن تراجع الدولار وأسعار الفائدة طويلة الأجل سيؤدي إلى تحقيق أضرار على احتياطات هذه الدول وتراجع قيمتها، بينما نجد أن الخيارات المتاحة أمامها للتعامل مع هذه المواقف محدودة جداً، حيث لا تستطيع للأسف أن تفعل شيئاً في الأجل القصير، لأن أي تحرك على نطاق واسع من جانبها للتخلص من احتياطياتها الدولارية يمكن أن يترتب عليه انخفاض كبير في قيمة الدولار تدفع ثمنه هي وليست الولايات المتحدة.

في يناير 2014 أعلن مجلس الاحتياطي الفيدرالي تخفيض حجم شراء السندات المعروف بالتيسير الكمي تمهيداً لعكس اتجاه السياسة النقدية التوسعية الأمريكية التي استندت إلى معدلات

الفائدة الصفرية واستهدفت انخفاض منحني العائد طويل المدى من خلال قناة توازن المحافظ المالية لتشجيع عمليات الإقراض لأغراض محددة، ولقد استند الاقتراح على تحسن جوهري في أداء الاقتصاد الأمريكي على الرغم من استمرار معدلات التضخم عند مستوى أقل من المستهدف، غير أن الإعلان عن تخفيض شراء السندات لم يصاحبه ارتفاع في معدلات الفائدة مباشرة، ومن المتوقع أن تتراجع سندات الخزينة في ميزانية الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي إلى مستويات تقارب 1.5 تريليون دولار بحلول عام 2021، وتتراجع سندات الرهن العقاري إلى دون تريليون دولار في نفس الفترة الزمنية، وتشير التوقعات أنه بعد بدء تقليص ميزانية الاحتياطي الفيدرالي أن أسعار الفائدة على المدى الطويل سترتفع بمقدار 0.1% بشكل سنوي.

هذا ولقد أكد مجلس الاحتياطي الفيدرالي في ذلك الوقت على أن الفائدة الصفرية ستستمر وأن عمليات رفع الفائدة سيتم بحذر شديد حتى لا تؤثر في مساعي التعافي للنشاط الاقتصادي ولقد كان من الواضح أن ذلك عبارة عن تهيئة الأوضاع للخروج الآمن من سياسة التيسير الكمي. اعتمادا على ما سبق فإن التيسير الكمي في رأينا ليس فعال على الدوام ويعتمد بشكل كبير على السياق والدوام، فالعديد من الاقتصاديات التي جربت استخدام التيسير الكمي (أو نهج مماثل) لم يكن لها النتائج المرجوة، نتيجة أنها لم يتم إدارتها بشكل صحيح، فقد يؤدي فعل ضخ الأموال في الاقتصاد وخفض أسعار الفائدة إلى نتائج غير متوقعة وغير مرغوب فيها، ولتوضيح ذلك سوف نذكر فيما يلي البعض من الآثار الإيجابية والسلبية المحتملة.

1.4 الآثار الإيجابية:

أ- زيادة الاقتراض: من المرجح أن يتعامل المستهلكون والشركات مع ديون جديدة عندما تكون أسعار الفائدة منخفضة؛

ب- زيادة الإقراض: تشجيع البنوك على تقديم المزيد من القروض بسبب الزيادة في الأموال من خلال شراء البنك المركزي للأصول؛

ج- زيادة الإنفاق: الإقراض والاقتراض الجديان يولدان المزيد من الأموال، مع انخفاض أسعار الفائدة فإن ترك الأموال في المدخرات ليس فعالا هذا ما يجعل المستهلكون يزدون من إنفاقهم؛

د- النمو الوظيفي: عندما يكون لدى الشركات القدرة على الوصول إلى المزيد من رأس المال من خلال القروض وارتفاع مبيعاتها بسبب زيادة الإنفاق الاستهلاكي يتم تشجيعها على توسيع وتوظيف المزيد من الموظفين.

