

قنوات تأثير السياسة النقدية غير التقليدية

د. ضيف روفية

استاذ محاضر "ب"

المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف

r.nedjar@centre-univ-mila.dz

الملخص:

يعد تنفيذ أدوات السياسة النقدية غير التقليدية من قبل البنوك المركزية خلال الأزمات المالية والاقتصادية التحول الأكثر أهمية في ممارسات البنوك المركزية بداية الألفية الثالثة، حيث أصبحت السياسات النقدية غير التقليدية ذاتها تقليدية بحكم الأمر الواقع، هدفها الأساسي تخفيف العواقب و تحقيق الاستقرار المالي و المصرفي، لذا تلجأ البنوك المركزية الى توسيع موازناتها العامة وضح السيولة لتحفيز الطلب الكلي. من خلال هذه الورقة البحثية سنحاول وضع إطار لتصنيف هذه السياسات (سياسة معدل الفائدة السالب، التيسير الكمي، التيسير النوعي الائتماني...) مع إبراز الاختلافات و حدود كل سياسة، فضلا عن إبراز قنوات الإبلاغ الى الاقتصاد الحقيقي خاصة استراتيجية توجيه استباقات المتعاملين، قناة الاشارة، قناة السيولة و قناة إعادة توازن المحفظة.

الكلمات المفتاحية: البنوك المركزية، السياسة النقدية غير التقليدية، التيسير الكمي، قناة الاشارة، قناة إعادة توازن المحفظة.

Abstract :

The implementation of unconventional monetary policy instruments by central banks during financial and economic crises is the most important shift in central bank practices at the beginning of the third millennium. Non-conventional monetary policies themselves become de facto conventional, with the primary objective of mitigating consequences and achieving financial and banking stability. Central banks have expanded their public budgets and injected liquidity to stimulate aggregate demand. Through this paper, we will try to develop a framework for the classification of these policies (negative interest rate policy, quantitative easing, qualitative easing...) highlighting the differences and limits of each policy, as well as highlighting channels of reporting to the real economy, The Signaling Channel liquidity channel and The Portfolio-Balance Channel.

Keywords: central banks, non-conventional monetary policy, quantitative easing, The Signaling Channel, The Portfolio-Balance Channel.

مقدمة

أدى تطور الوضع الاقتصادي على المستوى الدولي بفضل كل من التحرير المالي المتزايد، تحرير حركة السلع و الخدمات، تطور الابتكارات المالية، و ظهور ممارسات مالية جديدة، إلى ظهور أزمات مالية أكثر حدة،

عرضت الاقتصاد العالمي الى ثلاث عقبات خطيرة، أولها اسعار فائدة سالبة مما تسبب في عدم القدرة على خفض أسعار الفائدة الرئيسية أكثر، علما ان أداة معدل الفائدة أبرز الأدوات التقليدية التي تستعملها البنوك المركزية في فترات الأزمات المالية، إلا أنها واجهت فشلا ذريعا خلال أزمة الرهن العقاري حيث لم تستطع غالبية البنوك المركزية استعمالها بشكل فعال كونها كانت عند حدها الأدنى، و عجز هذه الاخيرة عن إجراء تخفيضات أخرى في معدلات الفائدة، حتم عليها استعمال أدوات حديثة غير التقليدية للسياسة النقدية قائمة على مبادئ اقتصادية جديدة تهدف إلى تنشيط الاقتصاد و كبح التضخم.

ثاني العقبات ترجع الى الزيادة الحادة في الطلب على الاحتياطات في النظام المالي، مما حد من إعادة توزيع السيولة بين المؤسسات المالية وجعل البنوك المركزية أقل قدرة على التحكم في أسعار الفائدة في السوق، وأخيراً، بسبب التشوه الشديد في آلية التحويل النقدي الامر الذي دفع بالبنوك المركزية للبحث عن سياسات غير تقليدية حيث تبنت البنوك المركزية سياسة نقدية توسعية قائمة على نظرية المصادقية، فأصبحت السياسة النقدية تمارس بأدوات غير تقليدية على نحو متزايد، حيث نفذت البنوك المركزية سياسات سعر الفائدة الصفري، التيسير النقدي الكمي، التيسير الائتماني، التوجيه المسبق، والتدخل بلا حدود في أسعار الصرف.

أثبتت التطبيقات و التجارب نهجين مختلفين للسياسات النقدية غير التقليدية، نهج متسلسل أستخدم بشكل رئيسي من قبل بنك الاحتياطي الفيدرالي والبنك المركزي الياباني وبنك إنجلترا حيث تحل السياسة النقدية غير التقليدية كبديل للسياسة التقليدية لتوفير مزيد من التحفيز داخل الاقتصاد، اما النهج الثاني و الذي طبقه البنك المركزي الأوروبي فتظهر السياسة النقدية غير التقليدية موازية ومكملة للسياسة التقليدية.¹ و عليه يستخدم مصطلح السياسة النقدية "غير التقليدية" لوصف مجموعة واسعة من التدابير الموجهة لتحقيق أهداف مالية واستقرار الاقتصاد الكلي للبنوك المركزية،² حيث تتضمن بعض السياسات تغييرات في تكوين (التيسير النوعي) أو حجم (التيسير الكمي) الميزانية العمومية للبنك المركزي. غالباً ما يقدم التيسير النوعي أصولاً غير تقليدية تحل محل الأصول التقليدية (أوراق مالية مدعومة بالأصول).

وفي ضوء ذلك تدرج إشكالية العمل البحثي في السؤال الآتي:

فيما تتمثل قنوات ابلاغ السياسة النقدية غير التقليدية للاقتصاد الحقيقي؟

تنبثق عن السؤال المطروح الاسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بالسياسة النقدية غير التقليدية؟
 - ما هي أدواتها؟
 - فيما تتمثل قنوات الابلاغ لكل من السياسة النقدية التقليدية و غير التقليدية؟
- أهداف الدراسة:** يندرج الموضوع في اطار المواضيع المتحددة و التي تدور حولها نقاشات مستفيضة، وعليه نسعى إلى تحقيق جملة من الاهداف تتمثل في:
- شرح السياسة النقدية غير التقليدية المعتمدة من قبل اكبر البنوك المركزية في العالم؛
 - تفصيل أدواتها و قنوات الابلاغ للاقتصاد الحقيقي؛

فرضية الدراسة:

لمناقشة الاشكالية و الاجابة عن الاسئلة الفرعية تبنت هذه الدراسة فرضية مفادها ان قنوات الابلاغ الخاصة بالسياسة النقدية غير تقليدية تختلف عن قنوات الابلاغ التقليدية. و عليه سنحاول البحث عن اجابة للإشكالية المطروحة من خلال جملة من العناصر المشكلة لهذا البحث، و التي على الترتيب:

مقدمة

أولاً: اطار نظري للسياسة النقدية غير التقليدية؛

ثانياً: ادوات السياسة النقدية غير التقليدية؛

ثالثاً: قنوات تأثير السياسة النقدية التقليدية؛

رابعاً: قنوات تأثير السياسة النقدية غير التقليدية؛

خاتمة

أولاً: السياسة النقدية غير التقليدية: إطار نظري.

تعد السياسة النقدية من ابرز متغيرات البيئة الاقتصادية و أبرز أدوات السياسة الاقتصادية العامة المؤثرة في الاستقرار و التوازن الاقتصادي العام، والتي تتخذ من المعطيات النقدية موضوعاً لها، كما تعبر عن مجموع الإجراءات اللازمة التي تمكن السلطات النقدية من ضبط عرض النقود ليتماشى و حاجة المتعاملين الاقتصاديين. عموماً تستخدم البنوك المركزية سياسات نقدية غير تقليدية في أوقات الأزمات، لان ما تسببه الأزمات من انكماش داخل الاقتصاد تجعل من الأساليب التقليدية و قنوات تأثيرها غير فعالة.

1. تعريف السياسة النقدية غير التقليدية

حتى نحدد المفهوم الدقيق للسياسة النقدية الغير تقليدية يستوجب الوقوف أولاً عند ابرز التعاريف والمفاهيم الخاصة بالسياسة النقدية، حيث عرفت السياسة النقدية بأنها "مجموعة الإجراءات التي تتخذها السلطات النقدية من أجل إدارة النقد والائتمان والسيولة العامة للاقتصاد، وهي تسعى إلى تحقيق عدة أهداف، لعل أبرزها توظيف أكبر للموارد، وتحقيق نمو اقتصادي، واستقرار كل من أسعار السلع والخدمات، وأسعار الفائدة، والأسواق المالية، وأسعار صرف العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية".³

اما بمفهومها الواسع فالسياسة النقدية انها " تلك القرارات و الاجراءات النقدية سواء كانت اهدافها نقدية أو غير نقدية، كذلك جميع الاجراءات غير النقدية المتخذة على النظام النقدي،"⁴

كما عرفها الاقتصادي "Bash G.L" بأنها ما تقوم به الحكومة من عمل يؤثر بصورة فعالة في حجم و تركيب الموجودات السائلة التي يحتفظ بها القطاع غير المصرفي سواء كانت عملة أو ودائع أو سندات تجارية⁵ من جهة اخرى عرفها "Kent" بأنها مجموعة الوسائل التي تتبعها الإدارة النقدية لمراقبة عرض النقد بهدف بلوغ هدف اقتصادي معين كهدف الاستخدام الكامل.⁶

بالمقابل السياسة النقدية غير التقليدية فهي مجموعة من الاجراءات و الوسائل غير المعتادة (التقليدية) تستخدمها السلطة النقدية للتأثير على النشاط الاقتصادي، و عليه فهي تستهدف متغير اقتصادي حقيقي بذاته (النمو، التشغيل، ...)، كما تعد من الحلول المنتهجة خلال الازمات يتم من خلالها تنفيذ دعم ائتماني معزز، تسهيلات ائتمانية، تيسيرات كمية، تدخلات في العملية و توفير السيولة بعملة محلية و أجنبية و كل هذا لحماية الاقتصاد و ضمان السير الحسن للنظام المالي خلال الازمة،⁷ حيث تعد التدابير غير التقليدية تدابير مؤقتة تستهدف استعادة قنوات السياسة النقدية ودعم الائتمان المصرفي والسيولة في الاسواق المالية، حيث تضم ثلاث تدابير جاءت رداً على اضطراب الأزمة المالية، ثم الديون السيادية، حيث لجأ البنك المركزي الأوروبي إلى هذه الإجراءات التقليدية المعتمدة "سياسة دعم الائتمان المعزز".

