

قراءة في بعض التجارب الدولية في التيسير الكمي: أهم النتائج والدروس.
Reading some international experiences in quantitative easing :
The most important results and lessons.

عادل محسن^{1*} ، محمد بركة²

¹ مخبر التطبيقات الكمية في العلوم الاقتصادية والمالية، كُلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير ، جامعة ورقلة (الجزائر)

(mahcene.adal@univ-ouargla.dz)

² مخبر متطلبات تأهيل وتنمية الاقتصاديات النامية في ظل الانفتاح الاقتصادي العالمي ، كُلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير ، جامعة ورقلة (الجزائر)

(barka3066@gmail.com)

تاريخ الاستلام: 2020/09/01 ؛ تاريخ المراجعة: 2020/09/10 ؛ تاريخ القبول: 2021/03/21

ملخص: إن وصول أسعار الفائدة قصيرة الأجل لمستويات قريبة من الصفر في بعض الدول كاليابان والولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي لم يجنبها من الأزمة المالية التي تفاقمت آثارها ابتداء من سنة 2008، مما دفع بالبنوك المركزية لاستخدام التيسير الكمي لتحقيق أهدافها المرجوة. من هنا جاءت هذه الدراسة بهدف إبراز التيسير الكمي كأحد أدوات السياسة النقدية الحديثة غير التقليدية التي اعتمدها بعض البنوك المركزية في فترة الأزمات بعد بلوغ أدوات السياسة النقدية التقليدية لمحدوديتها. فالتيسير الكمي ينطوي على قيام البنك المركزي بضخ مبالغ مالية جديدة بشكل مباشر في الاقتصاد بشرائه للأصول المالية طويلة الأجل بهدف رفع أسعارها وتخفيض أسعار الفائدة طويلة الأجل ومنه زيادة سيولة البنوك التجارية الحائزة لها، وبالتالي معالجة أزمة السيولة التي أدت لإفلاس أكبر البنوك التجارية في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2008. لقد مكنت هذه الأداة الدول المتقدمة من تجنب الركود الاقتصادي في حين تأزم الوضع الاقتصادي في فنزويلا وازداد سوءاً، وهو ما يؤكد بأن الدراسات والأبحاث المتتبعه لآثار التيسير الكمي في المتغيرات الاقتصادية الكلية لم تجمع على نتائج ثابتة ومؤكدة على أثره في التضخم، سعر الفائدة، أسعار الأصول وسعر الصرف على المدى الطويل.

الكلمات المفتاح: تيسير كمي؛ سعر الفائدة طويل الأجل؛ سياسة نقدية غير تقليدية؛ بنوك مركزية؛ اصدار نقدي.

تصنيف JEL: E52، E58، F62، G01.

Abstract : The arrival of short-term interest rates to levels close to zero in some countries, such as Japan, United States and the European Union did not spare them from the financial crisis, whose effects worsen starting from 2008, which prompted central banks to use quantitative easing to achieve their desired goals.

For this reason, this study aims to highlight the quantitative easing as one of the modern unconventional monetary policy tools adopted by some central banks in the crisis period after reaching the traditional monetary policy tools their limitations.

The Quantitative easing involves the Central Banks injecting new financial amounts directly into the economy by purchasing long-term financial assets in order to raise their prices and reduce long-term interest rates, including increasing the liquidity of their commercial banks, and thus addressing the liquidity crisis that led to the bankruptcy of the largest commercial banks of the United States in 2008. This tool enabled developed countries to avoid economic stagnation while the economic situation in Venezuela that got so worse, which confirms that studies and research pursued of the effects of quantitative easing effects on the macro economic variables were not collected on constant results and confirms its effect on inflation, interest rate, asset prices and long-term the exchange rate.

Keywords: Quantitative easing; Long-term interest rate; Unconventional monetary policy; Central banks; Cash issuance.

Jel Classification Codes: E51, E52, E58, G01.

* عادل محسن mahcene.adal@univ-ouargla.dz

I- تمهيد :

تعد أداة التيسير الكمي عملية تحول في السياسة النقدية التقليدية التي كان هدفها الرئيسي الحفاظ على استقرار معدلات التضخم، لكنها عجزت عن منع حدوث الأزمة المالية لسنة 2008 أو حتى التنبؤ بها، ما تطلب من البنوك المركزية ضرورة التدخل وفق السياسة التقليدية للحد من انتشارها فاعتمدت على سياسة سعر الفائدة قصير الأجل بين البنوك التجارية حيث قامت بتخفيضه في أعقاب الأزمة المالية كما حصل في الولايات المتحدة الأمريكية و اليابان إلى أن وصلت أسعار الفائدة للصفر إلا أن ذلك لم يكن حلا كافيا للأزمة بل زاد من تفاقمها باحتفاظ البنوك التجارية بالسيولة مخافة الإفلاس وبالتالي استمرار الركود الاقتصادي لضعف الطلب الكلي الناتج عن عدم تحفيز الائتمان. وأمام هذا الوضع المالي المتأزم وللحد من انعكاساته السلبية على الاقتصاد العالمي سارعت كبرى البنوك المركزية في العالم لتبني سياسات نقدية غير تقليدية متمثلة في أداة التيسير الكمي من أجل تحفيز اقتصاداتها وتجنبها الركود مع المحافظة على معدلات تضخم مستهدفة تقدر بـ 02 %، ولهذا جاء هذا العمل الذي سنحاول من خلاله الإجابة على الإشكالية التالية:

1.I- إشكالية الدراسة : بناء على ما سبق، يمكن طرح وصياغة الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة كمايلي :

ما الدوافع والتدابير التي ميزت مختلف التجارب الدولية في تطبيقها لسياسة التيسير الكمي؟ وما الدروس المستخلصة منها؟

وللإجابة على الإشكالية الرئيسية يمكن طرح التساؤلات التالية:

- كيف تعمل أداة التيسير الكمي؟

- هل تعد أداة التيسير الكمي كحل بديل لأداة سعر الفائدة بعد وصولها لمحدوديتها في أعقاب الأزمة المالية العالمية سنة 2008؟

- ما هو تأثيرها على الاقتصادات التي استخدمتها، وما دورها في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية؟

2.I- فرضيات الدراسة : من خلال الإشكالية الرئيسية والتساؤلات الفرعية وضعنا الفرضيات التالية التي نسعى للإجابة عليها من خلال الدراسة :

الفرضية الأولى: للتيسير الكمي أثر إيجابي على المؤشرات الاقتصادية الكلية للدول التي استخدم فيها.

الفرضية الثانية: للتيسير الكمي دور مكمل لأدوات السياسة النقدية التقليدية وليس بديل لها.

الفرضية الثالثة: إن تباين هيكله الاقتصادات والعوامل المؤثرة فيها بين مختلف دول العالم، يجعل من أداة التيسير الكمي فعالة في بعض الاقتصادات وغير فعالة في اقتصادات أخرى.

3.I- أهمية الدراسة : تبرز أهمية هذه الدراسة في طرحها لموضوع حديث متمثل في أداة التيسير الكمي باعتبارها سياسة نقدية غير تقليدية اعتمدت في عدد محدود من دول العالم فكان لأثرها منحيين مختلفين على اقتصاداتها، حيث مكنت الدول المتقدمة (اليابان، الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة، الاتحاد الأوربي) من تجنب اقتصاداتها الدخول في حالة الركود الاقتصادي، أما بالنسبة لفنزويلا ومع اختلاف هيكلها الاقتصادي عن هذه الدول فكانت لها تداعيات سلبية على اقتصادها.

4.I- أهداف الدراسة : تهدف الدراسة إلى التعريف بأداة التيسير الكمي من حيث نشوئها وطبيعتها ومكوناتها، وبالآليات والبرامج التي طبقتها الدول المتقدمة في تنفيذها لبرامج التيسير الكمي، لتتمكن من تمييزها عن تجربة فنزويلا باعتبارها اقتصاد ريعي شبيه بالاقتصاد الجزائري، لتتمكن من استخلاص الدروس باعتبار أن الجزائر تبنت هذه السياسة النقدية غير التقليدية تحت مسمى التمويل غير التقليدي ابتداء من أكتوبر 2017.

5.I- عينة الدراسة : تتكون عينة الدراسة من الدول الرئيسية في العالم التي استخدمت أداة التيسير الكمي وهي: اليابان، الولايات المتحدة الأمريكية، إنجلترا، الاتحاد الأوربي وفنزويلا.

6.I- الدراسات السابقة: نظرا لفعالية السياسات النقدية غير التقليدية ومساهمتها في خروج العديد من الدول المتقدمة من أزمتها المالية، أدى لاهتمام عدد كبير من الباحثين في دراستها وتحليلها، ومن أهم الدراسات التي اعتمدنا عليها واختصت بالتجارب الدولية نجد دراسة (فتيحة و راشدي، 2016) والتي استعرضت من خلالها تجربة كل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية في سياسة التيسير الكمي مُركزة على أثره على سعر الفائدة في كل من البلدين لتتوصل إلى أن الولايات المتحدة الأمريكية قد مكنتها هذه السياسة من تخفيض معدلات البطالة كما نجحت اليابان في رفع معدلات النمو، ودراسة (عبو و قسول، 2019) التي تطرقت لتجربة الدول الأربع (اليابان، الولايات المتحدة الأمريكية، الاتحاد الأوربي والمملكة المتحدة) التي وبفضل سياسة التيسير الكمي نجحت في إعادة النشاط لأسواقها المالية بتحفيزها للاستهلاك والاستثمار (زيادة الطلب الكلي)، بالإضافة إلى دراسة (عبد العزيز شويش و عبد الباري احمد، 2014) التي عرضت مختلف برامج التيسير الكمي في كل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوربي والمملكة المتحدة مبرزة أثره على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية (التضخم، سعر الصرف، سعر الفائدة، عرض النقد).