2.4 الآثار السلبية:

إن التسهيلات الكمية هي ببساطة أداة مساعدة من أجل المزيد من المشاكل الهيكلية التي تضر الاقتصاد، فبعض الآثار السلبية المحتملة تشمل:

أ- **زيادة في الديون:** قد تؤدي زيادة فوائد الاقتراض بالشركات والمستهلكين إلى الاقتراض أكثر مما يستطيعون تحمله الأمر الذي قد يكون له عواقب سلبية على الاقتصاد؛

ب- **التضخم:** زيادة العرض النقدي الناتجة عن التيسير الكمي بشكل طبيعي يؤدي إلى التضخم، حيث ستزداد المنافسة على المنتجات بسبب ازدياد الأموال المتداولة ولكن لا يوجد زيادة في المعروض من السلع، وارتفاع الطلب يؤدي إلى ارتفاع الأسعار، إذا لم تتم إدارتها بشكل صحيح يمكن أن ترتفع معدلات التضخم بسرعة مما يؤدي إلى التضخم المفرط؛

ج- **إقراض غير إلزامي:** في التيسير الكمي تهدف البنوك التجارية إلى استخدام الأموال التي تحصل عليها من البنك المركزي لتقديم المزيد من القروض لكن لا توجد استعادة من العملية يتطلب منهم القيام بذلك، على سبيل المثال، عندما تم تطبيق التيسير الكمي في البداية في الولايات المتحدة بعد الأزمة المالية لسنة 2008، احتفظت العديد من البنوك بثروتها الجديدة بدلا من استخدامها؛

د- **التأثير على أدوات الاستثمار الأخرى:** غالبا ما يستجيب سوق السندات بشكل سلبي لعدم الاستقرار والتغيرات المفاجئة والتي هي شائعة جدا بعد إجراء سياسات التيسير الكمي.

كاستراتيجية نقدية غير تقليدية قد يكون التيسير الكمي قد ساعد بعض الاقتصاديات مع استردادها لكنه بالتأكيد استراتيجية مثيرة للجدل، وحتى هذا الاستنتاج قابل للنقاش، معظم المخاطر المحتملة مثل التضخم المفرط والدين المفرط، لم توتى ثمارها بأي طريقة، ولكن بعض الدول التي استخدمت التيسير الكمي قد عانت من عدم استقرار العملة وأثر ضار على المجالات الاقتصادية والأسواق الأخرى والعواقب طويلة الأجل غير واضحة بما فيه الكفاية وقد تكون آثار التيسير الكمي مختلفة تماما وفقا للسياق.

كأمثلة على ذلك نذكر بعض الدول التي استخدمت بنوكها المركزية التيسير الكمي وما كان من وراء ذلك من بينها:

- **بنك اليابان:** (2001-2006 و 2012): لم تخفف جهود التيسيرات الكمية من مشاكلهم المالية، فقد أصبح الين الياباني أضعف مقابل الدولار الأمريكي وزادت تكلفة الواردات؛

- **الولايات المتحدة:** (2008-2014): نفذت الولايات المتحدة ثلاث جولات من التيسيرات الكمية لمعالجة أزمة السكن والركود الذي تلاها، فتعافى الاقتصاد ولكن سواء كان ذلك بسبب وجود تيسيرات مالية قابلة للنقاش، وبالمقارنة مع كندا التي لم تستخدم ممارسات التيسيرات الكمية المصرفية تكشف عن عدم وجود فرق ملحوظ؛

- **البنك المركزي الأوروبي (2015-2018):** تعرضت منطقة اليورو لتضخم مستقر وانخفاض في معدل البطالة واقتصاد قوي في عام 2017 لكنها لا تزال تتعامل مع نمو الأجور غير الملهم وارتفاع أسعار الفائدة.

5. مخاطر التيسير الكمي:

إن التيسير الكمي سياسة اقتصادية نقدية مما يجعلها تواجه بعض المخاطر نذكر منها:

- قد يسبب التسهيل الكمي ارتفاع معدلات التضخم أكثر مما هو مرغوب فيه إذا تمت المبالغة في تقدير المبلغ المطلوب للتسهيل ويتم إنشاء أموال أكثر من اللازم، ومن ناحية أخرى، يمكن أن يفشل إذا كانت البنوك لا تزال مترددة في منح القروض إلى الشركات الصغيرة والأسر من أجل تحفيز الطلب، ويمكن للتسهيل الكمي أن يخفف بفعالية عملية تخفيض المديونية كما يخفض العائدات، ولكن في سياق الاقتصاد العالمي، قد تساهم معدلات الفائدة المنخفضة في استمرار الأصول في الاقتصاديات الأخرى؛