2. أهداف السياسة النقدية غير التقليدية

تسعى السياسة النقدية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية النهائية أهمها تحقيق الاستقرار في الأسعار حيث تسعى كل دولة إلى تفادي التضخم ومكافحته، وفي نفس الوقت علاج احتمال حدوث الكساد والركود بغية احتواء تحركات مستوى الأسعار، كما تهدف الى تحقيق الاستقرار النقدي فالاقتصادي من خلال تكييف عرض النقود مع مستوى النشاط الاقتصادي، هذا فضلا عن تحقيق معدلات عالية من العمالة، تعزيز معدلات النمو الاقتصادي ومكافحة الاختلال في موازين المدفوعات بما في ذلك حماية القيمة الخارجية للعملة من خلال الحفاظ على مستويات مستقرة نسبيا لسعر الصرف، غالبا ما يكون من الصعب بلوغ هذه الاهداف مباشرة فيستهدف البنك المركزي متغيرات تقع بين أدواته وبين تحقيق أهدافه النهائية تسمى بالأهداف الوسيطة⁸ (معدلات الفائدة، المجمعات النقدية...)، اما فيما يتعلق بالسياسة النقدية غير التقليدية فهي لا تخرج عن هذا الاطار، حيث صنفت الدراسات الادبية مبرراتها في ثلاث محاور حيث نميز بين تدابير مطبقة بهدف الاستقرار المالي، أو تلك المتخذة في اطار استقرار الاسعار، أو التدابير المتخذة للجمع بين هذين الهدفين معا.

■ **بهدف الاستقرار المالي:** استخدمت السياسات غير تقليدية داخل انظمة مصرفية غير مستقرة جمعت بين ظاهرتين، الاولى تخص البيع بأسعار أقل من القيمة الأساسية للأصول التي يتم تقييمها بأسعار السوق و الثانية تفضيل المؤسسات المالية عمليات السمسرة بدلاً من الاقتراض او ما يطلق عليه (رهان القيامة) خاصة عندما تكون الأسواق غير فعالة، الا انه تجدر الاشارة الى وجود تيار معاكس، حيث يرى كالوميريس (Calomiris) أن تخفيف عبء الائتمان له تأثير سلبي على الاستقرار المالي بسبب الخسائر المالية للبنوك المركزية.⁹

■ **بهدف استقرار الاسعار:** خاض الكثير من الاقتصاديين في الكيفية المثلى لاستخدام الميزانية العمومية للبنوك المركزية للهروب من فخ السيولة الكينزية في اطار ضخ سيولة، لتستخدم هذه الحجة فيما بعد من قبل بلندر (Blinder) لتبرير التيسير الكمي، و مع ذلك يبقى كل من Woodford و Curdia أول من اعتبر التيسير الكمي كأداة للسياسة النقدية، من خلال مقارنتهم لمختلف التدابير توصلوا الى عدم فعالية التيسير الكمي في مقابل التيسير النوعي ضمن أسواق مالية غير فعالة.¹⁰

اجمالاً تهدف السياسة النقدية غير التقليدية الى:¹¹

- تشجيع المستثمرين على توجيه محافظهم الاستثمارية الى الأصول الخطرة ذات العوائد الأعلى (عن طريق خفض العائدات على الديون الحكومية) وبالتالي الضغط على أسعارها مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة ؛
- خلق أثر إيجابي على الثروة من خلال ارتفاع أسعار الأصول الامر الذي يدعم الاستهلاك ؛
- تحفيز الاستهلاك والاستثمار عن طريق خفض تكاليف خدمة الدين على الديون القائمة ؛
- ممارسة ضغط تنازلي على سعر الصرف (رغم أن البنوك المركزية لم تذكر بشكل رسمي هذه القناة كهدف لها) من أجل دعم الطلب المحلي؛
- فرض ضغوط تصاعدية على التدفق عن طريق زيادة الطلب المحلي وزيادة الأسعار المحلية للواردات (من خلال قناة سعر الصرف)؛
- دعم الثقة من خلال إظهار أن البنك المركزي سيفعل كل ما هو ضروري لتحقيق أهدافه الاقتصادية؛
- زيادة فعالية التوسع المالي عن طريق خفض أسعار الفائدة طويلة الأجل، وبالتالي الحد من لاستثمار و الاستهلاك.

ثانياً: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية

فانطلاقاً من الوضع الذي تصل عنده أسعار الفائدة المباشرة حدود الصفر، فإن عمليات السوق المفتوحة و التسهيلات الدائمة لا يمكنها التأثير على منحى العائد، نظرياً لا يمكن تخفيض المعدلات الفائدة دون الصفر لان ذلك سيثقل قناة معدل الفائدة، وعليه من الضروري استخدام أدوات أخرى و تشجيع المتعاملين الاقتصاديين على تحمل مخاطر لتجنب الوقوع في الانكماش أو فخ السيولة باتباع سياسات غير التقليدية¹² تتمثل في التيسير النوعي، التيسير الكمي والأسعار السالبة.

تصنف السياسات النقدية غير التقليدية الى ثلاث فئات عريضة، ضخ السيولة للأسواق/ المؤسسات المالية، شراء الاصول، استراتيجية توجيه استباقات المتعاملين لتحقيق ارباح على المدى الطويل. دعم سيولة المؤسسات المالية ليست من الوظائف الحديثة للبنوك المركزية فمنذ نشأتها تعد الملاذ الاخير للإقراض اما من خلال المساعدات المباشرة أو عمليات الانقاذ خلال المراحل الحرجة من الازمة لتهدة الأسواق، هذا فضلاً عن تركيزها على حجم الاحتياطات لان زيادة الاحتياطات هو زيادة الإقراض في الاقتصاد فشراء الأصول يرفع أسعارها الامر الذي يعمل على إزالة القوى الانكماشية وتخفيف الطلب.

ثالث السياسات غير التقليدية هو توجيه إلى الأمام حيث تقوم على بيانات البنوك المركزية حول مسار معدلات السياسة المستقبلية، فتحاول التأثير على التوقعات بشأن معدلات الفائدة قصيرة الأجل من خلال توضيح نواياها بشأن معدلات الفائدة قصيرة الأجل المستقبلية¹³ كما ينبغي على المتعاملين الاقتصاديين أن يؤمنوا بهذا الالتزام ويشكلون توقعاتهم تبعاً لذلك.

1. سياسة معدل الفائدة السالب:

يتخذ البنك المركزي قرار خفض معدل الفائدة عندما يلاحظ بطء في معدلات النمو الاقتصادي، من أجل ضخ كميات كبيرة من السيولة لدفع حركة الاقتصاد بشكل عام لتصل إلى مرحلة الانتعاش الاقتصادي،¹⁴ أسعار الفائدة السلبية هي السائدة حالياً في منطقة اليورو وسويسرا والدانمارك والسويد، وليست الأسعار القصيرة الأجل فقط هي التي أصبحت الآن سلبية وفق القيمة الاسمية،¹⁵ تمثل هذه السياسة إحدى السياسات النقدية التوسعية حيث يخفض البنك المركزي معدل الفائدة الاسمي باتجاه الصفر، لكن في ظل حالة انكماش قوية تصبح غير كافية لتحفيز عمليتي الإقراض و الاقتراض، مما يضطر البنك المركزي إلى الاستمرار في تخفيض الفائدة الاسمية حتى تصل إلى الصفر أو ما دون ذلك، نظرياً أن أدنى مستوى يمكن أن تصل إليه معدلات الفائدة الاسمية هو المستوى الصفري، و هو المستوى الذي يفقد السياسة النقدية فعاليتها، وليس من المتصور نظرياً أن تنخفض معدلات الفائدة الاسمية إلى النطاق السالب، غير أن التطبيق العملي أثبت غير ذلك و أصبح الخيار غير التقليدي هو تبني معدلات الفائدة السالبة، مما يدل على عجز الأدوات النقدية التقليدية في معالجة أوضاع الاقتصاد المتسم بالكساد العميق (الركود أو الانكماش). يعتمد الافراد والمؤسسات خلال فترة الانكماش إلى تخزين الأموال بدلاً من انفاقها أو استثمارها مما يسبب تراجع في الطلب الكلي و بالتالي انهيار في الأسعار، والذي بدوره يخفض قيمة الناتج الحقيقي نتيجة تباطؤ أو توقف الإنتاج وأيضاً ازدياد معدلات البطالة، هذا من ناحية و الناحية الأخرى قد ترغب بعض الدول بزيادة معدل التضخم إلى المعدل المرغوب (2%) وتخفيض قيمة عملتها من أجل تحسين الصادرات.