أما دراسة (Fawley & Neely, 2013) و (Ásgeirsdóttir, 2014) هدفنا لتحليل برامج التيسير الكمي المطبقة في الدول المتقدمة، ليتوصلا إلى أنه في البداية سعت إلى التخفيف من أزمة السوق المالية، لتتسع بعدها لتشمل تحقيق هدف التضخم، تحفيز الاقتصاد الحقيقي واحتواء أزمة الديون السيادية الأوروبية، بحيث وجدا أن كل من البنك المركزي الأوروبي وبنك اليابان ركزا برأيهما على الإقراض المباشر للبنوك بينما وسع البنك الفدرالي وبنك إنجلترا قواعدهما النقدية من خلال شراء السندات. وبالنسبة لمستقبل التيسير الكمي، يتوقعان أن الوقت سيأتي قريباً للخروج وأن استراتيجية الخروج المثلى ترى أن يبدأ البنك الفدرالي بوقف شراء سندات الخزينة طويلة الأجل متبوعة بوقف مشتريات السندات المدعومة بالرهن العقاري (MBS).

7.I- السياسات النقدية غير التقليدية، المفهوم، الأدوات وقنوات انتقالها: اعتمدت البنوك المركزية الرائدة في العالم على تدابير غير اعتيادية لإدارة سياستها النقدية وهذا لمجابهة الأزمة المالية التي تعرضت لها اقتصاداتها، معتمدة على مجموعة من التسهيلات أفضت إلى توسيع حجم أصول ميزانيتها مقابل ضخها للسيولة بهدف تحفيز الطلب الكلي. لذا قبل التطرق للتجارب الدولية في السياسات النقدية غير التقليدية وجب التعرف على: مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية، أدواتها وقنوات انتقالها من خلال:

1. مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية:

لا يوجد إجماع على تعريف شامل لمفهوم السياسة النقدية غير التقليدية، حيث لم تعرف حتى الآن سوى من جانبين: جانب المستهدفات، وجانب الأدوات المستخدمة في تطبيقها (صاري، 2016)، وعليه يمكن تعريفها من هذين الجانبين كما يلي (صاري، 2016، صفحة 470):

1-1- من جانب الأدوات المستخدمة: تعرف على أنها سياسة نقدية تستخدم زمن الأزمات من خلال تنفيذ مجموعة من الأدوات متمثلة في: دعم ائتماني معزز، تسهيلات ائتمانية، تيسيرات كمية، وتدخلات في العملة وفي أسواق الأوراق المالية، وكل ذلك بهدف حماية الاقتصاد الحقيقي من تداعيات الأزمة.

1-2- من جانب المستهدفات: بأنها مجموعة من الوسائل والإجراءات غير المعتادة في السياسة النقدية التقليدية تستخدمها السلطة النقدية للتأثير في النشاط الاقتصادي، لتحقيق أهداف اقتصادية محددة، خلال فترة زمنية معينة وعليه فهي تهدف للتأثير على متغير اقتصادي حقيقي محدد مثل (النمو، التضخم، التشغيل....).

2. أدوات السياسة النقدية غير التقليدية

لتطبيق سياسة نقدية غير تقليدية يجب استخدام أدوات استثنائية غير اعتيادية ومن أهمها نجد:

1-2- التيسير الكمي (Quantitative easing): هو أحد أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، حيث بدأت البنوك المركزية في استخدامه لتحفيز الاقتصاد عندما أصبحت السياسة النقدية التقليدية غير فعالة باقتراب أسعار الفائدة قصيرة الأجل من الصفر (مصيدة السيولة). فعمدت للتأثير على أسعار الفائدة طويلة الأجل من خلال التسهيلات الكمية. فينطوي QE على قيام البنك المركزي بضخ مبالغ مالية جديدة بشكل مباشر في الاقتصاد بشرائه للأصول المالية طويلة الأجل وبالتالي رفع أسعارها وخفض أسعار الفائدة طويلة الأجل لتشجيع الاستثمار وتحفيز النشاط الاقتصادي (AKACEM & SELKA, 2015, p. 41). فمن خلال هذه الأداة يمكن للتوسع النقدي أن يؤثر بشكل أفضل على التضخم المستهدف والإنفاق الاسمي. فقتاة النقل لتنفيذ التيسير الكمي هي نظام معقد من المعاملات يمكن تصورها كما هو مبين في الشكل رقم (1)، بحيث تقوم البنوك المركزية بشراء الأصول (السندات، الأوراق المالية) من البنوك التجارية والمؤسسات المالية بشكل واسع ما يؤدي إلى رفع أسعارها وانخفاض عائدها وفي المقابل ترتفع احتياطات البنوك والمؤسسات المالية الأمر الذي يعزز النشاط المالي، بحيث تقل تكلفة الاقتراض لكل من الشركات والأسر وبالتالي يزداد الإقراض المصرفي وهذا يعني ارتفاع الإنفاق والاستثمار ما سيؤدي إلى زيادة في إجمالي ثروة الاقتصاد وبالتالي يمكن الوصول للتضخم المستهدف، وهو الهدف الرئيسي للتيسير الكمي.

2-2- التسهيل النوعي (Qualitative Facility): التيسير النوعي هو شبيه بعملية "السوق المفتوحة" كما يعتبر تسهيل ائتماني انتقائي لأن البنك المركزي هنا يركز على توسيع الأصول الخاصة الموجودة في ميزانيته على حساب قاعدته النقدية فيهدف من خلاله لرفع سيولة أسواق التمويل قصيرة الأجل عن طريق شرائه للأوراق المالية (سندات، أسهم) خاصة أو عامة مقابل إصدار نقدي جديد وبالتالي المساهمة في زيادة توافر الائتمان للقطاع الخاص (Galiana, 2015).

2-3- سياسة أسعار الفائدة الصفرية (Zero interest rates policy): تتبع البنوك المركزية سياسة أسعار الفائدة الصفرية في حالة الأزمات من أجل تسهيل حصول الأفراد على الائتمان، لأن العلاقة بين أسعار الفائدة على الائتمان والكمية المطلوبة منه ترتبط بعلاقة عكسية. وهو ما تنشده البنوك المركزية من خلال أسعار الفائدة الصفرية (علي، 2016)، كما تساهم هذه الأخيرة في التأثير على أسعار صرف العملة في

الأسواق الدولية للعملات من خلال عدد الوحدات من العملة المحلية التي يمكن بها شراء وحدات من عملة أخرى (J.Baumol & S.Blinder, 1998).

4-2- التسهيل الائتماني (Credit Facility): ويطلق عليه التسهيل (المباشر) للائتمان، يتمثل في زيادة عرض النقود من خلال شراء سندات الخزانة والأصول المالية للقطاع الخاص على المدى الطويل عندما يقارب سعر الفائدة للصفر. فيفضل هذا التسهيل النقدي يمكن للسياسة النقدية أن تستمر في خفض أسعار الفائدة على المدينين المتوسط والطويل، وبالتالي ترميز هذه الزيادة في المعروض النقدي إلى الاستهلاك العائلي وإلى المؤسسات (AKACEM & SELKA, 2015, p. 43).

5-2- عملية تويست (Operation Twist): أقرها مجلس الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2011، وهذا من أجل تجنب الآثار السلبية الناتجة من عمليات التسهيلات الكمية والمتمثلة في التضخم، فهي عملية مبادلة بسيطة كأن يقوم الاحتياطي الفيدرالي بشراء سندات الخزانة طويلة الأجل لكن لا تمول من خلال طبع النقود كما في حالة التيسير الكمي، لكن من بيع أوراق الخزانة قصيرة الأجل. وهذا ما يُمكن من تحقيق هدفين في آن واحد: تجنب أو على الأقل الحد من خطر التضخم، والاستمرار في خفض سعر الفائدة على المدى الطويل (في شراء كمية كبيرة من الأصول طويلة الأجل)، وهذا ما يشجع العائلات والمؤسسات على الإنفاق، فيحفز الطلب الكلي وبالتالي تجنب الركود الاقتصادي (AKACEM & SELKA, 2015, p. 43).

3. قنوات انتقال السياسات النقدية غير التقليدية في الاقتصاد

تهدف البنوك المركزية من تطبيقها للسياسات النقدية غير التقليدية إلى التأثير في متغيرات الاقتصاد الحقيقي للقضاء على الأزمة الاقتصادية أو التخفيف من حدتها بغية الوصول إلى الاستقرار الاقتصادي باستخدام مجموعة من القنوات يمكن إيجازها فيما يلي:

3-1- قناة النقود: إن ضخ النقود في الاقتصاد مقابل الأصول يرفع من سيولة ميزانيات القطاع الخاص، فهذه هي القناة الأساسية التي من خلالها يؤثر التوسع النقدي على الإنفاق ومنه على التضخم.

3-2- قناة التوقعات (Policy signaling): وتتمثل في توقعات السوق لمعدلات الصناديق الفيدرالية المستقبلية، بحيث يجب أن يكون لقناة التوقعات تأثير أكبر على الاستحقاق المتوسط من معدلات الاستحقاق طويلة الأجل، والالتزام بإبقاء المعدلات منخفضة حتى يتعافى الاقتصاد ويستطيع البنك الفيدرالي من بيع الأصول المتراكمة (Krishnamurthy & Vissing-Jorgensen, 2011).

3-3- قناة إعادة توازن المحافظ الاستثمارية: شراء البنك المركزي للأصول يرفع من أسعارها وكذلك أسعار الأصول الأخرى، وبالنسبة للمستثمرين ما لم يكن المال هو البديل المثالي للأصول التي تم بيعها، فقد يحاولون إعادة توازن محافظهم الاستثمارية بواسطة شراء أصول أخرى التي هي بدائل أفضل أو ما يعرف بتبويب المحفظة. فارتفاع أسعار الأصول يعني انخفاض عائدها، مما يؤدي بالشركات والأسر إلى العزف عن السوق المالي والتوجه نحو البنوك لانخفاض تكاليف الاقتراض وهو ما يعمل على تحفيز الإنفاق (Michael Joyce, Matthew Tong, & Robert Woods, 2011, p. 201).