- الزيادة في المعروض النقدي لها تأثير تضخمي (كما يتضح من الزيادة في المعدل السنوي للتضخم)، وهناك ثغرة زمنية بين النمو النقدي والتضخم، ويمكن بناء الضغوط التضخمية المرتبطة بالنمو النقدي من التسهيل الكمي قبل أن يعمل البنك المركزي على مواجهتها، ويتم تخفيف المخاطر التضخمية إذا كان اقتصاد النظام قد فاق نمو وتيرة زيادة المعروض النقدي من التسهيل، وإذا كان الإنتاج في اقتصاد ما يزداد بسبب زيادة المعروض النقدي، فإنه قد تزداد أيضا قيمة وحدة العملة، حتى ولو كان هناك مزيدا من العملات المتاحة، فعلى سبيل المثال، إذا كان اقتصاد دولة ما لتحفيز زيادة كبيرة في الإنتاج بمعدل على الأقل عالي بمستوى قيمة الديون المحولة إلى نقد، فسوف تتعادل الضغوط التضخمية، ولا يمكن أن يحدث هذا إلا إذا كانت البنوك الأعضاء تقرض بالفعل الأموال الفائضة بدلا من اكتناز النقود الإضافية، وخلال أوقات ارتفاع الناتج الاقتصادي، لدى البنك المركزي دائما خيار استعادة الاحتياطي مرة أخرى إلى أعلى المستويات من خلال رفع معدلات الفائدة أو وسائل أخرى، بفاعلية عكس خطوات التسهيل التي تم اتخاذها؛

- من ناحية أخرى، عندما يكون الطلب على النقود غير مرن للغاية فيما يتعلق بمعدلات الفائدة، أو معدلات الفائدة القريبة من صفر (الأعراض التي تتضمن فخ السيولة)، فإنه يمكن تنفيذ التسهيل الكمي من أجل مواصلة تنشيط المعروض النقدي، وعلى افتراض أن الاقتصاد أدنى من القوى الكامنة (داخل حدود إمكانيات الإنتاج)، فإن التأثير التضخمي لا يكون موجود على الإطلاق، أو بنسبة أصغر بكثير؛

- تميل زيادة المعروض النقدي نحو خفض قيمة سعر الصرف لبلد ما مقابل العملات الأخرى، وتتفجع ميزة التسهيل الكمي هذه بطريقة مباشرة المصدرين المقيمين في الدولة التي تؤدي التسهيل الكمي وأيضا المدينين الذين لهم ديون صادرة بهذه العملة، حيث أنه عندما تنخفض قيمة العملة تنخفض الديون، ومع ذلك، فإنها تضر بطريقة مباشرة الدائنين وحائزي العملة حيث أن القيمة الحقيقية لرصيدهم تنخفض، ويضر أيضا تخفيض قيمة العملة بطريقة مباشرة المستوردين حيث أن تكاليف البضائع المستوردة تتضخم بانخفاض قيمة العملة؛

- يمكن للبنوك أن تستخدم هذه الأموال الجديدة للاستثمار في الأسواق الناشئة والاقتصاديات القائمة على السلع الأساسية والسلع نفسها وفرص غير محلية بدلا من إقراض الشركات المحلية التي تواجه صعوبة في الحصول على القروض؛

- يؤدي شراء البنك المركزي للسندات العمومية إلى ارتفاع الدين العام فمثلا في إنجلترا ارتفع الدين الحكومي إلى 100% من الناتج المحلي الإجمالي؛ (Pettinger، 2017، صفحة 82)

- قد تساهم سياسة التيسير الكمي إلى حدوث فقاعات في أسعار الأسهم والسندات من خلال زيادة الطلب عليها مما يؤدي إلى أزمة مالية، فانفجار فقاعة أسعار العقارات كانت سببا رئيسيا في الأزمة المالية العالمية 2008؛ (others، 2015، صفحة 210)

- تعد سياسة التيسير الكمي وسيلة سهلة تلجأ إليها السلطات في أوقات الأزمات لكسب الوقت لأنها تستجيب بشكل أسرع من إجراء الإصلاحات الهيكلية اللازمة للسياسة الاقتصادية، لذلك كلما زادت مدة شراء البنوك المركزية للأصول المالية كلما قل احتمال اتخاذ السلطات الإصلاحات الهيكلية الضرورية؛