يمكن تعريف معدل الفائدة السالبة باستلام البنك المركزي فائدة على النقود المودعة لديه بدلاً من دفع فوائد على هذه الإيداعات حيث أن مودع النقود سيضطر إلى دفع فوائد على إيداعاته،¹⁶ و عليه تمثل سياسة معدل الفائدة السالب فرض غرامة مالية على البنوك التجارية التي تحتفظ بمبالغ تفوق الاحتياطي النقدي الإلزامي لدى البنك المركزي، حيث يحدد سعر الفائدة على الودائع عند عتبة أقل من الصفر، مما يؤدي إلى فرض ضرائب على الاحتياطيات الفائضة.

كانت البداية من الحكومة السويسرية التي تبنت الفائدة السالبة في أوائل السبعينات من القرن الماضي لمواجهة ارتفاع قيمة عملتها نتيجة لهروب المستثمرين من التضخم في دول أخرى، ثم طبق عامي 2009، 2010 بالسويد، و في 2012 بالدانمارك من أجل الحد من تدفق أموال المضاربة إلى اقتصاداتها، و قام البنك المركزي الأوروبي (BCE) بتطبيقها سنة 2014 على إيداعات البنوك فقط بهدف منع منطقة اليورو من السقوط في دوامة الانكماش. يرحي من وراء استخدام هذه السياسة تحفيز البنوك على تشجيع عملية إقراض الأموال بحرية و تحمل مخاطر طويلة الأجل و زيادة الإقراض المصرفي،¹⁷ كما يشجع الأفراد والمؤسسات على الاستثمار و لاقتراض ونظرياً من المحتمل أن يؤدي وضع سعر فائدة سالب إلى تقليص تكاليف الاقتراض للشركات و الأشخاص و التشجيع على الاستهلاك و الاستثمار.

• حدود و انتقادات:

في حالة الأزمات الشديدة و ارتفاع درجة عدم تأكد، ترتفع المخاطر الائتمانية - خطر الطرف المقابل و تحديدا خطر عدم التسديد- مما يخفض فعالية هذه السياسة بسبب تفضيل البنوك التجارية إيداع أموالها لدى البنك المركزي ودفع فائدة عليها بدلاً من اقراضها للجمهور وتحمل مخاطر عالية، كما ان المعدل السالب يدفع المدخرين نحو اكتناز مدخراتهم بدلاً من استثمارها، كسحب أموالهم والاحتفاظ بها سائلة، مما يؤدي إلى تحفيز منابع السيولة لدى البنوك، من أهم الانتقادات ايضا اسهامها في رفع أسعار الأصول وتكوين فقاعات سعرية نتيجة وهو ما يرفع مخاطر انهيار اسعار الأصول مستقبلا.

من ناحية أخرى تحسن الأوضاع التجارية الخارجية للدول التي تطبق هذه السياسة النقدية التوسعية سيجعل الدول المتضررة من ذلك تعتمد إلى اتخاذ إجراءات لحماية اقتصادها، وذلك بخفض قيمة عملتها وهو ما يهيئ الظروف لانطلاق حرب للعملة. وأخيراً من المتوقع أن تعمل هذه الآثار المفترضة لمعدل الفائدة السالب في حالة واحدة و هي معدل تضخم موجب لان فرض البنك المركزي لمعدل فائدة سالب في ظل معدل تضخم سالب يؤدي إلى رفع معدل الفائدة الحقيقي - يساوي معدل الفائدة الاسمي مطروحاً منه معدل التضخم - و ليس خفضه.¹⁸

2. التيسير النوعي الائتماني

التيسير النوعي (credit easing/qualitative easing) هو تأثير على ميزانية البنك المركزي بشكل نوعي،¹⁹ حيث يركز على تغيير تركيبة أصول ميزانيته دون الحاجة الى زيادة حجمها، الا انها قد تؤدي في النهاية إلى زيادة في الميزانية إذا لم يتم تعقيم عمليات الشراء من خلال بيع أصول أخرى، و مع ذلك، فان التيسير النوعي ليس زيادة كمية الاحتياطات الإضافية للخصوم بل تغيير الأسعار المتعلقة بالأوراق المالية المستهدفة، و بذلك يركز البنك المركزي على الأوراق الموجودة في أصول ميزانيته بدلاً عن التركيز على زيادة قاعدته النقدية إذ يقوم بشراء سندات أو أسهم غير معقمة خاصة أو عمومية من المؤسسات المالية أو مباشرة من المؤسسات غير المالية الامر الذي يؤدي تلقائياً إلى زيادة خصوم البنك المركزي من خلال إصدار السيولة، فالبنك المركزي يشتري سندات القطاع الخاص في أسواق ائتمان المتأثرة بالأزمة، لتحقيق جملة من الأهداف هي:

- تحسين سيولة سندات الدين الخاصة بقطاعات مهمة من السوق؛
- تحسين إجمالي الظروف المالية لدعم الطلب الكلي و تحقيق معدل التضخم المستهدف؛
- تقليص أسعار الفائدة في السوق؛
- تسهيل شروط التمويل للشركات والمؤسسات المالية بفضل البنوك التي تزيد من حجم القروض الممنوحة إلى القطاع الخاص؛
- على البنك المركزي تقصي الحذر، من خلال الحد من المخاطر المرتبطة بالميزانية و ضمان الخروج من الاستراتيجية بالطريقة والوقت المناسبين.

تأسيساً لما سبق التيسير النوعي يؤدي إلى تغيير عناصر ميزانية البنك المركزي لتشمل أصولاً أقل سيولة و أكثر خطراً مثل الأوراق المالية الخاصة، وأدوات الضمان السيادية،²⁰ هذا البرنامج له تأثير على الميزانية العمومية

للبنك المركزي و على قيمة العملة،²¹ لذلك تحديدا نقول أنها سياسة غير تقليدية حيث تعرض البنك المركزي لمخاطر تتمثل في خسائر في ميزانيته العمومية بسبب انخفاض قيمة الورقة مالية المشتراة. أهم إيجابيات هذه السياسة التحكم المباشر في عمليات صنع السيولة من خلال توجيه التمويل بطريقة تسمح بإعادة تنشيط الاقتصاد من جهة، و تحد من احتمال ظهور فقاعات مضاربة من جهة أخرى، و بالرغم من اسهامها الفعال في تنشيط الاقتصاد إلا أنها تبقى صعبة التطبيق و خطيرة في نفس الوقت، فبالرغم من اشتراط البنوك المركزية لضمانات كافية الا ان محفظة اوراقها تصبح أكثر خطورة. تسمح أداة التيسير النوعي ببعث السيولة من خلال تخفيض العالوات المفروضة، إلا أن تطبيقها يشترط أن يكون عرض القروض غير كافيا، و تفقد فعاليتها في انعدام احتياجات التمويل.

3. التيسير الكمي:

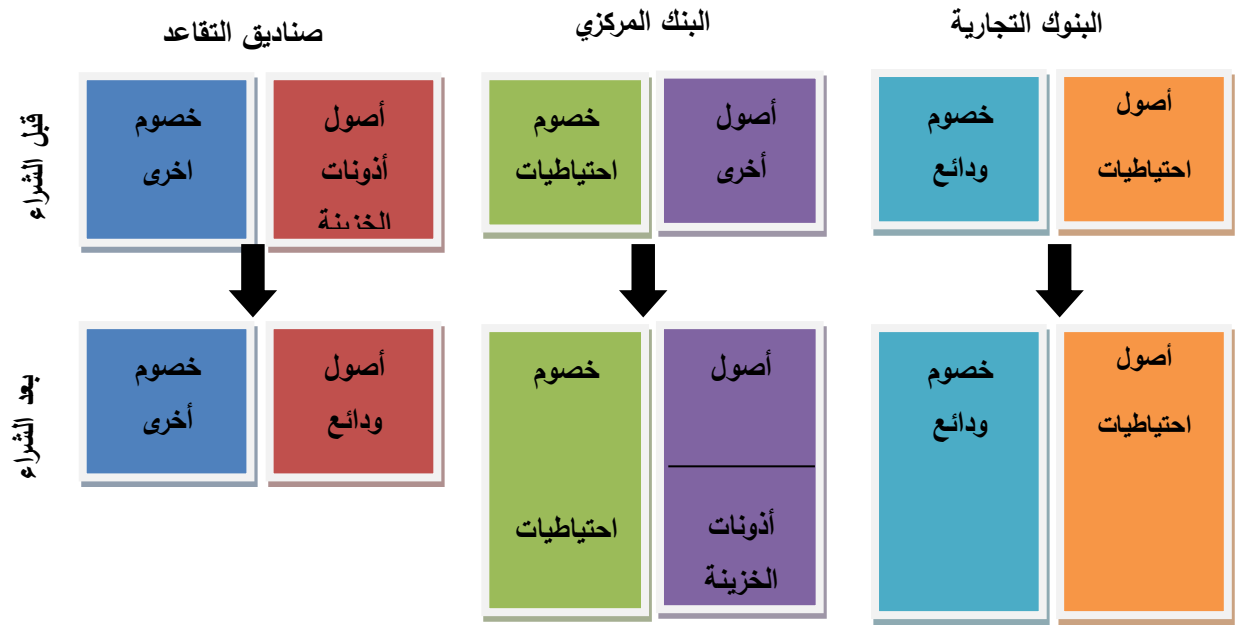
مصطلح التيسير الكمي (assouplissement quantitatif)²² هو احد السياسات النقدية غير التقليدية المنتهجة من قبل البنك المركزي لتنشيط الاقتصاد الوطني عندما تصبح الأدوات التقليدية غير فعالة و في حالات اقتصادية استثنائية كالأزمات المالية و الاقتصادية الحادة ، ويتمثل الحل الثاني المتبع من قبل البنك المركزي بعد أسعار الفائدة الصفرية منعا للوقوع في مصيدة السيولة (trappe de liquidité) و استعادة الثقة في الأسواق المالية، حيث يتكفل البنك المركزي بشراء كميات هائلة من أوراق الدين الحكومي من المتعاملين الماليين خاصة أذونات الخزينة أو سندات المؤسسات.