3-4- قناة السيولة: عندما عانت الأسواق المالية من اختلال وظيفي، مكنت عمليات الشراء الواسعة للأصول من طرف البنوك المركزية من تحسين أداء الأسواق من خلال زيادة السيولة وتشجيع التداول.

3-5- قناة الثقة: الشراء الواسع للأصول يزرع الثقة في المتعاملين ما يؤدي لارتفاع أسعار هذه الأصول، فهذه السياسة تؤدي إلى تحسين النظرة الاقتصادية وتعزز ثقة المستهلكين فتحفزهم أكثر على الإنفاق (Michael Joyce, Matthew Tong, & Robert Woods, 2011, p. 202).

3-6- قناة سعر الصرف: يمكن أن تؤثر سياسة التيسير الكمي بشكل كبير على أسعار صرف العملات، حيث كانت معدلات الفائدة الاسمية في مستويات منخفضة عندما تم تطبيقها، ونخص بالذكر عملية التيسير الكمي التي أطلقها البنك الفيدرالي الأمريكي في لجنة السوق المفتوحة لدعم الاقتصاد الأمريكي خلال سنة 2008، كانت نتيجتها عملية ضخمة لبيع السندات وحركية كبيرة لرؤوس الأموال شهدتها مختلف دول العالم؛ مما سبب تدفق هائل للدولارات رغبة في الاستفادة من معدلات النمو الكبيرة وسرعة دوران رأس المال خاصة في الاقتصاديات الناشئة (حوالي 150 مليار دولار كل شهر)، مما ساهم في بيع عملاتها مقابل الدولار وزيادة الطلب عليها في سوق الصرف وبالتالي ارتفاع قيمتها مقابل الدولار، هذا ما وضع صادرات الدول الناشئة في وضع تنافسي ضعيف، لأنه من الناحية النظرية انخفاض قيمة العملة المحلية يؤثر إيجاباً على تنافسية صادرات الدولة بالمقابل هناك ارتفاع في أسعار السلع المستوردة مما يعزز توقعات التضخم (ارتفاع معدلات التضخم المستورد) (وليد و صديقي، 2018).

3-7- قناة الاقتراض المصرفي: عندما يتم شراء الأصول من غير البنوك، فإن القطاع المصرفي سيحقق مكاسب سواء احتياطات جديدة أو زيادة في ودائع العملاء، وهو ما يرفع من مستوى الأصول السائلة لديه فيشجعه على التوسع أكثر في منح القروض.

وعليه يمكن القول بأن سياسة التيسير الكمي تكون بلا جدوى ولا تحقق أهدافها المرجوة إن لم تحسن البنوك المركزية اختيار القناة المناسبة لتفعيلها كل حسب وضعه الاقتصادي، ومنه يمكن إيجاز هذه القنوات كما هو مبين في الشكل رقم (2).

II - التجارب الدولية للسياسات النقدية غير التقليدية:

أدت الأزمة العالمية الأخيرة ببعض الدول المتقدمة خاصة الولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا، اليابان والاتحاد الأوروبي إلى انتهاز اتجاه حديث للسياسة النقدية باستخدام أدوات غير تقليدية تحبب اقتصاداتها الائتمار والركود، فوسعت من موازنتها العامة وضخت السيولة في الاقتصاد بهدف تحفيز الطلب الكلي اعتمادا على دعم ائتماني معزز، تسهيلات ائتمانية، تيسيرات كمية وتدخلات في العملة وفي أسواق رأس المال بهدف حماية الاقتصاد الحقيقي من تداعيات الأزمة المالية (Joyce, Miles, Scott, & Vayanos, 2012)، ليقوم البنك المركزي بدور الوساطة لتسهيل الحصول على الائتمان عن طريق إصدار سندات الحكومة بلا قيود بهدف تحفيز الاقتصاد (Gertler & Karadi, 2010)، ليشهد النشاط الاقتصادي العالمي استقرارا بمعدل نمو قدره 3,8 % سنة 2017 وهي أكبر وتيرة منذ سنة 2011.

II 1- تجارب الدول المتقدمة : عمدت العديد من البنوك المركزية خلال الأزمة المالية 2008 لاستعمال أدوات غير تقليدية في سياستها النقدية عوضت بها الأدوات التقليدية خاصة أداة معدل الفائدة التي وصلت لمحدوديتها باقترابه من الصفر، لذا سنعرض فيما يلي تجارب بعض الدول المتقدمة التي اعتمدت سياسات نقدية غير تقليدية من أجل تحفيز اقتصاداتها ومواجهة الأزمات التي تعرضت لها:

1. تجربة اليابان:

طبق BOJ السياسات النقدية غير التقليدية بدءا من سنة 1990 لكن بصورة بطيئة، أين خفضت الحكومة اليابانية معدل الفائدة إلى 0.5 % سنة 1995 ليصل إلى 0.03 % سنة 1999 (فتيحة و راشدي، 2016).

-دوافع اعتماد هذه الآلية: شهدت سنة 2000 ارتفاع المعدل العام للأسعار بـ 2.8 %، كما ارتفع معدل الفائدة الإسمي إلى 0.25 % الأمر الذي تطلب تفعيل هذه السياسة كأداة لمواجهة حالة الركود الاقتصادي الذي بدأ سنة 2001 واستمر حتى بعد 2006 أين وصلت أسعار الفائدة إلى 0 % (schenkelberg & watzka, 2012).

-برنامج بنك اليابان في تطبيق سياسة التيسير الكمي: لجأت اليابان لإجراءات التيسير النقدي للتغلب على الانكماش المزمن الذي لازم اقتصادها ففي 19 مارس 2001 بدأ BOJ في تطبيق سياسة التيسير الكمي بضخ 5 تريليون ين، وارتفع المبلغ ليصل إلى ما بين 30 و 35 تريليون ين سنة 2004 وهو ما انعكس بالإيجاب على مؤشر نيكي الياباني فبعدما تراجع بنسبة 28% بين 2002 و 2004، عاود المؤشر بالارتفاع بنسبة 20% في مارس 2006 بفضل ضخ السيولة في الاقتصاد (Ásgeirsdóttir, 2014)، أما بخصوص البرنامج الذي سطره BOJ في تطبيقه لسياسة التيسير الكمي فهو مفصل في الجدول رقم (01).

-آثار تطبيق برنامج التيسير الكمي في اليابان: على ضوء البيانات السلبية للاقتصاد الياباني تعهد BOJ بمراجعة برنامجه للتحفيز النقدي بأن يتبنى في سياسته للتيسير الكمي تمويل الانفاق الحكومي بما يضمن استقرار معدلات التضخم. ويتوقع الاقتصاديون أن تصدر الحكومة سندات لأجل 50 عاما وإذا تعهد بنك اليابان الاحتفاظ بها لفترة طويلة فسيكون ذلك شكلا من أشكال طبع النقود، لكن بعض الاقتصاديين يخشون أن تقود هذه الخطوة إلى بلوغ التضخم مستويات مرتفعة جدا، وبالتالي خفض غير متحكم فيه لقيمة العملة. فوسع برنامج التحفيز النقدي بزيادة طفيفة في مشتريات صناديق المؤشرات وهذا استجابة لضغوط الحكومة وأسواق رأس المال باتخاذ إجراءات أكثر جرأة من أجل تحفيز النمو وتوجيه وتيرة التضخم نحو المعدل المستهدف 2%.

فبلغ الناتج المحلي الإجمالي لليابان سنة 2015 نحو 500 تريليون ين، وهذا يعني أن اليابان لديها هدف بزيادة الناتج المحلي الإجمالي بنحو 100 تريليون ين على مدى الأربع سنوات المقبلة، وسيتبع ذلك الحفاظ على معدل نمو سنوي يقدر بـ 3%، ومع ذلك فقد تمكنت اليابان خلال سنة 2015 من زيادة الناتج المحلي الإجمالي فقط بنسبة 0.5%. في ظل توقع الحكومة أن يتحقق عجزا أوليا يقدر بـ 9.2 تريليون ين إذا ظل النمو ضعيفا، وبالتالي ستفشل في الوصول إلى هدفها المتمثل في تحقيق فائض أولي في الميزانية إلى غاية سنة 2024 (الحوالي، 2016).

فبالنظر للمؤشرات الكلية الاقتصادية للاقتصاد الياباني نستنتج أن سياسة التيسير الكمي التي طبقها BOJ لم تحقق أهدافها المرجوة، بحيث بقيت معدلات التضخم سالبة ولم تصل إلى 2% فبلغت سنة 2018، 0.99% أما معدلات النمو بقيت دون 2% لتسجل سنة 2018، 0.78% كما نجد أن سعر صرف الين قد تراجع مقابل الدولار الأمريكي، فبعدما كان 80 ين يقابله 1 دولار سنة 2012 أصبح سنة 2018، 110 ين مقابل 1 دولار، عدا معدلات البطالة فقد تم التحكم بها فنجد أنها انخفضت من 5% سنة 2010 إلى 2.44% سنة 2018 (أنظر الجدول رقم 6).

2. تجربة الولايات المتحدة الأمريكية:

أدت الأزمة المالية في عام 2008 والركود الاقتصادي الذي تلاها إلى خفض أسعار الفائدة عند مستوى الصفر، فلم يستطع البنك الفيدرالي تخفيض الطلب من خلال خفض أسعار الفائدة أكثر، لذلك استجاب للأزمة المالية من خلال تدابير غير تقليدية متمثلة في سياسة التيسير الكمي، والتي يظهر تأثيرها المباشر في جانب الأصول لميزانية البنك الفيدرالي، حيث غير مكونات محفظته من خلال بيعه لسندات الخزينة وشراء أصول أخرى أقل سيولة بهدف توفير المزيد من السيولة للأسواق المالية (Blinder, 2010, p. 467).