- إن شراء البنك المركزي للأوراق المالية طويلة الأجل يؤدي إلى تضاعف حجم ميزانيته بعدة مرات لذلك فالخروج من سياسة التيسير الكمي ورفع أسعار الفائدة قد ينتج عنها خسارة في ميزانية البنك المركزي؛ (Pettinger، 2017)

- يمكن أن تؤدي سياسة التيسير الكمي المطبقة في الدول المتقدمة إلى تقلبات في الأسواق المالية للدول الناشئة نتيجة لتدفق رؤوس الأموال لهذه الأخيرة من الدول المتقدمة عن طريق المستثمرين في الأصول المالية بحثا عن عوائد مرتفعة ثم سحب هذه الأموال عند نهاية برامج التيسير الكمي ورفع أسعار الفائدة؛ (Abeer Reza، 2015، الصفحات 1-2)

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

6. سياسة وآثار الخروج من التيسير الكمي:

بدأ الانتعاش الدوري العالمي يزداد قوة منذ منتصف عام 2016، وفي الوقت الراهن اخذ النشاط الاقتصادي العالمي يكسب زحما في تسارع النمو، كما أصبحت الأوضاع المالية أقوى عبر الدول، وقد ساعد ذلك في تشجيع كل من مجلس الاحتياط الفيدرالي وبنك إنجلترا والبنك المركزي الأوروبي على الإقرار بأنه قد حان الوقت لاتخاذ سياسات تطبيع أسعار الفائدة والابتعاد عن السياسات الاستثنائية للتيسير الكمي التي استخدمت لمواجهة الأزمة، بعد أن ساعدت هذه السياسات في تعزيز أسعار الأصول ودفع النمو ولكن بدرجات متفاوتة عبر الدول.

كانت الولايات المتحدة الأمريكية من أوائل الدول المتقدمة في الخروج من سياسة التيسير الكمي، ولقد وضعت لذلك برنامجا مسبقا أسمته: خطة ومبادئ سياسة التطبيع، حيث أعلنت لجنة السوق المفتوح الفيدرالية التابعة لمجلس الاحتياط الفدرالي أن هناك مكونا لسياسة تطبيع الفائدة، الأول هو رفع النطاق المستهدف لمعدل الفائدة الرئيسي حتى المستويات الطبيعية، والثاني الانخفاض التدريجي لحيازات مجلس الاحتياط الفدرالي من السندات عبر الزمن، وتقرر اللجنة توقيت وسرعة رفع معدل الفائدة حتى الوصول إلى المستويات الطبيعية.

في عام 2014 أوقف مجلس الاحتياط الفدرالي شراء السندات، وهي أول خطوة نحو الخروج من برنامج التيسير الكمي، ولكنه واصل إعادة استثمار الأصول التي تمت آجالها، وفي أواخر عام 2015 رفع مجلس الاحتياط الفدرالي أسعار الفائدة للمرة الأولى منذ الأزمة المالية العالمية وبلغ معدل الفائدة نحو 0.5% وفي ديسمبر 2016 تم رفعها مرة ثانية، حيث بلغ معدل الفائدة 0.75% وخلال سنة 2017 قام بنك الاحتياط الفيدرالي برفع سعر الفائدة ثلاثة مرات (مارس، يونيو وديسمبر) معدل 25 نقطة مئوية في كل منها حيث بلغ معدل الفائدة نحو 1.5% وفي مارس 2018 تم رفعها بمعدل ربع نقطة مئوية أخرى لتصل إلى 1.75%. (الحسين، 2014، صفحة 123)

كذلك قام بنك إنجلترا المركزي برفع سعر الفائدة الرئيسي لأول مرة منذ عقد من الزمان إلى نحو 0.5% في نوفمبر 2017، حيث أعلن انه يتوقع أن لا تستدعي الحاجة سوى زيادات أخرى بوتيرة تدريجية وبشكل محدود خلال السنوات الثلاثة القادمة، أما بالنسبة لبرنامج شراء سندات الشركات فلقد أبقاء البنك المركزي البريطاني عند مستوى 10 مليارات إسترليني، كما أبقي مشتريات السندات الحكومية عند 435 مليار إسترليني، ولم يجري أية تخفيض عليها. (محمود، 2013، صفحة 113)