طبقت سياسة QE لأول مرة من قبل بنك اليابان 2001، البنك الفدرالي الأمريكي 2008 ثم بنك إنجلترا في مارس 2009 و مؤخرا من قبل البنك المركزي الاوروي مارس 2015، هدفها الاساسي دعم أهداف البنك المركزي و تحديدا استقرار الاسعار التي تتناسب مع معدل التضخم المستهدف (2%)، مما يوفر حافزا إضافيا للسياسة النقدية ضد خطر الانكماش،²³ و بمجرد اقتراب اسعار الفائدة المباشرة (directeur)²⁴ من الصفر - للتحكم بأسعار فائدة منخفضة على المدى الطويل - يستخدم التيسير الكمي كرافعة من خلال زيادة حجم السيولة في الاقتصاد بشراء كميات هائلة من الدين الحكومي (سندات حكومية) او اصول مالية مرتفعة النضج كالأوراق المالية الحكومية طويلة الاجل و ديون الوكالات و الاوراق المالية المدعومة بالأصول (ABS) او سندات الشركات، عملية ضخ السيولة تسمح للبنوك بالإقراض و المؤسسات و الافراد على الاقتراض،²⁵ لان سعر الفائدة الحقيقي هو سعر الفائدة مطروحا منه معدل التضخم، فيكون من المفيد الاقتراض عندما يرتفع معدل التضخم. في الواقع ان تغير القاعدة النقدية يرفع معدل التضخم الى معدل التضخم السنوي المستقر 2 % و الذي بدوره يعكس وضع اقتصادي سليم، إن النتائج غير المباشرة للسياسة النقدية غير التقليدية هي إحياء الائتمان، وانخفاض قيمة العملة في منطقة العملة المعنية (في المجال النقدي)، وتضخيم حجم الميزانية العمومية للبنك المركزي، واسترجاع الثقة بين المتعاملين الاقتصاديين، اما على صعيد الأسواق المالية، يعكس انخفاضاً في أسعار الفائدة على المدى الطويل (تسطيح منحني سعر الفائدة) وزيادة في أسعار الأصول، والاستثمارات في أسهم جديدة، كل هذا من شأنه خفض معدل البطالة، وتحسين شروط التمويل، وتخفيف النمو الاقتصادي.

■ العلاقة بين سياسة QE و خلق النقود:

ان التيسير الكمي على النقيض من عمليات السوق المفتوحة التي تستخدم أسعار الفائدة قصيرة الأجل للتأثير على حجم الإقراض، فهي تعيد شراء و بكميات كبيرة السندات الحكومية أو غيرها من الأصول طويلة الأجل من البنوك أو أساسا المؤسسات الخاصة غير المصرفية مثل صناديق المعاشات التقاعدية وشركات التأمين وغيرها من أجل زيادة المعروض النقدي، وبالتالي فإن هذا من شأنه التأثير على الميزانية العمومية للأطراف المرتبطة بالصفقة، و يمكن إبراز أثر سياسة التيسير الكمي على الميزانية العمومية للبنك المركزي والمصارف التجارية والقطاع الخاص غير المصرفي، وبالتالي على العرض النقدي من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (01): اثر سياسة QE على الميزانية العمومية



McLeay, M., Radia, A. & Thomas, R. (2014). "La création monétaire dans l'économie moderne". des Etudes monétaires de la Banque d'Angleterre, p:12

يقوم البنك المركزي بداية بشراء السندات الحكومية طويلة الأجل التي تحتفظ بها صناديق المعاشات التقاعدية، وبما أن هذا الأخير ليس لديه حسابات احتياطية لدى البنك المركزي، يقوم البنك التجاري بدور الوسيط المالي لتسوية قيمة السندات الحكومية التي تحتفظ بها صناديق المعاشات التقاعدية، وذلك يجعل حساب الصندوق دائناً، فيزيد حجم الودائع وبذلك يزيد العرض النقدي بشكل غير مباشر، اما البنك المركزي فيمول عملية الشراء من خلال إصدار نقود على شكل احتياطات يحتفظ بها البنك التجاري²⁶ وهكذا فإنه تضاف الى

أصول البنك المركزي اذونات حكومية و تحل محلها ودائع في أصول صندوق المعاشات التقاعدية. و بالمثل تتزايد ميزانية البنك التجاري أيضا حيث تقابل الودائع الجديدة أصولا على شكل احتياطات جديدة.²⁷

في حالة قيام البنك التجاري بشراء أصول طويلة الأجل من مؤسسات غير مصرفية وليس مباشرة من بنوك تجارية ، فإنه يعمل كوسيط عن طريق جعل الحساب الجاري دائما مقابل أصول طويلة الأجل، علما ان البنك المركزي يقوم بشرائها مقابل احتياطات البنك التجاري مما ينتج عنه تزايد أصول وخصوم البنك التجاري تناسبيا بمقدار الأصول المشتراة، على أن يحتفظ البنك المركزي بدوره بالأوراق المالية طويلة الأجل في موجوداته وتزداد مطلوباته مع احتياطات البنك التجاري، اما المؤسسة غير المصرفية فهي تحتفظ بإيداعات في أصولها تستخدمها من أجل تحقق الربح.

4. التسهيل الائتماني (Direct/ Indirect Credit Easing)

يمكن التمييز بين تسهيل ائتماني مباشر و آخر غير مباشر، حيث يظهر التسهيل الائتماني المباشر من خلال تدخل البنك المركزي مباشرة في أسواق الائتمان بشراء سندات الشركات و الأوراق المالية المدعومة برهونات عقارية في ظل معدلات الفائدة المنخفضة جدا، إلى جانب تخفيف شروط التمويل و معالجة الاختلالات الوظيفية في تلك الأسواق بصفته وسيطا، و تشجيع البنوك على رفع قروضها اتجاه القطاع الخاص،²⁸ اما التسهيل الائتماني الغير مباشر فيكمن في محاولة البنك المركزي توفير السيولة طويلة الأجل للبنوك مع إمكانية تقليل شروط الاقتراض لتعزيز الائتمان المصرفي، كما يجعل المؤسسات المالية تعتمد في تمويلها على البنك المركزي على المدى الطويل من خلال تأخير آجال الاستحقاق، توفير حوافز التخصيص الائتماني ... الخ، فيقوم البنك المركزي بمنح القروض لفئات مستهدفة مقابل سندات قصيرة الأجل (أوراق تجارية)، أو سندات متوسطة الأجل (أوراق مالية مدعومة بأصول) ويمكن تعزيز الجانب غير التقليدي لهذه الأداة عن طريق تعديل و توسيع حجم الضمانات المطلوبة للاستفادة من التسهيلات، مما يسمح لبعض مكونات السوق النقدية أن تصبح أعلى سيولة، إضافة إلى شراء سندات رديئة و إخراجها من ميزانية البنوك (تطهيرها) و عزلها في ميزانية البنك المركزي، فالتسهيل الائتماني ما هو إلا تحول في تكوين أصول البنك المركزي نحو الأصول الأقل سيولة والأعلى مخاطرة.²⁹

ثالثا: قنوات تأثير السياسة النقدية التقليدية

لنتمكن من عرض قنوات تأثير السياسة النقدية غير التقليدية وصولا الى الاقتصاد الحقيقي، بداية بقدرتها على رفع حجم الموازنات العامة للبنوك المركزية و التجارية والمؤسسات الخاصة غير المصرفية، لابد ان نرجع على قنوات الابلاغ التقليدية، حيث تعبر عن الطريق الذي يبلغ أثر أدوات السياسة إلى الهدف النهائي تبعا لاختيار الهدف الوسيطي، على الرغم من الاختلاف بين المهتمين حول قنوات التأثير وفعالية كل منها، إلا أنه يوجد شبه اتفاق حول خمس قنوات رئيسية تنتقل من خلالها آثار تنفيذ السياسة النقدية إلى الاقتصاد، و يمكن عرضها ضمن مجموعتين قنوات تقليدية (قناة سعر الفائدة، قناة سعر الصرف، قناة أسعار الاصول) و قنوات حديثة (قناة القرض، و قناة الميزانية).

1. قناة سعر الفائدة (القناة النقدية)

تظهر بجلاء في اطار نموذج IS-LM،³⁰ حيث ان رفع أسعار الفائدة الاسمية يؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة الحقيقي، و تكلفة رأس المال و هذا ما يؤدي إلى تخفيض الطلب على الاستثمار من جهة و يقلل طلب العائلات على السلع المعمرة من جهة أخرى.

2. قناة سعر الصرف:

تستعمل هذه القناة لاستقطاب الاستثمار الأجنبي و التأثير على الصادرات، فانخفاض معدلات الفائدة الحقيقية المحلية مقارنة مع سعر الفائدة العالمي (مع ثبات العوامل الأخرى) يؤدي إلى تدفق رؤوس الأموال إلى الخارج وانخفاض الطلب على العملة المحلية، وبالتالي انخفاض قيمتها وارتفاع سعر الصرف، عند هذا المستوى يمكن التمييز بين نظامين، فيتدخل البنك المركزي ببيع النقد الأجنبي في مقابل شراء العملة المحلية، التي تبدأ قيمتها في الارتفاع تدريجياً في ظل سعر الصرف الثابت، أما في ظل نظام سعر الصرف المرن تنخفض قيمة العملة المحلية مما يؤثر إيجاباً على الصادرات بسبب انخفاض تكلفة المنتجات المحلية مقارنة مع المنتجات الأجنبية، و سلباً على الواردات مما سيثجع الطلب على الإنتاج المحلي ومن ثم ارتفاع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي و انتعاش الاقتصاد الوطني.