-دوافع اعتماد هذه الآلية: بعد أزمة الرهن العقاري انعدمت الثقة بين البنوك والأفراد، لتشهد الولايات المتحدة الأمريكية إعلان الوصاية على وكالات الرهن العقاري الأمريكية الرئيسية فاني ماي وفريدي ماك في 7 سبتمبر وإفلاس بنك ليمان براذرز الاستثماري في 14 سبتمبر 2008، لتمتد نداءات الاستغاثة إلى كل من شركة واشنطن ميتيال وشركة التأمين AIG (Frederic, Christian, Pierre-cyrille, Dominique, & Ragot, 2010, p. 661). هذا ما أدى بالبنك الفيدرالي إلى تخفيض سعر الفائدة إلى 1% واتباع سياسة نقدية غير تقليدية من خلال سيطرته على أسعار الفائدة قصيرة الأجل التي يؤدي خفضها إلى رفع كل من الاستهلاك والاستثمار بشكل عام ومن ثمة النشاط الاقتصادي. لكن بوصول معدلات الفائدة قصيرة الأجل لمستويات قريبة من الصفر في أواخر 2008 فلم يعد بالإمكان خفضها أكثر، فأصبح السبيل الوحيد لتقديم حوافز إضافية هو خفض أسعار الفائدة طويلة الأجل وهو أحد أهداف "التيسير الكمي" فمشتريات البنك الفيدرالي تخلق طلبا إضافيا على السندات الحكومية طويلة الأجل مما يرفع أسعارها ويخفض أسعار الفائدة المرتبطة بها. أما الهدف الثاني فهو ضمان استقرار التوقعات المرتبطة بمعدلات التضخم لمنع وصول انكماش الأسعار إلى الأجر، وقد دفع هذا بالبنك الفيدرالي لتوسيع ميزانيته العمومية بشكل كبير لضمان إبقاء التوقعات مستقرة. أما ثالثا: أراد البنك الفيدرالي تشجيع المستثمرين على امتلاك أصول ذات مخاطر أكبر عبر إزالة السندات الحكومية طويلة الأجل الآمنة نسبيا من السوق، حيث إن الزيادة الناتجة في أسعار الأسهم والمنازل من شأنها أن تزيد من ثروة الأفراد مما سيعزز استهلاك القطاع الخاص. وقد كان هذا هو الهدف من المرحلتين الأخيرتين من التيسير الكمي.

-برنامج البنك الفيدرالي في تطبيق سياسة التيسير الكمي:

بدأ البنك الفيدرالي بمضاعفة ميزانيته قبل أزمة سبتمبر 2008، أين قام بضخ ما يقارب 700 مليار دولار من خلال مشاركته في عمليات السوق المفتوحة من خلال شرائه لسندات حكومية طويلة الأجل بمعدل 10 مليون دولار شهريا، ليبلغ إجمالي ما يحتفظ به البنك الفيدرالي إلى غاية نهاية 2013 من سندات الخزنة الأمريكية طويلة الأجل ما يعادل 2 تريليون دولار (Schaible, 2014, p. 6). واتباع البنك الفيدرالي سياسة التيسير الكمي وفق برنامج محدد كما هو مبين في الجدول رقم (2).

-آثار تطبيق برنامج التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية: حذر الكثير من المراقبين في البداية من الآثار السلبية للتيسير الكمي على التضخم نتيجة اصدار كميات ضخمة من النقود شهريا، غير أنه وبعد تطبيق تلك السياسات لم يحدث أن واجه الاقتصاد الأمريكي طوال السنوات الخمس التي طبقت فيها هذه السياسة أية ضغوط تضخمية بل على العكس اتسمت تلك الفترات بتراجع معدلات التضخم عند مستويات دنيا أقل من تلك المستهدفة (أنظر الملحق رقم 1). فالدراسات التي تمت لتقييم برامج التيسير الكمي أشارت إلى أنه قد ترتب على تلك البرامج تراجع معدلات عائد الأصول طويلة الأجل بصورة واضحة، كذلك انخفضت معدلات العائد على سندات الشركات والسندات المغطاة بالرهون العقارية، كما أفادت بأن البرنامج أسهم في رفع معدلات النمو فبعدما كان سالبا ويقدر بـ -0.13% سنة 2008 انتقل إلى 2.85% سنة 2018. وإضافة المزيد من الوظائف في سوق العمل الأمريكي بحيث انخفضت معدلات البطالة من 9.63% سنة 2010 إلى 3.93% سنة 2018. ونتيجة لعمليات التيسير الكمي تزايدت عمليات الاقتراض سواء من جانب قطاع الأعمال لغرض الاستثمار أو من جانب القطاع العائلي لغرض الاستهلاك نتيجة لتراجع معدلات الفائدة. فالمتضرر الأكبر من هذه العمليات بطبيعة الحال هم المدخرون والمودعون لأموالهم في النظام المصرفي والذين يحصلون على معدلات فائدة متدنية، وهذا ليس فقط في الولايات المتحدة الأمريكية بل في جميع دول العالم التي تربط عملاتها بالدولار كدول الخليج مثلا. أما أبرز الخاسرين من وقف البرنامج هم بورصات الأوراق المالية حيث ستنتهي حقبة الأموال السهلة أو الرخيصة التي تعد المحرك الأساسي لسوق رأس المال في الوقت الحالي.

ليبدأ بعدها في التفكير للخروج من هذه السياسة من خلال التدابير التالية (Blinder, 2010, p. 471):

-حث المقترضين على تقليص حجم القروض المطلوبة؛

-تسوية القروض عن طريق الخصم؛

-الرفع من سعر الفائدة على الودائع لتشجيع المستثمرين على إيداع أموالهم لدى البنوك؛

-الرفع من نسبة الاحتياطي للبنوك التجارية لدى البنك المركزي؛

-استرداد قيمة السندات عن طريق بيعها في عمليات السوق المفتوحة التقليدية.

3. تجربة الاتحاد الأوروبي:

يمكن اعتبار مبادرات البنك المركزي الأوروبي في التعامل مع الأزمات التي حدثت منذ سنة 2007، على أنها دعم ائتماني معزز، ومزيج من سياسيي التخفيف الكمي والنوعي (TRICHET, 2010).

- **دوافع اعتماد هذه الآلية:** نتيجة للأوضاع الاقتصادية المقلقة التي شهدتها دول الاتحاد الأوروبي في نهاية سنة 2014 من انخفاض المعدلات التضخم 0.27% سنة 2014، وتباطؤ النمو 1.4% نفس السنة وارتفاع معدلات البطالة إلى أرقام قياسية 11.6%، ليعلن مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي عن برنامج ضخم لعمليات التيسير الكمي في نهاية سنة 2014.

- **برنامج البنك المركزي الأوروبي في تطبيقه لسياسة التيسير الكمي:** في الممارسة العملية، أجرى BCE سبع عمليات رئيسية يمكن وصفها بأنها غير تقليدية، فبالإضافة إلى خفض أسعار الفائدة الرئيسية قام البنك المركزي الأوروبي بتنفيذ إجراء تخصيص معدل ثابت بالكامل لعمليات إعادة التمويل طويلة الأجل (FRFA)، والذي يسمح للبنوك بالحصول على تمويل غير محدود من البنك المركزي الأوروبي وهذا الإجراء يعد عملية إعادة تمويل رئيسية (RPO) يتم فيها توفير السيولة المطلوبة، بهدف دعم التمويل المصرفي قصير الأجل للتخفيف من التأثير السلبي المحتمل لمخاطر السيولة على توفير الائتمان للأسر والشركات في منطقة اليورو. ليتم بعدها استكمال عملية إعادة التمويل طويلة الأجل (FRFA) بتمديد فترة استحقاق عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل المستهدفة (LTRO) أولاً إلى ستة أشهر ثم إلى 12 و36 و48 شهراً، فهذه الإجراءات تسمح بتوفير السيولة للمؤسسات على مدى فترة أطول بمعدل منخفض وتخفيف شروط إعادة التمويل للبنوك، وفي هذا السياق، أطلق البنك المركزي الأوروبي أول برنامج شراء سندات مغطاة (CBPP1) في ماي 2009 (Kanga, 2017, p. 9).

لم يكن الانخفاض في أسعار الفائدة والتدابير السابقة كافياً لإعادة الثقة، خاصة مع إضافة أزمة الديون السيادية في ماي 2010 والأزمات المصرفية في منتصف 2011 إلى الأزمة المالية. فعلى سبيل المثال، أدت أزمة الديون السيادية إلى ارتفاع في سعر الفائدة على سندات اليونان وإيرلندا والبرتغال وإسبانيا وإيطاليا مما تسبب في قلق بشأن تجزئة منطقة اليورو. عندها بدأ BCE برنامج شراء سندات الدولة والقطاع الخاص (SMP) بهدف ضمان سيولة وعمق أسواق السندات المختلفة، كما قدم برنامج معاملات سوق المال (OMT) المتمثل في عملية شراء مباشرة للسندات الصادرة عن الدول الأعضاء في منطقة اليورو في ظل ظروف معينة.

أما الأزمة المصرفية فأدت لظهور البرنامج الثاني لشراء السندات المغطاة (CBPP2)، كما شرع BCE خلالها في اتخاذ تدابير لتخفيف شروط الوصول إلى نافذته من خلال توسيع قائمة الأصول التي يقبلها كضمان نظراً لارتفاع الطلب على الضمانات خلال الأزمة مما أثار مخاوف زيادة المخاطرة، كما بادر وبالتوافق مع البنوك المركزية الأخرى لتقديم مساهمات بالعملات الأجنبية واليورو للسماح للبنوك بإجراء معاملاتها بالعملات الأجنبية. ومن أجل تحقيق هدفه المتمثل في استقرار الأسعار، بدأ BCE في نهاية سنة 2014 وبداية 2015 برنامج ضخم لشراء الأوراق المالية (80 مليار يورو شهرياً) من: السندات المغطاة (CBPP3) والأوراق المالية المدعومة بالأصول (ABSPP) والسندات السيادية (PSPP)، يتم تنفيذ هذه البرامج الثلاثة بشكل مشترك لمدة لا تقل عن العامين، بشرط عودة التضخم إلى مستوى قريب من 2% (Kanga, 2017, pp. 9-10).