بالنسبة للبنك المركزي الأوروبي فانه بدأ بالمرحلة الأولى من خطوات برنامج الخروج من التيسير الكمي وهي تخفيض مشتريات السندات من 80 مليار يورو إلى نحو 60 مليار يورو شهريا وذلك في ديسمبر 2016، حيث من المفترض أن تنتهي تلك المشتريات تماما بحلول ديسمبر 2017، وكان تبرير البنك المركزي الأوروبي نحو منهج الخروج التدريجي من سياسة التيسير الكمي من خلال تخفيض شراء السندات، هو قوة انتعاش اقتصاد منطقة اليورو وارتفاع الثقة وتسارع وتيرة النمو خلال ثلاثة فصول متتالية مع ارتفاع ملحوظ في الإنفاق والاستثمار، ومن الواضح أن البنك المركزي الأوروبي يعمل على ضمان استقرار مستوى الأسعار كشرط مسبق للاقتصاد ليتمكن من النمو على طريق متوازن يمكن الحفاظ عليه على المدى الطويل، وذلك هو المبدأ التوجيهي لجميع قرارات السياسة النقدية التي يتخذها، وعلى الرغم من ضغوط محافظي البنوك المركزية في

ألمانيا وهولندا وفرنسا نحو الانتقال إلى مرحلة رفع أسعار الفائدة. (الحسين، 2014، صفحة 117)

أما من ناحية آثار الخروج من سياسات التيسير الكمي والاتجاه نحو تشديد السياسة النقدية من خلال رفع أسعار الفائدة، فإن تأثير التغير في سعر الفائدة لا يظهر فوراً، فهو يؤثر على بعض المؤشرات الاقتصادية كمعدلات النمو والبطالة على المدى الطويل أما عن المؤشرات المالية والنقدية يكون التأثير على المدى القصير، فمن المعروف أن التأثير المباشر لرفع سعر الفائدة يرفع من كلفة الاقتراض فتتخفص الأعمال والاستثمارات ويقل الأفراد من الإنفاق الاستهلاكي ويؤثر ذلك على معدل النمو الاقتصادي، وبالتالي يعني ذلك أن رفع الفائدة يؤدي إلى كبح عمليات الاقتراض وبالتالي تقليل السيولة في السوق مما يؤدي إلى خفض نسبة التضخم (أي ارتفاع مستوى الأسعار)، ولكن الانخفاض في النمو والتضخم لا يحدث في المدى القصير، لذلك اتجهت الولايات المتحدة أخيراً نحو تفعيل السياسة المالية، خاصة بعد تراجع مستويات العجز والديون، وتخفيف سياسات التقشف، حيث أقرت الحكومة الأمريكية مشروع خفض الضرائب على الشركات، بعد أن أصبحت هناك مساحة للسياسة المالية لتعزيز الطلب الكلي والنمو، كما ستقوم السياسة المالية في نفس الوقت بعملية إصلاح البنية التحتية التي لا تعمل فقط على زيادة الطلب الكلي، بل تساعد في زيادة العرض الكلي أيضاً، بفضل دعمها للإنتاجية وكفاءة القطاع الخاص، وكل ذلك يدفع النشاط الاقتصادي نحو نمو مستدام.

أما التأثيرات غير المباشرة، فإن رفع سعر الفائدة يؤدي إلى ارتفاع سعر صرف العملة المعنية مما يؤثر على اتجاه المستثمرين بالانتقال من أسواق الأصول كالأسهم والسندات وكذلك سوق السلع والخدمات إلى أسواق العملات، وذلك لأن رفع سعر الفائدة أو خفضه يتناسب عكسياً مع سعر السندات والأوراق المالية، وبالتالي فإن رفع سعر الفائدة في الولايات المتحدة يدفع بالمستثمرين إلى الاتجاه نحو الدولار حيث يزداد الطلب عليه، مما يرفع من قوته مقابل العملات الأخرى، وبالتالي يؤثر على التجارة الدولية، حيث ترتبط كثيراً من السلع والخدمات بالدولار، ويستخدم الدولار في نحو 95 % من العقود التجارية على مستوى العالم، أي ما يقدر بنحو 5 تريليون دولار يومياً، ويستخدم 2 تريليون دولار في معاملات أسواق الصرف الأجنبي يومياً، وترتبط بعض الدول بأسعار صرف عملاتها بالدولار، كما أنه يمثل نسبة كبيرة في الدول التي تتخذ سلة من العملات لنظام سعر الصرف فيها، لذلك فإن أي اضطراب في سعر الدولار يؤثر على أسعار تلك السلع والخدمات المرتبطة به وعلى تقييم العملات الأخرى مقابل الدولار. (مشولي، 2014، صفحة 185)