3. قناة أسعار الاصول:

تعبر أسعار الأصول عن القيمة الحالية لتدفقات العوائد المتوقع الحصول عليها مستقبلاً من هذه الأصول، وذلك تبعاً لتوقعات المتعاملين الاقتصاديين، ومن خلال هذه القناة تظهر قناة أسعار الاصول المالية (الأسهم والسندات) وقناة أسعار الاصول الحقيقية (العقارات)، علماً أن كل من هاتين القناتين تشتملان قناة توين للاستثمار وقناة أثر الثروة على الاستهلاك، تؤثر السياسة النقدية على قيم الأسهم من خلال تأثيرها على أسعار الفائدة الحقيقية وهو ما يؤثر بدوره على الاستثمار حيث يؤدي انخفاض معدلات الفائدة الحقيقية إلى ارتفاع الأسعار السوقية للأصول المالية وبالتالي ارتفاع العوائد المتوقع الحصول عليها من الاستثمار في هذه الأصول، الأمر الذي يرفع Q لتوين ويزيد طلب المنشآت على الاستثمار ومنه زيادة الطلب الكلي الذي ينعكس على ارتفاع حجم الناتج الوطني، بالمقابل في حالة أثر الثروة على الاستهلاك انخفاض معدلات الفائدة بسبب ارتفاع أسعار الأصول المالية و الحقيقية مما يعني ارتفاع العوائد المتوقع الحصول عليها من الاستثمار في هذه الأصول، ليرتفع تبعاً لذلك مستوى ثروة الأفراد، مما يحفز زيادة مستويات الاستهلاك و الطلب الكلي و من ثم ترتفع الاسعار.³¹

4. قناة الائتمان :

تتجزأ هذه القناة بدورها إلى قناتين: قناة الإقراض البنكي التي تؤدي إلى انخفاض في حجم الودائع لدى البنوك بسبب انخفاض العرض النقدي و منه ينخفض حجم الائتمان البنكي المتاح، مما يقلل من الاستثمار و عليه الحد من النمو و قناة ميزانية المؤسسات حيث يؤدي انخفاض عرض النقود إلى انخفاض صافي قيمة المؤسسات والضمانات التي يقدمها المقترضين، كما أن ارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى تخفيض التدفقات النقدية نحو المؤسسات، مما يزيد مخاطر إقراضها و هو ما يؤثر على استثمار القطاع الخاص و بالتالي نحو الإنتاج المحلي.

رابعاً: قنوات تأثير السياسة النقدية غير التقليدية

بما أن الهدف الأساسي من وراء السياسات غير التقليدية هو التأثير على الاقتصاد الحقيقي لمواجهة الأزمات و التخفيف من حدتها، من الضروري تحديد القنوات التي تنقل النقود التي تم خلقها للتأثير على أسعار الفائدة وكذلك على أسعار الأصول التي بدورها تشجع الشركات على الاستثمار والتوظيف، يظهر تأثير ضخ السيولة و شراء الأصول من خلال عدة قنوات كقناة الإشارة مثلا معلنه عن نية البنك المركزي في تخفيف السياسة النقدية، حيث تتغير توقعات المتعاملين وتراجع العوائد على المدى الطويل وبالنظر الى مصداقية البنك المركزي، كما توجد قناة إعادة توازن المحفظة التي تؤثر على إجمالي الطلب من خلال تغيير الميزانيات العمومية للبنوك المركزية والقطاع الخاص ، و قناة التوجيه الامامي، الإشارة، السيولة

Forward

1. قناة التحذير (أداة استراتيجية توجيه استباقات المتعاملين)

guidance

تسمى أيضا " التوجيه الأمامي " و يمكن شرحها من خلال تأثير توقعات المتعاملين الاقتصاديين فيما يخص معدلات التضخم ومعدلات الفائدة المباشرة المستقبلية، و من الجدير بالإشارة أن للمتعاملين الاقتصاديين توجهات لا ينبغي التقليل من شأنها، اذ يعمل البنك المركزي على إرسال إشارات إلى الأسواق لإعلامهم بالوجهة المحتملة التي ستسلكها معدلات الفائدة في المستقبل. تبرر نماذج الاقتصاد الكينزي الجديد ان استباق المتعاملين لارتفاع الدخل الحقيقي والمستوى العام لأسعار في الفترة المستقبلية سيؤدي إلى تحفيزهم على رفع إنفاقهم الحقيقي، ما من شأنه أن يترجم آنيا 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 و يكبح ارتفاع الأسعار، أما إذا ضلت أسعار الفائدة الاسمية ثابتة فإن ارتفاع الإنفاق سيكون أكبر، الأمر الذي يسمح للسلطات النقدية بتحفيز النشاط الاقتصادي خاصة في حالة الانكماش.³²

يتم تفعيل هذه القناة من خلال تأثير البنك المركزي على أسعار الفائدة قصيرة الأجل، أو شراء الأصول المالية، أو بفعل التدابير المتخذة من قبل المؤسسات لمكافحة إخفاقات السوق المالية،³³ والواقع أن صناع القرار خلال فترات الأزمات معنيون بمخاطر التضخم التي تنخفض بوضوح عن النسبة المستهدفة (2%)، إن توقعات معدلات تضخم منخفضة، مع انخفاض أسعار الفائدة الثابتة، ستؤدي الى خفض أسعار الفائدة الحقيقية، مما ينتج عنه انخفاض أسعار الفائدة القصيرة الأجل مستقبلا، الأمر الذي سيؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة الطويلة الأجل -معدلات الفائدة طويلة الأجل هي انعكاس لمعدلات الفائدة القصيرة المستقبلية المتوقعة-³⁴ و يقلل بذلك من الإنفاق في الاقتصاد.

تأسيسا لما سبق تتوقف فعالية هذه القناة على مصداقية البنك المركزي التي تؤثر على التوقعات الخاصة والثقة و ظروف السوق المالية.³⁵ كما يمكن أن يكون لهذه القناة تأثير على سلوك السوق حتى قبل اتخاذ الإجراءات التي أعلن عنها البنك المركزي.³⁶

The Signaling

2. قناة الإشارة:

Channel

تدعى بقناة مخاطر التضخم،³⁷ نظريا تركز النماذج الاقتصادية السائدة بشكل اساسي على توقعات التضخم في التنفيذ الفعال للسياسة النقدية، و الملاحظ ان فرضيات قناة الإشارة تشبه قناة توقعات سعر الفائدة، كما تستمد مرجعيتها من اقتراح الحياد الذي قدمه والاس (wallace, 1981) والذي ينص أنه في اطار العقلانية الكاملة للعوامل و الاسواق المالية تطبيق سياسة السوق المفتوحة من قبل البنك المركزي لا تؤثر على ديناميكيات المؤشرات الرئيسية الكلية، من هذا المنطلق عمليات البنك المركزي و الحصة النسبية لأصوله لا تؤثر على التوازن العام للاقتصاد.

الملاحظ ان استخدام السياسة النقدية غير التقليدية كالتيسير النوعي مثلا يؤثر على توزيع الاصول المتاحة بين البنك المركزي و القطاع الخاص، و بما أن التسعير يعتمد على القيمة المتوقعة للفائدة الحدية لدخل العائلات - باعتباره متغير عشوائي - فإنه لا يغير توافر المخزون للاستهلاك في المستقبل ومنه لا تتغير أسعار الأصول و مستوى الاستهلاك، من جانب آخر تطبيق سياسة نقدية غير تقليدية لا يزيل مخاطر الاصول و انما ينقلها من القطاع الخاص الى القطاع العام، و باتباع المتعاملين العقلاء التكافؤ الريكاردي ستقوم الاسر بتغيير محفظتها المالية من أجل تحييد سلوكها والحفاظ على الدخل المستقبلي دون تغيير. قبول هذه الفرضية يعني ان العمليات الخاصة بتدفق الاصول و توسيع القاعدة النقدية غير فعال في حالة مصيدة السيولة، كما ان عدم مرونة الاسعار و الاجور تعني تأثير البنك المركزي على حجم التوقعات التضخمية و بشكل غير مباشر على انحراف سعر فائدة البنك المركزي (المعدل وفق معدل التضخم الحالي). ينتج عن قناة الإشارة الظواهر التالية:³⁸

- تحفيز التوقعات التضخمية؛
- انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية؛
- التغيرات في هيكل أسعار الفائدة في السوق ولا سيما انخفاض أسعار الفائدة طويلة الأجل؛
- زيادة الاستهلاك والاستثمارات والطلب العام.

في حقيقة الامر فعالية التيسير الكمي من خلال قناة الإشارة تتوقف على موثوقية البنك المركزي و توجهاته و نوع السياسة التضخمية المنتهجة، ففي غياب سمعة جيدة لبنك المركزي يستحيل تطبيق سياسة نقدية مثلى، و عليه لا بد من اللجوء الى آليات مكملية من شأنها:³⁹

- زيادة قوة الالتزامات للحفاظ على التوسع النقدي لفترة أطول؛
- التسبب في انخفاض عنصر المخاطرة في أسعار الفائدة السوقية ؛
- انخفاض مباشر في السندات وعوائد الأوراق المالية.