أخيراً بدأت بعض البنوك المركزية تعلن عن نواياها بشأن دعم تطور أسعار الفائدة الرئيسية، كما فعل البنك المركزي الأوروبي في جويلية 2013 من خلال كلمة السيد: "Mario Draghi" محافظ البنك المركزي الأوروبي، الذي حتى ولو لم يقدم أجندة أو شروط واضحة إلا أنه بدأ يهدف لتوجيه توقعات وسلوكيات الوكلاء بوضع تدابير تحت مسمى "التوجيه الاستراتيجي" (Kanga, 2017, p. 10)، ومن خلال الجدول رقم (3) نوضح قيمة مشتريات البنك المركزي الأوروبي ضمن برنامج عمليات إعادة التمويل طويل الأجل (LTRO).

وفي الأخير نوجز العمليات السبعة الرئيسية التي قام بها البنك المركزي الأوروبي في إطار تطبيقه لسياسات التيسير الكمي في الجدول رقم (4).

- **آثار تطبيق برنامج التيسير الكمي على الاقتصاد الأوروبي:** قام (BCE) بتخفيض سعر الفائدة من 4.25% إلى 1% من أكتوبر 2008 إلى ماي 2009 ما كان له التأثير الواضح للسياسات غير التقليدية في تغيير جانب الأصول للميزانية العامة للبنك المركزي الأوروبي حيث تضاعفت القاعدة النقدية (Ásgeirsdóttir, 2014, p. 30)، ما أدى بتراكم احتياطات البنوك التجارية فارتفعت النسبة بين تسهيلات ودائع البنك المركزي الأوروبي وحجم ميزانيته العامة التي كانت تقل عن 0.4% سنة 2006 إلى 9.7% في 2008 و15.14% سنة 2011، في حين الأوراق النقدية المتداولة بعدما كانت تزيد عن 55% سنة 2006 انتقلت إلى 30.8% في 2012، لذلك قرر BCE تخفيض سعر الفائدة على ودائع البنوك إلى 0% في جويلية 2012 و -0.4% في مارس 2016 التي يهدف من خلالها بدفع البنوك نحو إقراض الأفراد والشركات (Kanga, 2017, p. 11).

وحقق BCE من وراء تطبيقه لسياسة التيسير الكمي أرباحاً معتبرة بلغت سنة 2017 أكثر من مليار وربع المليار يورو. أما حجم الديون التي اشتراها البنك المركزي الأوروبي من القطاعين العام والخاص تعدت 4500 مليار يورو متخطياً بذلك سياسة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية واليابان ولو نظرنا لسنة 2015 فقط أين شرع في البرنامج الضخم نجد أن حجم المشتريات من الديون بلغ أكثر من 2400 مليار يورو أي بما يقارب الناتج المحلي الفرنسي وضعفي الناتج المحلي الإسباني (حمود، 2018).

وعلى مدى الثلاث سنوات اللاحقة (2015، 2016، 2017) أتت هذه السياسة بشمارها وحققته أغلب اقتصادات المنطقة معدلات نمو لا بأس بها حيث انتقل معدل النمو الوسطي لمنطقة اليورو من 0.47% سنة 2008 إلى 1.91% سنة 2018 ومعدل التضخم الوسطي اقترب من 1.8% سنة 2018 (أنظر الجدول رقم 6).

4. تجربة المملكة المتحدة:

كان (BOE) متردداً في البداية لتنفيذ سياسات نقدية غير تقليدية، بحيث اتخذ الخطوات الأولى في جانفي 2009 عندما أنشأت وزارة الخزانة لجنة السياسة النقدية (MPC)، التي خفضت سعر الفائدة إلى 0.5%، لتستنتج أنه وبدون إجراءات غير تقليدية لا يمكن تحقيق هدف معدل التضخم المستهدف وهو 2% (Ásgeirsdóttir, 2014, p. 36).

-دوافع اعتماد هذه الآلية: بدأت لجنة (MPC) في سياسة التيسير الكمي من خلال: تسهيلات شراء الأصول (APF)، وهذا بهدف تخفيف شروط الائتمان من جهة، ومن ناحية أخرى لتحفيز الأسواق من خلال التيسير الكمي التقليدي. أما الهدف النهائي لبرنامج التسهيلات الكمية لبنك إنجلترا هو تحفيز الطلب من خلال انخفاض تكلفة التمويل الخارجي، وأسعار الأصول القوية وبالتالي زيادة نمو الإنتاج وتجنب الانكماش (Joyce & Spaltro, 2014).

-برنامج بنك إنجلترا في تطبيقه لسياسة التيسير الكمي: بلغت قيمة المشتريات الأولى لبنك إنجلترا 50 مليار جنيه إسترليني في الأصول الخاصة وسندات الشركات، وتمويل عمليات الشراء التي أصدرها بنك إنجلترا على المدى القصير (سندات منخفضة المخاطر صادرة عن الحكومة البريطانية)، لذلك في البداية لم يتم اعتبار هذه الخطوة ضمن إجراءات التيسير الكمي لأنها لم ترفع من القاعدة النقدية. وعليه فالتدابير الأولى لم يكن لها التأثير المنشود لتحفيز النشاط المالي حيث بلغت المشتريات من الأصول في الربع الثاني من سنة 2009 بأقل من 3 مليارات جنيه إسترليني، أو 6% فقط من الحد الأقصى البالغ 50 مليار جنيه إسترليني (Fawley & Neely, 2013). فكان من الواضح أنه يجب تفعيل المزيد من تدابير التسهيل الكمي، ففي مارس 2009، أعلن بنك إنجلترا أنه يستهدف زيادة قدرها 75 مليار جنيه إسترليني في القاعدة النقدية، وهو مبلغ تم توسيعه في نوفمبر من نفس العام إلى 200 مليار جنيه إسترليني. فتخلى البنك عن السندات باعتبارها مقايضة للأصول وموّل الجولة الثانية من المشتريات باحتياطات البنك المركزي، حيث قام بشراء السندات المغطاة العالية الجودة (Gilts) فكانت هذه أول زيادة في شراء تسهيلات الأصول (APF) منذ ما يقارب العامين لتزفع التسهيلات النقدية في أكتوبر 2011 إلى 275 مليار جنيه إسترليني ثم إلى 375 مليار جنيه إسترليني سنة 2012 في ظل استمرار انخفاض معدلات النمو (Ásgeirsdóttir, 2014, p. 38).

ومع نهاية سنة 2012، أصبح بنك إنجلترا يمتلك فقط 100 مليون جنيه إسترليني في سندات الشركات، مقابل 360 مليار جنيه إسترليني في شكل سندات الخزينة (Fawley & Neely, 2013, p. 80)، والجدول رقم (5) يوضح عمليات التسهيل الكمي التي قام بها بنك إنجلترا.

-آثار تطبيق برنامج التيسير الكمي في إنجلترا: يعد التيسير الكمي سبباً رئيسياً لتوسيع ميزانية BOE، الذي وبحلول نهاية سنة 2012 ظهرت آثار هذا التوسع على جانب الأصول في ميزانيته فكان له تأثير كبير على اقتصاد إنجلترا، حيث نشرت صحيفة Bridges & Thomas من بنك إنجلترا ورقة تقارن بين ما كان يمكن أن تكون عليه التوقعات الاقتصادية دون التدابير غير التقليدية (Ásgeirsdóttir, 2014, p. 40). حيث خلصت أن بفضل سياسة التيسير الكمي التي طبقها بنك إنجلترا تمكن من تحقيق معدلات نمو إجمالي الناتج المحلي موجبة بلغت 2.04% سنة 2013 لتستقر عند 1.39% في 2018 بعدما كانت سالبة في 2008 (-0.34%)، في حين نجد أن معدلات البطالة هي الأخرى فبعدما سجلت أعلى معدل لها بـ 8.03% سنة 2011 تراجعت إلى 3.95% في 2018، أما بخصوص سعر صرف الجنيه الإسترليني فقد شهد انخفاضاً طفيفاً مقابل الدولار الأمريكي فبعدما كان 1 دولار يقابله 0.54 جنيه إسترليني سنة 2008 ليصبح سنة 2018 يقابله 0.74 جنيه إسترليني.

فمن خلال هذه التجارب التي تم عرضها نستخلص أن الدول المتقدمة طبقت سياسات نقدية غير تقليدية -سياسة التيسير الكمي- بعدما وصلت سياستها النقدية التقليدية لمحدوديتها (وصول أسعار الفائدة قصيرة الأجل للصفر)، بحيث حاولت برامج التيسير الكمي الخاصة بالبنوك المركزية الأربعة الرئيسية في البداية الحد من ضائقة السوق المالية، لكن سرعان ما تم استخدامها لأهداف مختلفة: الوصول لمعدل تضخم مستهدف 2%، تحفيز الاقتصاد الحقيقي، واحتواء أزمة الديون السيادية الأوروبية. فنجد أن البنوك المركزية ذات الاقتصادات التي تركز على الوساطة البنكية في التمويل -بنك اليابان والبنك المركزي الأوروبي - وجهت برامج التيسير الكمي للإقراض المباشر للنظام المصرفي، بينما البنوك المركزية التي كانت تعتمد على أسواق رأس المال لتمويل اقتصاداتها -البنك الاحتياطي الفيدرالي وبنك إنجلترا - وجهت بكميات أكبر لعمليات شراء السندات العامة

والخاصة أي تمويل السوق المالي. ما مكنتها من توفير السيولة للعائلات والمستثمرين بنفس القدر، وبالتالي تمكنت من تمويل القطاع الحقيقي ما انعكس بالإيجاب على مؤشرات الكلية.

II . 2- تجارب الدول النامية : على غرار تجربة الدول المتقدمة في التسيير الكمي، نجد أن من أهم الدول النامية التي طبقتها فنزويلا لكن بمنحى مغاير من حيث آلية التطبيق والأهداف.

1. تجربة فنزويلا: عمدت فنزويلا إلى تطبيق هذه السياسة غير التقليدية نظرا لتأزم وضعها المالي، وهذا بعد تراجع مداخيل الجباية البترولية بعد انهيار اسعار النفط عقب الازمة المالية لسنة 2008، وما انعكس عنها من آثار سلبية على المستويين الاقتصادي والاجتماعي.