كما أن من آثار رفع الفائدة الأمريكية أنه يزيد من أعباء ديون تلك الدول التي سوف تقترض مستقبلاً من أمريكا نسبة لارتفاع تكلفة الأموال، كما أن ارتفاع الدولار نتيجة لارتفاع الفائدة الأمريكية

سوف يزيد قيمة الأموال المقترضة عما كان عليه سابقا، وكل ذلك ينعكس سلبا على الموازنات العامة والحسابات الجارية لتلك الدول، وكذلك على صعيد الاقتصاديات المتقدمة كما في الاتحاد الأوروبي واليابان، يلاحظ أن رفع الفائدة الأمريكية قد زاد من الفارق على العوائد المتحققة من الاستثمارات بسبب انخفاض قيمة سعر صرف العملات الرئيسية مقابل الدولار، وبالتالي هناك مخاوف على قدرة تحسن النمو الاقتصادي في تلك الدول، في الوقت الذي تحتاج إلى استثمارات جديدة لرفع مستويات المعيشة وتقليل معدلات البطالة.

7. الجزائر وسياسة التسيير الكمي:

انتهجت الجزائر مع مطلع سنة 2018؛ حيث تفاقمت ضغوطات الصدمة البترولية منذ أواخر سنة 2014، وانهارت أسعار المحروقات بنسبة 50% خلال ستة أشهر فقط مما سبب تدني الموارد المالية للدولة التي كانت أمام تحديات اقتصادية تنموية هامة، معتمدة في ذلك على نموذج تنموي يحتاج إلى مورد مالي كبير لتفعيله، ولهذا كان التوجه الجزائري من أداة التسيير الكمي هو تمويل عجز الخزينة العمومية، وليس التأثير في المتغيرات النقدية بصفة مباشرة. أصدر بنك الجزائر تقريرا لتقييم تنفيذ التمويل بالتسيير الكمي، ولتسليط الضوء على السياسة المالية التي انتهجتها الحكومة الجزائرية منذ سنة 2014، حيث أكد بنك الجزائر اللجوء إلى هذا الإجراء بسبب الانخفاض الحاد في أسعار النفط، بداية من منتصف سنة 2014، فآثر سلبا في المالية العامة للدولة.

قد أدى هذا الوضع المالي إلى تآكل سريع من المخزون في الميزانية المتراكمة منذ سنوات، مما أدى إلى تعليق العديد من مشاريع الأشغال، إلى جانب أن الوضع المالي في الجزائر يختلف جملة وتفصيلا عن العديد من الدول التي انتهجت هذا النمط من التمويل المالي للخزينة، وكانت الحكومة تعتقد أن الحد الأقصى لحجم التمويل غير التقليدي ينبغي أن يكون في حدود 1600 مليار دينار، مع العلم أنه خلال الخمس أشهر الأولى من سنة 2017 وصل مستوى التمويل غير التقليدي في بنك الجزائر إلى 657 مليار دينار، وبعد إعادة التمويل، المتمثلة في عمليات إعادة الحساب وفتح السوق وصلت الأرباح إلى 920 مليار دينار موزعة على الخزينة ودون اللجوء إلى التسيير الكمي (بنك، 2017)

اقترح بنك الجزائر في رده مناهج بديلة لتمويل الخزينة العمومية في المرحلة المتوسطة، بتطبيق المادة 53 من قانون المالية، وكانت النتائج على الخزينة العمومية مرضية بـ 610 مليارات دينار في عام 2016، 920 مليار دينار في 2017 و 1000 مليار دينار في 2018، وتم إدخال المادة 45 مكرر في قانون المالية عام 2017، هذه السنة التي كانت فترة تعبئة الأموال فقط، ومنذ منتصف نوفمبر 2017 وحتى نهاية جانفي 2019، تم توفير مبلغ 6556.2 مليار دينار. (بنك، 2017)