تعرضت هذه القناة لنقد بسبب خلفيتها النظرية، فتفسير تأثير السياسات الغير تقليدية محدود للغاية، كما ان هناك عوامل غير مالية تؤثر على حساب المخاطر مثل رغبات المتعاملين مثلا مما يعزز الطلب على الأصول الآمنة أثناء الأزمات المالية .

The Liquidity

3. قناة السيولة:

Channel

تعد قناة السيولة من أهم قنوات نقل أثر السياسة النقدية غير التقليدية، و تسمى أيضا بقناة التمويل المصرفي،⁴⁰ و يظهر أثرها بشكل أساسي من خلال زيادة مطلوبات البنك المركزي وإمدادات الاحتياطي، حيث تساهم في تحسين أرصدة المؤسسات المالية و زيادة حجم التمويل الخارجي للمتعاملين الاقتصاديين. تنسب أداة قناة السيولة الى النظرية النقدية،⁴¹ فعلى الرغم من رفض الكثير من الاقتصاديين لفرضية عدم الفعالية الكاملة للسياسة النقدية لدراسة تغير الطلب على النقود تحت مصيدة السيولة الا انهم توصلوا الى أن الحد الأدنى من أسعار الفائدة هو مجرد نوع من "الحاجز المؤسسي" و ليس تأثير الطلب اللائقي على النقود، و الادهى من ذلك تصبح معدلات الفائدة قصيرة الاجل غير كافية كونها بداية سلسلة الية التحويل النقدي.

تنبع أهمية قناة السيولة وفقاً للمدرسة النقدية، من الاختلافات الجوهرية بين الاحتياطي النقدي وباقي الأصول، فاستخدام المتعاملين الاقتصاديين للنقود كمخزن للقيمة يجعل منها اصل آمن بالمقارنة مع الأوراق المالية الأكثر خطورة بالنسبة للمؤسسات المالية. تحديداً خلال الازمات ارتفاع متوسط مخاطر الأصول الأخرى، فان دالة الطلب على النقود الحقيقية يجب ان تكون لها قيمة محدودة على الأقل، و عليه اذا افترضنا أن دالة الطلب تتناسب طردياً مع حجم الصفقات الحقيقية و سلباً مع تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود، فإن الزيادة في المعروض النقدي الاسمي يؤدي إلى انخفاض في عوائد الأوراق المالية التي تحتفظ بها المؤسسات المالية.

وعليه فإن آثار السياسات النقدية غير التقليدية تعتمد على التحولات في خصوم البنك المركزي ، وينبغي أن تسبب الزيادة في القاعدة النقدية إلى حدوث تغييرات في المحاميع النقدية حتى في ظل الحد الأدنى من الصفر. إن طريقة انتقال اثر السياسة النقدية غير التقليدية إلى الاقتصاد الحقيقي مستقلة حتى الآن عن موجودات البنك المركزي، بما في ذلك هيكل الأصول المشتراة من أجل زيادة المعروض من النقود. توصلت الدراسات التجريبية، ان السياسات الغير تقليدية تؤدي الى خفض مكونات أسعار الفائدة المرتبطة بعلاوة السيولة لأنها تسهل تحويل الأوراق المالية إلى أموال، و من ثم يؤدي ارتفاع مستوى السيولة إلى عدم القدرة على ترشيد الائتمان أو بيع الأصول من قبل البنوك التجارية، مما يرفع نفقات الاستهلاك الكلي والاستثمار.⁴²

خلاصة القول ترتبط السياسات غير التقليدية وفقاً لقناة السيولة بتيسير السيولة المتاحة (الاحتياطات) للمؤسسات المالية، مثل عمليات السوق المفتوحة طويلة الأجل وتعزيز السيولة لبعض قطاعات السوق.

The Portfolio-Balance

4. قناة إعادة توازن المحفظة:

Channel

تستند هذه القناة فكرتها الاساسية من تغير القيمة الإجمالية وتكوين أصول البنك المركزي وتأثيرها على قرارات المتعاملين الاقتصاديين، تسمى أيضا قناة استبدال المحفظة. إن الأساس النظري لقناة توازن المحفظة ترجع إلى أعمال توبين (Tobin, 1969)،⁴³ و هي تعني إعادة تعديل محفظة الأصول، لأن الشراء المكثف للأصول المالية طويلة الأجل من قبل البنك المركزي يقلل حجم العرض منها، مما يرفع أسعارها ويقلل من العوائد، فيغير

المتعاملين الاقتصاديين محافظهم بالنظر الى مشتريات اصول البنوك المركزية في ظل بدائل مالية (اصول) غير كاملة وتجزئة السوق من أجل البقاء ضمن قطاع محدد في السوق، هذا الوضع يحفز البائعين الذين يملكون المزيد من السيولة شراء أصول أخرى ذات خصائص مشابهة لتلك التي تباع أو بدائل أخرى أكثر جاذبية، و أكد أكثر خطورة، من أجل إعادة التوازن لمحففظتهم، بالمقابل هذه الحركة النقدية الزائدة قد تشجع حاملي السيولة المحدد على شراء بدائل أرخص، مما يرفع سعر الأصول المشتراة الى ان يتم توزيع إجمالي الأصول والنقد بين مختلف المستثمرين.⁴⁴

نتيجة لذلك، زيادة الأسعار تخفض معدلات الفائدة على المدى الطويل و بالمثل تقلص تكاليف الاقتراض بالنسبة للشركات والأفراد، مما يحفز الإنفاق ويعزز الاستهلاك والاستثمار وفي النهاية يحفز الطلب الكلي، كما يدعم الزيادة الصافية في ثروة حاملي الأصول، تجدر الإشارة إلى أن مفهوم الاحلال الغير كامل يلعب دورا رئيسيا في هذه العملية، والتي لن تحدث الا إذا اعتبر النقد كبديل مثالي للسندات الحكومية، من ناحية أخرى تنكيف الأسعار تلقائيا في ظل أسواق فعالة وكفاءة،⁴⁵ اذ تحقق قناة إعادة توازن المحفظة فعاليتها لاد من تحقق جملة من الشروط نذكر منها:⁴⁶

- التحديد الدقيق لأجزاء السوق الغير فعالة من قبل البنك المركزي؛
 - الصلابة المالية للبنك المركزي في السوق، مع تحديد الحد الأعلى لنقل المخاطر من القطاع الخاص إلى الميزانية العمومية للبنك المركزي؛
 - درجة احلال الأصول؛
 - متوسط وتيرة إعادة توزيع المحافظ؛
 - استجابة الأسعار و عوائد الأصول للتغيرات في العرض.
- تجدر الاشارة هنا أن التيسير الكمي (الشراء الكلي للفئات معينة من الأصول) أكثر الأدوات غير التقليدية فاعلية وفق قناة توازن المحفظة، و ينتج عن ذلك تغييرات سريعة في الميزانيات العمومية للقطاع الخاص وتحويل الطلب إلى أصول أخرى أكثر خطورة.

5. قناة الندرة (العرض المحلي) و قناة امتداد الخطر:

تعد كل من قناة الندرة و قناة امتداد الخطر قناة كامنة و ضرورية لقناة إعادة توازن المحفظة، و لفهم القناة الاولى من الضروري توضيح مفهوم "الموطن المفضل" فالمستثمرون لديهم جاذبية لبعض السندات و بمستوى نضج محدد، هذا التفضيل يعود الى افتراض أن أصول الموطن المفضلة بدائل سيئة مقارنة بغيرها، هذا النوع من الأفراد يختلفون عن المضاربين الذين يتاجرون بأصول مختلفة النضج، وفق هذه القناة عملية الشراء المكثف للموجودات ذات الاستحقاق نفسه ترفع الأسعار وتقلل عائدات الأصول الأخرى ذات درجة نضج متماثلة.⁴⁷ أما قناة امتداد الخطر فهي تنطوي على علاقة مباشرة بين علاوة المدى الطويل ومتوسط مدة الخطر التي يواجهها المستثمرون و خاصة المضاربين، و بذلك تدابير التيسير الكمي من شأنها القضاء على امتداد خطر السوق عن طريق سحب كمية من الأوراق المالية طويلة الأجل و خفض علاوة المخاطر المرتبطة بأسعار الأصول.⁴⁸

6. قناة علاوة السيولة:

في ظل أسواق مالية غير فعالة، تعمل البنوك المركزية على زيادة السيولة في السوق عن طريق شراء أوراق مالية طويلة الأجل لتشجيع المعاملات التجارية، فاعتماد البنوك المركزية على سياسات التيسير الكمي سيتحسن أداء السوق وتنخفض علاوة نقص السيولة، وبالتالي ارتفاع أسعار الأصول.