-دوافع تطبيق هذه السياسة: باعتبار فنزويلا من الدول المصدرة للنفط فقد تأثر اقتصادها جراء انهيار أسعاره في الأسواق العالمية مطلع سنة 2014، وانعكس بالسلب على مؤشرات الاقتصاد الكلي كون اقتصادها يفتقر للتنوع الإنتاجي ويعتمد بشكل كبير على مداخيل الجباية البترولية بنسبة تصل إلى 96%. فمن خلال تقرير نشرته مجلة "لاكايبثال" الفرنسية، ووفقا لمدير الدراسات الاقتصادية في معهد الاقتصاد العلمي والإدارة الفرنسي "إريك دور" فقد تمكن من تشخيص الأسباب التي أدت إلى انهيار الاقتصاد الفنزويلي نوضحها فيما يلي (Gallant, 2019) :

-اقتصاد يفتقر للتنوع: فنزويلا دولة غنية بالنفط حيث قدرت احتياطاتها بنحو 303 مليار برميل في نهاية 2017، ما دفع بالرئيس السابق "هوغو تشافيز" على الاعتماد أكثر على النفط على حساب قطاعات اقتصادية أخرى، ما أنتج اقتصاد غير متنوع حيث يمثل النفط 90% من حصيلة صادراته ومع انهيار أسعار النفط تراجع الناتج المحلي الإجمالي وبالتالي عائدات البلاد بشكل كبير فهذه التبعية المفرطة للنفط تعد مشكلا بالنسبة للاقتصاد الفنزويلي، فضلا عن الإدارة السيئة للاقتصاد التي فضلا عن تسببها في الوضع المالي المتأزم لم تستطع الحفاظ على المورد المالي الوحيد للبلاد بل ساهمت في تراجعه من خلال إهمالها لتطوير صيانة المنشآت النفطية.

-عجز مرتفع: انهيار عائدات الصادرات على خلفية الأزمة المالية والاقتصادية العالمية في 2008 بفقدان أسعار النفط لثلاث أرباع قيمتها في غضون أشهر فقط لتبلغ 27.8 مليار دولار سنة 2015 بعدما سجلت 71.7 مليار دولار سنة 2014، في المقابل العجز العام ارتفع بشكل ملحوظ لعدم قدرة الدولة على التقليل من إنفاقها. الأمر الذي دفعها لطباعة النقود من أجل تغطية عجز الموازنة المتزايد.

-تطبيق برنامج التسيير الكمي: لجأت السلطات النقدية الفنزويلية إلى طبع النقود لتحقيق هدفين رئيسيين: يتمثل الأول في تغطية النفقات العامة وتمويل عجز خزانة الدولة جراء تراجع إيراداتها العامة، أما الهدف الثاني فتتمثل في "إعادة بيعها مقابل الدولار الأمريكي في بورصات العملات الدولية لتسديد أقساط الديون الخارجية، ونظرا لارتفاع سعر الدولار بفعل المضاربين تطلب ذلك المزيد والمزيد من الطباعة". وقد بلغ المعروض النقدي من العملة الفنزويلية 15.9 تريليون بوليفار بحلول ماي 2017 مقابل 0.2 تريليون بوليفار سنة 2010 (النحاس، 2017).

-آثار التطبيق: ساءت الأحوال بوتيرة أسرع من المتوقع حيث سجل التضخم سنة 2015 معدل 121.73% لتتوقف بعدها الحكومة الفنزويلية عن تقديم بيانات تطوره (أنظر الملحق رقم 01) جعلت صندوق النقد الدولي يتوقع أن يصل معدل التضخم الجامح يصل إلى 720% بحلول نهاية سنة 2017 (النحاس، 2017).

-انخفاض حاد في قيمة العملة المحلية بنحو 99% من قيمتها مقابل الدولار الأمريكي متبوعة باختيار القدرة الشرائية، الأمر الذي دفع بالحكومة الفنزويلية إلى اعتماد نظام صرف ثلاثي وهذا وفقا: لسعر صرف البنوك المركزية، السعر في السوق السوداء، السعر المستخدم في الصادرات (النحاس، 2017).

-الناتج المحلي في تدهور: كانت فنزويلا من أغنى دول أمريكا اللاتينية بفضل احتياطاتها النفطية التي تعد من الأكبر في العالم، ولكن في ظل حكم الرئيس الراحل "هوغو تشافيز" الذي توفي سنة 2013 -خلفه الرئيس الحالي نيكولاس مادورو- أدى الفساد وسوء الإدارة والمديونية الكبيرة إلى انهيار اقتصاد البلاد. فنجد أن الناتج الداخلي الخام قد انخفض من 242 مليار دولار سنة 2015 إلى 236 مليار دولار سنة 2016 ليبلغ 215 مليار دولار سنة 2017 ويتوقع أن يصل إلى 184 مليار دولار سنة 2018، أي أن الناتج المحلي الإجمالي ينمو بمعدلات سالبة كما هو موضح في (الملحق رقم 01).

-السكان يعانون من الجوع: بلغ عدد المهاجرين 1.5 مليون شخص منذ 2014، كما كشفت إحصاءات حكومية أن أكثر من 87% من الفنزويليين تحت خط الفقر (العربية.نت، 2019).

-كما تعاني من عجز في الميزانية العامة وقدرت الديون الخارجية بـ 120 مليار دولار سنة 2017 (العربية.نت، 2019)، الأمر الذي زاد من حدة معاناة الأفراد اليومية بحيث لم تتمكن الحكومة من تغطية نفقاتها الاجتماعية ما أدى إلى ندرة العديد من الاحتياجات اليومية (أدوية، غذاء)، إضافة لتآكل احتياطي الصرف ولم يتبقى سوى 9.7 مليار دولار.

ليقتراح التقرير في الأخير حلولاً يمكنها أن تجنب الاقتصاد الفنزويلي المزيد من الانهيارات منها (الجزيرة.نت، 2019):

-القضاء على التضخم المفرط: لتجاوز الوضع الاقتصادي الكارثي، ينبغي على فنزويلا في مرحلة أولى أن تتمكن من وضع حد للتضخم المفرط، ولتحقيق ذلك يجب "حذف العملة الوطنية لصالح عملة وطنية جديدة من شأنها أن تكون محل ثقة وتحافظ على قيمتها". ويضيف التقرير أن ذلك يكون باستعمال الذهب والعملات الأجنبية كأداة للتحوط، كما يمكن أن تستنسخ فنزويلا تجربة الإكوادور (سنة 2000) التي قامت بإزالة عملتها الوطنية لصالح الدولار وهو ما يعرف بـ "دولة" الاقتصاد ومكنتها ذلك من القضاء على التضخم، شريطة ضمان دخول دولارات كافية إلى فنزويلا، كما أنه يوجد بديل "للدولة" يسمى مجلس العملة، حيث يقوم البنك المركزي بإصدار عملة خاصة تغطي بالعملات الأجنبية، خاصة منها الدولار الأمريكي.

-إعادة هيكلة الديون: ذكر التقرير أن ديون فنزويلا بحاجة إلى إعادة هيكلة، وهو ما يجب على الدائنين الدوليين في كراكاس القبول به كما يجب على صندوق النقد الدولي منح البلاد تسهيلات ائتمانية لضمان توفير واردات الغذاء والدواء. في حين تحتاج البلاد إلى تبرع بقيمة عشرين مليار دولار على الأقل، إلا أن الولايات المتحدة لن تقبل بهذا إلا بعد إنهاء حكم الرئيس "نيكولاس مادورو".

إضافة لما ذكر يجب على الحكومة الفنزويلية وقف سياسة التحكم في الأسعار والقيام بإصلاحات تعزز الاستثمار، وهو الشرط الأساسي لتنويع الاقتصاد، فضلا عن التخلي عن الأيديولوجيات القائمة.

فمن خلال تجربة فنزويلا للتيسير الكمي نستخلص بأنها لم تحسن استخدام هذه الأداة النقدية غير التقليدية وهذا بسبب طبيعة بنيتها الاقتصادية التي تعتمد في إيراداتها على مداخيل الجباية البترولية وافتقارها لاقتصاد حقيقي، إضافة لهيمنة السياسة المالية على السياسة النقدية التي مصدرها تسلط الإدارة السياسية عوض التخطيط الاقتصادي الاستراتيجي. فالأموال المطبوعة في فنزويلا وجهت لتغطية عجز الموازنة المتراكم وهذا يعني تغطية الانفاق العام المتزايد ما أدخل الاقتصاد الفنزويلي في حلقة تمويلية مفرغة تعتمد على التمويل بالعجز فأصبح السبب الرئيسي لحالة الإفلاس والتضخم الجامح الذي يميز الاقتصاد الفنزويلي اليوم.

III- نتائج الدراسة وتحليلها :

توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

-تم اللجوء للتيسير الكمي كأداة نقدية غير تقليدية من أجل تكملة وتنشيط السياسة النقدية بعد بلوغ سياسة أسعار الفائدة قصيرة الأجل محدوديتها (وصول أسعار الفائدة قصيرة الأجل للصفر).

-الأموال التي تم ضخها في اقتصادات الدول التي طبقت التيسير الكمي تشابهت في كونها إصدار نقدي جديد أما اختلافها فيمكن أن البنوك المركزية في الدول المتقدمة وضعت لها برامج دقيقة تحدد المبالغ الواجب ضخها والهدف المرجو منها وآجال استحقاقها، أما في الدول النامية ارتبط الإصدار النقدي الجديد بمقدار العجز في الموازنة العامة.

- من خلال سياسة التيسير الكمي انتقلت البنوك المركزية للدول المتقدمة من سياسة أسعار الفائدة قصيرة الأجل إلى التأثير على أسعار الفائدة طويلة الأجل التي مكنت هذه الدول من توفير السيولة لكل من النظام المصرفي (اليابان، الاتحاد الأوروبي) والأسواق المالية (إنجلترا، الولايات المتحدة الأمريكية) من جهة، وضمان ارتفاع الأصول المالية طويلة الأجل.