تمّ استخدام مبلغ 2470 مليار دينار لتمويل العجز في الخزينة، للسنتين 2017 و 2018 وجزئياً للسنة المالية 2019 بمبلغ 1813 مليار دينار، ساهم في تسديد الدين العام للشركات سوناطراك وسونلغاز وسندات النمو، مبلغ 500 مليار دينار، مخصص للصندوق الوطني للمعاشات التقاعدية لإعادة تمويل ديونها فيما يتعلق CNAS ، في 8 جانفي 2018 بدأت عمليات استرداد السيولة، هذه المعاملات تأخذ شكل ودائع في مدة تصل إلى 7 أيام، وتم تحديد كميات الأموال التي سيتم امتصاصها بواسطة بنك الجزائر والمزاد العلني، وزاد المعدل من 4% إلى 8% في 15 جانفي 2018، والاستخدام المناسب للتمويل غير التقليدي نتج عنه ارتفاع في سعر السوق بـ 2.5% في 7 أيام، ما جعل الحكومة تلجأ إلى زيادة في معدل الاحتياطي الإلزامي لسنتين بـ 200 نقطة وبذلك وصل سعر السوق من 8% إلى 10%، وخلال سنة 2018 سجل شهر جانفي أكبر زيادة، وكانت الذروة في 6 فيفري بـ 2000 مليار دينار. (Bank، 2018)

متوسط السيولة القائمة خلال النصف الثاني من سنة 2018 بلغ 1.482 مليار دينار بحد أقصى 1.650 مليار دينار في شهر جويلية وبحد أدنى من 275 مليار دينار في سبتمبر 2018، وكان الهدف الاحتياطي الإلزامي البالغ 610 مليار دينار بنسبة 10%، وفي 14 فيفري 2019 قررت لجنة عمليات السياسة النقدية، في اجتماعها زيادة معدل متطلبات الاحتياطي بنسبة 12% على أن يطبق الإجراء يوم 15 فيفري 2019. (Bank، 2018)

تجدر الإشارة إلى أنه في نهاية فيفري 2019، بلغت قيمة السيولة في البنوك 1895.6 مليار دينار. وبلغت الاعتمادات الاقتصادية في عام 2018، معدل نمو بنسبة 13.8% مقارنة مع السنة المالية 2017، مع زيادة سنوية في التمويل بالقيمة المطلقة، عن 1.223 مليار دينار. (Bank، 2018)

وخلصت مذكرة بنك الجزائر إلى أن السيطرة على التضخم منذ سنة 2017 وحتى الآن كانت تسير جيداً وحسب المقاييس الدولية، حيث انخفض معدل التضخم السنوي من 5.6% سنة 2017 إلى 4.3% سنة 2018 و 4.1% في فيفري 2019. (BA، 2019).

8. خاتمة:

في الواقع لا ينكر أحد أن إجراءات سياسة التيسير الكمي قد أدت إلى نتائج إيجابية في الدول المتقدمة، خاصة الولايات المتحدة، التي تمكنت من تقادي الدخول في فترة طويلة من الركود وانكماش الأسعار، وبالفعل انخفضت البطالة وارتفعت معدلات التضخم قليلاً حتى أصبحت قريبة من المستويات المستهدفة من قبل البنوك المركزية في الكثير من الدول وبالتالي تقادت خطر الانكماش السعري الذي لا يشجع على الإنفاق والاستثمار، وهو الأمر الذي يبطئ من حركة النشاط الاقتصادي.

لقد قررت البنوك المركزية، في الدول المتقدمة، العزم في المضي قدما في سياسة التيسير الكمي وأعلنت عدم التوقف عنها حتى يتحقق هدفان رئيسيان، الأول وهو رفع معدلات التضخم حتى تصل أو تفوق مستوى التضخم المستهدف وهو 2% والهدف الثاني هو الوصول بمعدل البطالة الى المستوى الطبيعي وهو يتراوح حوالي بين 4% - 5% نهاية سنة 2020.