7. قناة سعر الصرف:

تعد قناة سعر الصرف قناة قوية و فاعلة ضمن السياسة النقدية التقليدية تعتمد عليها البنوك المركزية حتى ان لم تذكرها ضمن احد من أهدافها، حقيقة خفض أسعار الفائدة على الأصول المالية مثل السندات يجعلها أقل جاذبية للمستثمرين، هذا ما يشجع هؤلاء على استبدال عملتهم المحلية مقابل عملات أجنبية للاستثمار في الأصول ذات العوائد المرتفعة، مما يؤدي إلى تدفق رؤوس الأموال نحو الخارج، و يضعف الطلب على العملة المحلية فضلاً عن قيمتها، و بطبيعة الحال ضعف العملة يجعل الصادرات أرخص والواردات أكثر تكلفة، مما يؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم وهو المطلوب باعتباره أحد أهداف التسهيل الكمي.⁴⁹

8. قناة الثقة:

تعتبر هذه القناة نتيجة مباشرة لتوقعات المستهلكين فيما يتعلق بتنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية الجديدة لتحسن النظرة الاقتصادية. وبالتالي، فإن الثقة الأفضل تشجع على الاستثمار والإنفاق، الأمر الذي من شأنه زيادة سعر الأصول عن طريق تخفيض علاوة الخطر.⁵⁰

9. قناة ائتمان البنك:

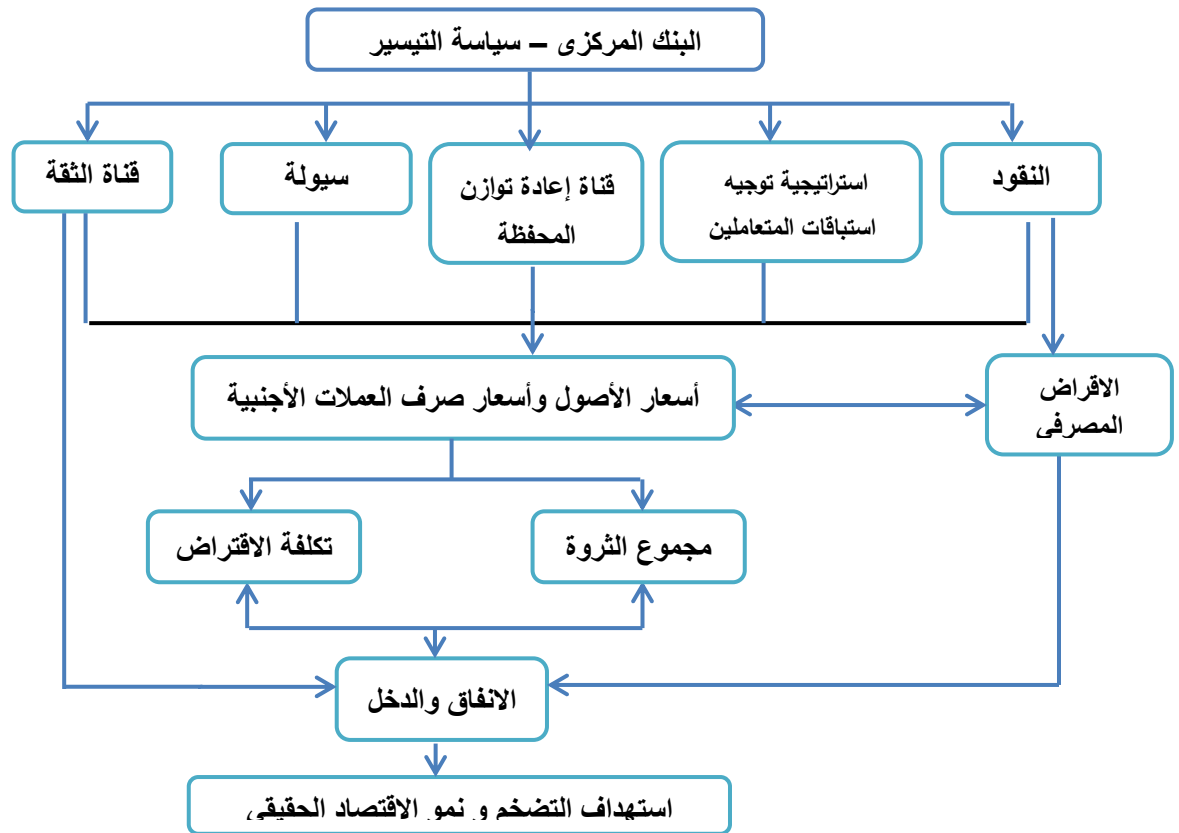
تخوز البنوك التجارية أوراق مالية أكثر سيولة وارتفاع في حجم احتياطياتها بفضل عمليات الشراء طويلة من قبل البنك المركزي لحسابها، و بما أن عائدات الأوراق المالية طويلة الأجل معرضة للانخفاض فإن البنوك تميل إلى إقراض الفائض من احتياطياتها للأفراد والشركات سعياً وراء تحقيق عوائد أعلى، الا انه بسبب توتر السوق في أوقات الأزمات والضغط المتزايد على البنوك للحد من ميزانيتها العمومية يصبح تأثير هذه القناة ضعيف على السياسة النقدية.⁵¹

بناء عما سبق نلاحظ كما معتبرا من قنوات التأثير عند تطبيق السياسات النقدية غير تقليدية مثل التيسير الكمي، حيث تساهم هذه القنوات في تخفيض العائد وزيادة أسعار الأصول طويلة الأجل، و يكون لذلك الاثر الايجابي اذا ما بلغ هذا الاثر الاقتصاد الحقيقي. تعد القنوات الثلاث الأكثر تأثيراً هي قناة التحذير، إعادة توازن المحفظة وقناة الثقة، اما قناتي الندرة و امتداد الخطر فهما منبثقتين عن قناة إعادة توازن المحفظة.

يدعم التراجع في تكلفة رأس المال الاستهلاك والاستثمار عن طريق زيادة حوافز الاقتراض والحد من حوافز الاكتناز و التوفير بفضل لجوئهم للأسواق المالية و بالتالي سهولة تحويل الأموال، لان انخفاض سعر الفائدة الرئيسي بشكل كبير، يخفض تكلفة اقتراض البنوك التجارية من البنك المركزي وتكلفة اصدار الدين بسبب ارتفاع أسعار الأصول، علما ان ارتفاع أسعار الأصول تمثل زيادة في صافي ثروة أصحابها، هذه المكاسب في رأس المال من المتوقع أن تحفز الإنفاق الاستهلاكي و الانفاق الانتاجي،⁵² ومع ذلك هناك من الاقتصاديين الذين يشككون

في امكانية خلق قيمة مضافة في الاقتصاد بفعل السياسات غير التقليدية و يمكن تلخيص كيفية تأثيرها على التضخم والنمو الاقتصادي من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (02): قنوات تأثير السياسة النقدية غير التقليدية



Source : Sophie Bostyn, « L'application du quantitative easing en Europe et aux Etats-Unis : vue d'ensemble et impacts sur le prix des actions », Master [120] Ingénieur de gestion, louvain school management, 2016,p :25

الخاتمة:

شهدت البنوك المركزية تحولات جذرية في سياساتها النقدية المعتمدة خلال الأزمات للتكيف مع بيئة معدل الفائدة الصفري، حيث طورت السلطات النقدية أدوات غير تقليدية مثل التيسير الكمي أو النوعي، معدلات

الفائدة السالبة. و من خلال تعرضنا لهذه السياسات ومختلف قنوات الإبلاغ للاقتصاد الحقيقي خلصنا الى النتائج التالية:

- تقوم قناة الاشارة المستمدة من النموذج النيوكلاسيكي على أهمية ما يسمى بـمبادية ميزانية البنك المركزي، من اجل تحفيز التوقعات التضخمية وما يتبع ذلك من انخفاض أسعار الفائدة طويلة الأجل؛
- افترزت النظرية النقدية و نماذج تدفق الموارد قناة سيولة تعتمد آثارها على تغير خصوم البنك المركزي؛
- تتوقف فعالية قناة التوجيه الامامي على مصداقية البنك المركزي باعتبارها تؤثر على توقعات وثقة المتعاملين الاقتصاديين و ظروف السوق المالية؛
- تركز قناة المحفظة على النظريات المتعلقة بإحلال الأصول غير الكاملة، وتشرح أثر التحولات في قيمة وهيكل موجودات البنك المركزي على قرارات العملاء الاقتصاديين، و يعتبر التيسير الكمي أكثر الادوات الغير تقليدية فعالية وفق هذه القناة؛
- يعتمد التأثير الإجمالي للأدوات غير التقليدية على انخفاض أسعار الفائدة المختلفة في السوق، وكذلك زيادة إتاحة القروض للعائلات والشركات؛
- أوضحت الأزمات المالية أن التفاعلات بين القطاع المالي والاقتصاد الكلي متداخلة بشكل وثيق لذلك يتعين على البنوك المركزية أن تعطي مزيداً من الأهمية للاستقرار المالي؛
- تؤدي النتائج العديدة غير المقصودة للسياسات غير التقليدية إلى نقص النماذج النظرية لتفسير تأثيرها المعقد على ميزانيات البنوك المركزية في الأسواق؛
- هناك حاجة ملحة لنموذج نظري شامل للآثار غير المباشرة للسياسات غير تقليدية، فضلاً عن استراتيجية الخروج من التدابير غير التقليدية و مدى استمرارية و درجة الاعتماد عليها من قبل البنوك المركزية مستقبلاً.

¹ Derya Yılmaz, Emin Ertürk, and Filiz Eryılmaz, « **The Unconventional Monetary Policy: A Theoretical approach** », International Journal of Trade, Economics and Finance, Vol. 8, No. 2, April 2017, p:97

² Janus, J., « **The Transmission Mechanism of Unconventional Monetary Policy** ». Oeconomia Copernicana, 7(1), 7-21 , 2016, p :08, consulter sur <http://apcz.umk.pl/czasopisma/index.php/OeC/article/viewFile/OeC.2016.001/9033>

³ Frederic Mishkin, « **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets** », 8th Edition, New York, Addison-Wesley, 2007, p: 474.

⁴ السيد علي عبد المنعم، سعد الدين نزار، " **النقد و المصارف و الاسواق المالية** "، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان ، ط1، 2004، ص: 351

Einzig, « **Monetary Policy : Means and Ends** », Penguin Books Harnonsdworth Midlesex , 1964 , p:50.

⁵ زكرياء الدوري و يسرى السامرائي، **البنوك المركزية و السياسات النقدية**، دار البازوري، 2006 ، ص185 .