-أدت سياسة التيسير الكمي في الدول المتقدمة إلى التخفيض من تكلفة الإقراض وبالتالي الرفع من حجم الائتمان المقدم للشركات والأسر ما حفز الطلب الكلي ونشط عجلة الاقتصاد.

-لقد تبين من الدراسة بأن نجاح سياسة التيسير الكمي متوقفة على طبيعة الهيكلة الاقتصادي للبلد الذي طبقت فيه، فالدول الصناعية مكنتها السياسة من تحفيز الطلب والرفع من صادراتها وبالتالي زيادة مداخيلها فتحسنت مؤشرات الاقتصاد الكلية (التضخم، النمو، البطالة، سعر الصرف) والعكس حدث بفنزويلا أين ارتفع كل من الدين الخارجي وعجز الموازنة ما انعكس بالسلب على الناتج المحلي الداخلي، البطالة ومعدلات التضخم التي بلغت مستويات خيالية.

-بدأت الدول المتقدمة بعد ضمان تعافيتها من آثار الأزمة المالية العالمية تفكر وبجدية كما هو حال البنك الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي في وضع إجراءات الخروج من سياسة التيسير الكمي لما تكتسبه العملية من أهمية تجنباً لأي آثار جانبية قد تعصف باقتصاداتها من جديد.

-النتائج المتحصل عليها لحد الساعة لم تكن على الوجه المرغوب فيه سوى من حيث معدلات النمو المرجوة أو التضخم المستهدف الذي في أغلب الأحيان أصبح سالباً.

التوصيات:

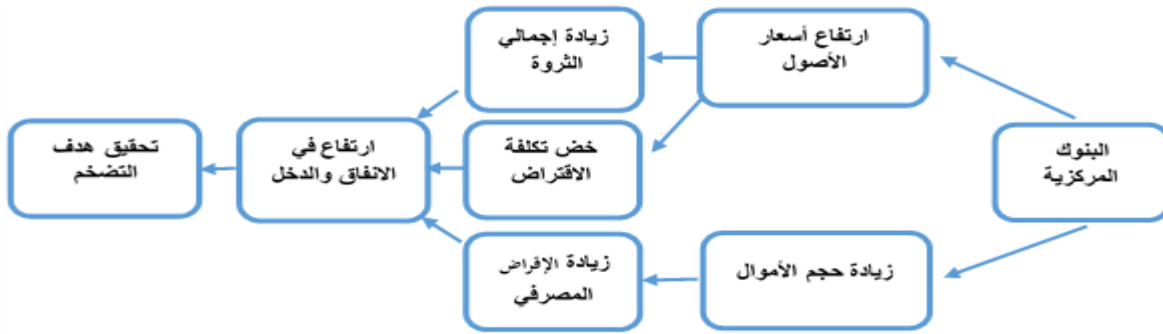
- لا بد من مواصلة تشخيص آثار هذه السياسة على المتغيرات الكلية والمالية: التضخم، النمو، البطالة، أسعار الفائدة، أسعار الصرف وأسعار الأصول المالية من أجل تحديدها بدقة.
- ضرورة التحوط من الآثار السلبية التي قد تنعكس على باقي اقتصادات دول العالم نتيجة العولمة الاقتصادية.

IV- الخلاصة :

يعد التيسير الكمي أداة نقدية غير تقليدية يلجأ إليها بصورة استثنائية وقت الأزمات، ليشهد الاقتصاد العالمي تطبيق هذه السياسة النقدية بصورة عملية من خلال أربع بنوك مركزية رائدة في العالم (بنك اليابان، البنك الاحتياطي الفيدرالي، البنك المركزي الأوروبي وبنك إنجلترا) لمحاكمة الأزمة المالية لسنة 2008 وتجنّب اقتصاداتها حالة الركود وعدم الثقة التي سادته خاصة بعد بلوغ أسعار الفائدة قصيرة الأجل لمستويات متدنية قريبة من الصفر فانعدمت فعاليتها، بانتقالها لتخفيض أسعار الفائدة طويلة الأجل وضمان ضخها لأموال جديدة عن طريق برامج شراء مستمرة ومحددة للأصول المالية طويلة الأجل ما مكنها من ضمان ارتفاع أسعار الأصول طويلة الأجل وتوفير السيولة للاقتصاد مع تخفيض تكلفة الإقراض ما شجع الشركات والأفراد أكثر على طلب الائتمان وبالتالي ارتفاع الطلب الكلي ومنه ضمان حركية النشاط الاقتصادي ما انعكس بالإيجاب على متغيراتها الاقتصادية. أما تجربة فنزويلا فقد كانت مغايرة حيث استغلت الأموال المطبوعة في تمويل الموازنة العامة (الانفاق الحكومي) والدين الخارجي وباعتبار الاقتصاد الفنزويلي اقتصاد ريعي يعتمد بنسبة تفوق 90% على مداخيل الجباية البترولية ومع حالة الفساد وسوء التسيير والصراع السياسي التي رافقت هذه الآلية كانت نتيجتها انهيار الاقتصاد الفنزويلي.

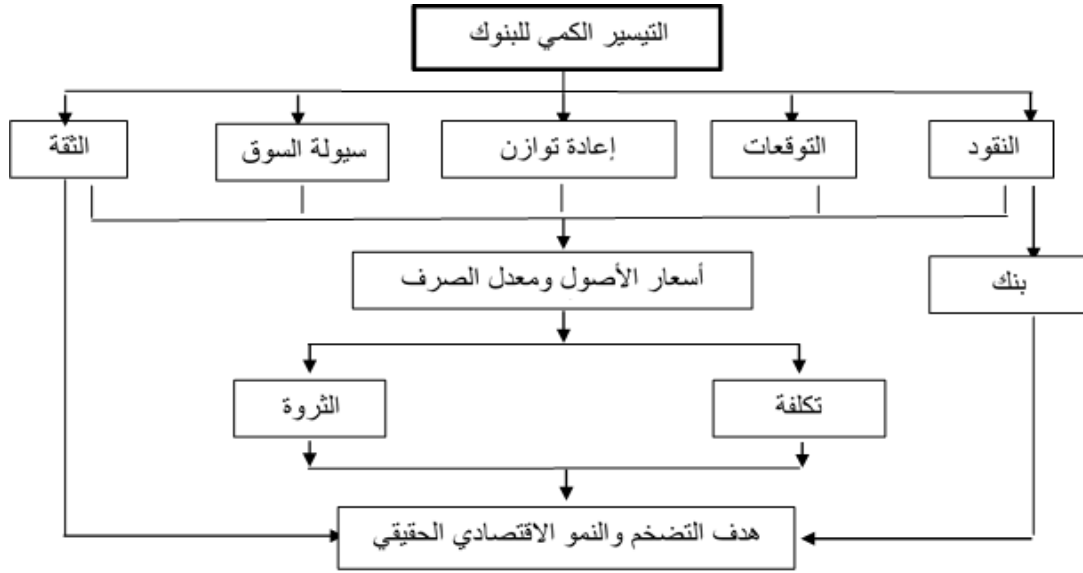
- الملاحق:

الشكل رقم(1): قنوات نقل سياسة التيسير الكمي



المصدر: (Ásgeirsdóttir, 2014, p. 9)

الشكل رقم (2): قنوات انتقال السياسة النقدية غير التقليدية



المصدر: (Hausken & Ncube, 2013, p. 6)

جدول رقم (1): برنامج بنك اليابان في تطبيق سياسة التيسير الكمي

-رفع الحساب الجاري من 5 تريليون ين إلى 35 تريليون خلال 4 سنوات (2001-2004).
-19 ديسمبر 2008: تبدأ التسهيلات الكمية بـ 1.4 تريليون ين شهريا من مشتريات سندات الحكومة اليابانية (JGB)، أما معدل الفائدة الرئيسي المهدف انخفض من 0.3% إلى 0.1%.
-19 فيفري 2009: التسهيلات توسعت بمد سندات الشركات بقيمة 1 تريليون ين.
-18 مارس 2009: ارتفعت مشتريات (JGB) الشهرية إلى 1.8 تريليون ين، ليمتد البرنامج طوال سنة 2009.
-1 ديسمبر 2009: يقدم البنك 10 تريليون ين في شكل قرض لمدة 3 أشهر مقابل ضمانات بنسبة 0.1%.
-17 مارس 2010: توسعت العمليات ذات السعر ثابت (FROs) إلى 20 تريليون ين.
-30 أوت 2010: تمت إضافة 10 تريليون ين من القروض في 6 أشهر إلى صناديق الاستثمار.
-5 أكتوبر 2010: تم إنشاء 3.5 تريليون ين تضاف إلى سندات الحكومة اليابانية وسندات الخزينة.
-4 أوت 2011: توسعت في برنامج شراء الأصول (APP) والعمليات ذات السعر ثابت (FROs) بـ 5 تريليون ين، كما ارتفعت القروض لمدة 6 أشهر بمقدار 5 تريليون ين.
-أكتوبر 2011 -فيفري 2012: تم تمديد برنامج شراء الأصول (APP) بمبلغ 15 تريليون ين ياباني.
-12 جويلية 2012: تخفيض أسعار الفائدة بمقدار 5 تريليون ين، ورفع برنامج التيسير بمقدار 10 تريليون ين.
-30 أكتوبر 2012: سيشتري بنك اليابان 10 تريليون ين إضافية من الدين العام، و1 تريليون ين من الأصول الخاصة.
-20 ديسمبر 2012: ارتفعت آخر عمليات التيسير الكمي لبرنامج شراء الأصول (APP) بمقدار 5 تريليونات ين في بنك اليابان، و5 تريليونات ين في أذون الخزينة.
ضخ مبلغ 80 تريليون ين سنة 2013، حيث سجل الاقتصاد نموا قدر بـ 1.5%.