فمن المفترض اقتصاديا أن يقوم البنك المركزي بطبع كميات من النقود تتوازي مع النمو في حجم المعاملات التي تتم في الاقتصاد المحلي، بحيث يحدث البنك المركزي التوازن المناسب بين النمو في عرض النقود والنمو في حجم المبادلات في الاقتصادية، وبالتالي يفترض طباعة النقود باعتبارها وسيلة لضمان عدم تأثر مستويات النشاط الاقتصادي، وحدثت ضغوط انكماشية نتيجة نقص العرض في السيولة عن احتياجات المبادلات، لكن في حال أصدر البنك المركزي مزيدا من النقود دون أن تكون هناك حاجة حقيقية في الاقتصاد لها، فذلك يؤدي بالتبعية إلى انخفاض القدرة الشرائية للعملة المحلية بفعل ارتفاع الأسعار. في كل الأحوال، لا يوجد دليل على أن التيسير الكمي يساعد الاقتصاد أو أن إزالته تضر به.

التوصيات:

- إرفاق سياسة التيسير الكمي بإصلاحات عميقة واليات مراقبة فعالة تركز على أسس علمية واقتصادية، أكثر منها على رؤية اجتماعية.
- استحداث موارد تمويل حقيقية لتجنب كل المخاطر الناجمة في المستقبل عن التمويل غير التقليدي.
- لنجاح التيسير الكمي في الجزائر علي الحكومة العمل علي تخفيض التضخم المترفع وتحسين ضعف الإنتاجية خارج قطاع المحروقات.
- إن تطبيق سياسة التيسير الكمي منذ أكتوبر 2017 أصبح لها تداعيات خطيرة على المستوى العام للأسعار بتدهور القوة الشرائية وارتفاع كبير للمستوى العام للأسعار ظهر بعد سنتين (2018-2019) لذلك يجب عقلنة الإصدار النقدي المخصص للعملية خاصة وأنها بلغت في نوفمبر 2018، 5200 مليار دينار أي ما يمثل 36% من الناتج المحلي الإجمالي تصاحبه آثار وخيمة على سيادة العملة الوطنية.
- يجب اتخاذ القرارات بخصوص التمويل غير التقليدي مع بداية سنة 2020 من اجل تقادي ما حدث في السنوات 2018-2019.
- يجب الإسراع في اتخاذ التدابير التي تمكن السلطة من تقادي المخاطر التي قد تضر بالاقتصاد الوطني نتيجة التمويل غير التقليدي.
- يجب القيام بالعمل الجاد والإلزام بكل ما تتوفر عليه الدولة من قدرات، والمساهمة في تعزيز الحوار ما بين أفراد المجتمع الواحد بما يمكن من المرور بسلام إلى مرحلة نوعية جديدة.

المراجع:

- BA- (2019). تقرير سنوي. الجزائر: بنك الجزائر.
- Bank- (2018). تقرير سنوي. الجزائر: بنك الجزائر.
- Quantitative easing – Eric Santor and Lena Suchanek Abeer Reza (2015). Bank of Canada Staff .as a policy tool under the effective lower bound .Discussion
- Quantitative Easing in the Euro- Klaus-Jürgen Gern and others (2015). Area: Transmission Channels and Risks (us 04) Intereconomics .
- Quantitative easing: risks vs. benefits .Tejvan Pettinger- (2017 ,11 06) . Journal of Economics Help UK, Royaume-Uni
- الصوفي محمد الحسين. (2014). دور السياسة النقدية الغير تقليدية في تلبية الاحتياجات التمويلية للاقتصاد الوطني. مجلة جامعة دمشق (مجلد 36).
- المليجي علي محمود. (2013). سياسة التيسير الكمي كاسلوب حديث لادارة السياسة النقدية. عمان، الاردن: دار الحامد للنشر والتوزيع.
- بن قندور اشواق. (2013). تطور النمو المالي والنمو الاقتصادي (الإصدار ط2). عمان، الاردن: دار النشر والتوزيع عمان.
- بنك. (2017). تقرير سنوي. الجزائر: بنك الجزائر.
- عبد العزيز شويش، و احمد بشرى عبدالباري. (2014). التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية. مجلة جامعة كركوك للعلوم الاقتصادية.
- عبد القادر مشولي. (2014). الاسواق المالية والنقدية في عالم متغير. عمان، الاردن: دار الفكر.
- كمال سي محمد. (2017). الاقتصاد النقدي. عمان، الاردن: دار صفاء للنشر والتوزيع.