⁶ صالح مفتاح، **النقد و السياسة النقدية**، دار الفجر للنشر و التوزيع، القاهرة، 2005 ، ص35.

⁷ صاري علي، " **السياسة النقدية غير التقليدية: الادوات و الاهداف** "، المجلة الجزائرية للعلوم و السياسات الاقتصادية، العدد4، 2013، ص: 60

⁸ د، علي توفيق صادق، د، معبد علي الجارحي، د، نبيل عبد الوهاب لطيفة، " **السياسات النقدية في الدول العربية** "، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، العدد الثاني، أبوظبي، 1996 ، ص: 37

⁹ Calomiris, C. W., & Gorton, G. , " **The origins of banking panics: models, facts, and bank regulation. In Financial markets and financial crises** ", University of Chicago press, 1991 , (pp. 109-174),

¹⁰ Anne-Marie Rieu-Foucalt, « **Comparer les mesures non conventionnelles de la FED et de la BCE : ce que disent les bilans des banques centrales**, Working Paper, Université de Paris Ouest Nanterre La Défense, 2017-08, p :05, consulter sur :

https://economix.fr/pdf/dt/2017/WP_EcoX_2017-08.pdf

¹¹ Sharon Kozicki, Eric Santor and Lena Suchanek, "Unconventional Monetary Policy: The International Experience with Central Bank Asset Purchases, Bank of Canada Review Spring 2011, p :15, consulter sur: <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2011/05/kozicki.pdf>

¹² تم تطبيقها من قبل مجلس الاحتياطي الفدرالي والبنك المركزي الأوروبي
¹³ يأخذ القطاع الخاص في الاعتبار معدلات الفائدة على المدى الطويل في الوقت الذي يتم فيه الاستثمار، علما ان معدلات الفائدة على المدى البعيد هي مجموع التوقعات المستقبلية لمعدلات الأجل القصير

¹⁴ نوفل سمالي، فضيلة بوطرو، "فاعلية أدوات السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية للبنك المركزي الأوروبي في مواجهة أزمة الديون السيادية الأوروبية"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد الرابع الأربعون، 2015، ص: 317

¹⁵ حوالي ثلاثة تريليونات دولار من الأصول في أوروبا واليابان بمواعيد استحقاق تناهز عشر سنوات (مثل سندات الحكومة السويسرية) أصبحت أسعار الفائدة عليها سلبية سنة 2015

¹⁶ فعلى سبيل المثال إذا ما تم تحديد سعر فائدة (- 0.2%) هذا يعني بأن المودعين سيكونون مجبرين على دفع قيمة هذه الفائدة على أموالهم المودعة بدلاً من استلام فوائد

¹⁷ Galiana, L. « **Aux limites des politiques monétaires. Idées économiques et sociales** », Idées économiques et sociales No. 180, 2015, p : 18

¹⁸ على سبيل المثال لو كان معدل الفائدة سالب عند 0.2 % ومعدل تضخم سالب يساوي 0.6 % ، فإن معدل الفائدة الحقيقي يصبح معدلاً موجباً (0.8 %)، وليس سالباً، بعكس ما يستهدفه البنك المركزي.

¹⁹ assouplissement qualitatif

²⁰ des instruments souverains ou de garantie souveraine

²¹ Bagus, P. & Howden, D. (2009). "Qualitative easing in support of a tumbling financing system: a look at the eurosystem's recent balance sheet policies". Economic Affairs, 29(4), P. 61, consulter sur: https://mpira.ub.uni-muenchen.de/79587/1/MPRA_paper_79587.pdf

²² المصطلح الانجلوسكسوني (quantitative easing)

²³ Altavilla, C., Carboni, G. & Motto, R. « **Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area** ". ECB Workingpaper, No.1864, 2015, p:24, consulter sur : <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/154297/1/ecbwp1864.pdf>

²⁴ سعر الفائدة الذي يقرض به البنك المركزي البنوك التجارية

²⁵ Dupuy, M, « **Les effets des politiques de Quantitative Easing sur le taux de change : Les enseignements de l'expérience américaine** ». LAREFI Working paper, 2013, consulter sur : <https://www.cairn.info/revue-d-economie-financiere-2012-4-page-243.html>

²⁶ Bowdler, C. & Radia, A, « **Unconventional monetary policy: the assessment** ", Oxford Review of Economic Policy, 2012, volume 28, issue 4, pp: 603-621, , <https://doi.org/10.1093/oxrep/grs037>

²⁷ McLeay, M., Radia, A. & Thomas, R, "La création monétaire dans l'économie moderne", des Etudes monétaires de la Banque d'Angleterre, 2014, consulter sur : <https://alaingrandjean.fr/wp-content/uploads/2016/11/creation-monetaire-economie-moderne2.pdf>

²⁸ نوفل سمالي، فضيلة بوطرو، مرجع سبق ذكره، ص: 220

²⁹ مرجع سبق ذكره، ص: 321

³⁰ يعكس التوازن الانفي في سوقي السلع والخدمات وسوق النقد في الاقتصاد المغلق ولتفاصيل أكثر يمكن العودة الى بقيق ليلي اسمهان، "آلية تأثير السياسة النقدية في الجزائر ومواقفها الداخلية : دراسة قياسية"، شهادة دكتوراه ، علوم اقتصادية، جامعة ابي بكر بلقايد، الجزائر، 2015، ص: 117

³¹ بالاعتماد على :

د. أحمد شفيق الشاذلي، "قنوات انتقال السياسة النقدية الى الاقتصاد الحقيقي"، صندوق النقد العربي، العدد 39، اكتوبر 2017، ص: 20

بقيق ليلي اسمهان، مرجع سبق ذكره، ص: 120-121

³² محمد الأمين وليد طالب، " دور السياسة النقدية في معالجة الازمات المالية: حالة البنك المركزي الاوروبي و الازمة المالية 2007-2008"، اطروحة دكتوراه، علوم اقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2015، ص: 161

³³ Cecioni, G. Ferrero, and A. Secchi, « **Unconventional monetary policy in theory and in practice** », Bancad'Italia Occasional Papers, 2011.P :16

³⁴ Dupuy, M, Op.cit, pp : 245-247

³⁵ كان بنك نيوزلندا المركزي أول من انتهج طريقة تحديد هدف معين للتضخم و أول من استعمل أداة (**Forward guidance**) عام 1997 حيث تم الإعلان عن مستقبل معدلات الفائدة بين البنوك لثلاثة أشهر اللاحقة، ثم انتهج ذات الاداة عدة بنوك مركزية أخرى مثل البنك النرويجي عام 2009 ، البنك المركزي السويدي عام 2007، البنك المركزي التشيكي 2008، أما فيما يخص الاحتياطي الفدرالي الأمريكي فطبقها ما بين شهر أوت 2003 و شهر ديسمبر 2005، ليعاود استعمالها ضمناً عام 2008 ثم يستعملها صراحة ابتداءً من شهر أوت 2011.

³⁶ Cecioni, G. Ferrero, and A. Secchi, Op.cit, p :17

³⁷ Krishnamurty, A., & Vissing-Jorgensen, A, « **The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy** », Brooking Papers on Economic Activity, 2011 , p:04, consuleter sur: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc>

³⁸ Bauer, M., & Rudebusch, G, « **The Signaling Channel for Federal Reserve Bond Purchases** ». Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series, 2013,p :21, consuleter sur: http://203.81.22.43/Userfiles/doc/br_lsap_20111205.pdf

³⁹ Janus, J. , Op.cit, p: 12

⁴⁰ Joyce, M., & Tong, M. (). « **QE and the Gilt Market: A Disaggregated Analysis** », working paper, N: 466, bank of England, Octobre 2012, consuleter sur: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/working-paper/2012/qe-and-the-gilt-market-a-disaggregated-analysis.pdf>

⁴¹ و يمكن العودة في ذلك الى:

Brunner, K., & Meltzer, « **A Liquidity Traps for Money, Bank Credit, and Interest Rates** ». *Journal of Political Economy*, 1968,V:76, n=1, consuleter sur: <http://repository.cmu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1607&context=tepper>

⁴³ التي أثبتت أن الايراد المتوسط و عوامل خاصة بخطر فئة معينة من الأصول ترتبط بالعرض النسبي لهذه الأصول في السوق

⁴⁴ Krishnamurty, A., & Vissing-Jorgensen, A, Op.cit, p:04

⁴⁵ Briges, J. & Ryland, T. " **The impact of QE on the UK economy — some supportive monetarist arithmetic** », Bank of England - Working Paper, No: 442, 2012, consuleter sur: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/working-paper/2012/the-impact-of-qe-on-the-uk-economy-some-supportive-monetarist-arithmetic.pdf>

⁴⁶ Janus, J, Op.cit., , p: 19

⁴⁷ Sophie Bostyn, « **L'application du quantitative easing en Europe et aux Etats-Unis : vue d'ensemble et impacts sur le prix des actions** », Master [120] Ingénieur de gestion, louvain school management, 2016, p : 21, consuleter sur : https://dial.uclouvain.be/downloader/downloader.php?pid=thesis%3A7295&datastream=PDF_01

⁴⁸ Sophie Bostyn, op.cit., p :22

⁴⁹ Mishkin, Frederic S, « **The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy** ». NBER Working Paper, No: 5464, National Bureau of Economic Research, 1996,p:05, Consuleter sur <http://myweb.fcu.edu.tw/~T82106/MTP/Ch26-supplement.pdf>

⁵⁰ Joyce, M., Tong, M., & Woods, R, Op.cit, p : 202

⁵¹ Sophie Bostyn, op.cit., p : 23

⁵² Bowdler, C. & Radia, A. (2012). Op.cit , p : 613