المصدر: (Fawley & Neely, 2013, p. 59)

جدول رقم (2): برنامج البنك الفيدرالي في تطبيق سياسة التيسير الكمي

<p>المرحلة الأولى من سياسة التيسير الكمي (QE1):</p> <p>بدأت في شهر نوفمبر سنة 2008، هدفت بالأساس لشراء سندات الرهن العقاري من (Freddie Mac و Fannie Mae) بما يعادل 100 مليون دولار شهريا، لتفضي نهاية هذه المرحلة إلى امتلاك البنك الفيدرالي 1.25 تريليون دولار من سندات الرهن العقاري المسترجعة و300 مليون دولار من السندات الحكومية و175 مليون دولار من ديون الوكالات.</p>
<p>المرحلة الثانية من سياسة التيسير الكمي (QE2):</p> <p>انطلق فيها ابتداء من نوفمبر 2010 واستمرت إلى غاية جوان 2011، ليقوم في بدايتها بشراء 600 مليار دولار إضافية من سندات الخزنة الأمريكية، ليعلن بعدها قيامه بشراء 400 مليار دولار من سندات الخزنة بآجال استحقاق طويلة الأجل من 6 إلى 30 سنة ويبيع ما يساويها من السندات قصيرة الأجل ذات الاستحقاق أقل من 3 سنوات، ولن يتم إعادة استثمار مشتريات سندات (MBS) في شراء سندات الخزنة بل تستثمر في سندات (MBS) في حد ذاتها وتستمر هذه الوتيرة إلى غاية 2012 بمعدل 45 مليار دولار شهريا.</p>
<p>المرحلة الثالثة من سياسة التيسير الكمي (QE3):</p> <p>أنطلق فيها بدءا من سبتمبر 2012 واستمرت إلى ديسمبر 2013، حيث قام خلالها بشراء 85 مليار دولار من السندات مقسمة إلى: 45 مليار دولار سندات خزنة طويلة الأجل دون أن يكون لها تعقيم من سندات الخزنة قصيرة الأجل و40 مليار دولار سندات (MBS) طالما أن الوضع في سوق العمل لم يتحسن. ليقرر بدءا من ديسمبر 2013 الضغط على البرنامج عن طريق تخفيض كمية الأوراق المالية التي يتم شراؤها بمقدار 10 مليارات دولار شهريا (Schaible, 2014, p. 6)، ليبلغ إجمالي ما تم ضخه إلى غاية نهاية البرنامج في نهاية 2014 إلى 4.4 تريليون دولار.</p>

المصدر: (Fawley & Neely, 2013, p. 61)

جدول رقم (3): مشتريات BCE في برنامج عمليات إعادة التمويل طويل الأجل (LTRO)

التاريخ	القيمة (مليار أورو)
2011/12/22	489.19
2012/03/01	529.53
2012/11/1	6.15
2012/11/29	7.37
2012/12/20	14.96
2013/01/16	10.46
المجموع.....	1.057,66

المصدر: (عبد العزيز شويش و عبد الباري احمد، 2014، صفحة 130)

جدول رقم (4): العمليات الرئيسية للبنك المركزي الأوروبي في إطار تطبيقه لسياسات التيسير الكمي

1- تخصيص معدل ثابت بالكامل لعمليات إعادة التمويل طويلة الأجل (FRFA).
2- استكمال عملية إعادة التمويل طويلة الأجل (FRFA) بتمديد فترة استحقاق عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل المستهدفة (LTRO) أولاً إلى ستة أشهر ثم إلى 12 و36 و48 شهراً.
3- أطلق البنك المركزي الأوروبي أول برنامج شراء سندات مغطاة (CBPP1) في ماي 2009 .
4- بدأ البنك المركزي الأوروبي برنامج شراء سندات الدولة والقطاع الخاص (SMP) بهدف ضمان سيولة وعمق أسواق السندات المختلفة.
5- كما قدم برنامج معاملات سوق المال (OMT) المتمثل في عملية شراء مباشرة للسندات الصادرة عن الدول الأعضاء في منطقة اليورو في ظل ظروف معينة.
6- البرنامج الثاني لشراء السندات المغطاة (CBPP2)
7- بدأ البنك المركزي الأوروبي في نهاية عام 2014 وبداية عام 2015، برنامج ضخم لشراء الأوراق المالية (80 مليار يورو شهريا) من: السندات المغطاة (CBPP3) والأوراق المالية المدعومة بالأصول (ABSPP) والسندات السيادية (PSPP).

المصدر: من إعداد الباحثين

الجدول رقم (5): عمليات التسهيل الكمي التي قام بها بنك إنجلترا

رقم العملية	التاريخ	مليار جنيه استرليني	نوع الموجودات المشتراة
1	سبتمبر 2009	150	Gilts أي (سندات الخزينة + كمية محدودة من الأوراق ذات الجودة العالية التي يصدرها القطاع الخاص)
2	أكتوبر 2010	75	
3	ديسمبر 2010	50	
4	فيفري 2012	50	
5	جويلية 2012	50	
	المجموع.....	375	

المصدر: (عبد العزيز شويش و عبد الباري احمد، 2014، صفحة 131)

الجدول رقم (6): تطور متغيرات الاقتصاد الكلي لدول الدراسة

2018	2016	2013	2010	2008	2005	2001	التعيين
							اليابان
-	0.64	1.64	3.56	2.91	2.74	3.10	سعر الفائدة الحقيقي (%)
0.98	0.11-	0.34	0.71-	1.38	0.28-	0.74-	التضخم (%) سنويا
0.78	0.60	2	4.19	1.09-	1.66	0.40	نمو إجمالي الناتج المحلي (%) سنويا
2.44	3.09	4	5.09	4	4.4	5	البطالة (%)
252.10	243.53	235.42	217.62	201.31	198.65	194.08	المعرض النقدي بمعناه الواسع (%) من إجمالي الناتج المحلي
							الولايات المتحدة الأمريكية
-	2.39	1.46	2.06	3.08	2.98	6.84	سعر الفائدة الحقيقي (%)
2.44	1.26	1.46	1.64	3.83	3.39	2.82	التضخم (%)
2.85	1.56	1.84	2.56	0.13-	3.51	0.99	نمو إجمالي الناتج المحلي (%) سنويا
3.93	4.86	7.73	9.63	5.78	5.08	4.73	البطالة (%)
89.53	89.93	88.96	85.17	84.58	72.46	71.63	المعرض النقدي بمعناه الواسع (%) من إجمالي الناتج المحلي
							الاتحاد الأوروبي
-	-	-	-	-	-	-	سعر الفائدة الحقيقي (%)
1.71	0.23	1.31	1.52	4.07	2.46	2.85	التضخم (%)
1.91	1.89	0.24-	2.07	0.47	1.70	2.17	نمو إجمالي الناتج المحلي (%) سنويا
8.20	10.02	11.93	10.04	7.42	8.95	8.34	البطالة (%)
-	-	-	-	-	-	-	المعرض النقدي بمعناه الواسع (%) من إجمالي الناتج المحلي
							المملكة المتحدة
-	-	1.34-	1.016-	1.78	2.04	4.27	سعر الفائدة الحقيقي (%)
2.29	1	2.29	2.49	3.52	2.08	1.53	التضخم (%)
1.39	1.78	2.04	1.71	0.34-	3.14	2.84	نمو إجمالي الناتج المحلي (%) سنويا
3.95	4.81	7.52	7.78	5.61	4.75	4.69	البطالة (%)
150.44	141.85	146.79	165.61	160.14	117.02	99.83	المعرض النقدي بمعناه الواسع (%) من إجمالي الناتج المحلي

							فتزويلا
-	71.33-	14.47-	18.90-	5.96-	9.87-	13.38	سعر الفائدة الحقيقي (%)
-	254.94	40.63	28.18	-	-	-	التضخم (%)
19.62-	17.04-	1.34	1.48-	5.27	10.31	3.39	نمو إجمالي الناتج المحلي (%) سنويا
8.36	7.46	7.53	8.44	6.24	10.66	13.04	البطالة (%)
-	-	52.89	32.15	31.67	23.69	19.67	المعروض النقدي بمعناه الواسع (%) من إجمالي الناتج المحلي

المصدر: (World Bank, 2019)

جدول رقم (7): المختصرات المستخدمة

باللغة العربية	باللغة الإنجليزية	الرمز
الأوراق التجارية المدعومة بالأصول	Asset-Backed Commercial Paper	ABCP
تسهيل شراء الأصول	Asset Purchase Facility	APF
برنامج شراء الأصول	Asset Purchase Program	APP
بنك إنجلترا	Bank of England	BOE
بنك اليابان	Bank of Japan	BOJ
برنامج شراء السندات المغطاة	covered bond purchase program	CBPP
البنك المركزي الأوروبي	European Central Bank	ECB
اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة	Federal Open Market Committee	FOMC
معدل ثابت، تخصيص كامل	fixed-rate, full-allotment	FRFA
عمليات ذات السعر الثابت	fixed-rate operations	FROs
سندات الحكومة اليابانية	Japanese government bonds	JGBs
شراء الأصول على نطاق واسع	large-scale asset purchase	LSAP
عمليات إعادة التمويل على المدى الطويل	longer-term refinancing operations	LTROs
السندات المدعومة بالرهن العقاري	mortgage-backed securities	MBS
عمليات إعادة التمويل الرئيسية	main refinancing operations	MROs
التيسير الكمي	quantitative easing	QE
برنامج أسواق الأوراق المالية	Securities Markets Programme	SMP
سياسة سعر الفائدة صفر	zero interest rate policy	ZIRP

المصدر: من إعداد الباحثين

- الإحالات والمراجع:

1. AKACEM, K., & SELKA, A. (2015). *Les Politiques Monétaires Dans Le Monde Avant Et Apres La Crise Financiere Et Economique Mondiale De 2008* (Vol. 18). alger: Recherches économiques et managériale.
2. Ásgeirsdóttir, K. (2014). *Quantitative Easing-Economic & Financial Effects of an Unconventional Monetary Policy*. Master's Thesis, M.Sc. Economics & Business Administration, Cand. Merc. Finance & Strategic Management.
3. Blinder, A. S. (2010). *Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies*. Federal Reserve Bank of St. Louis Review,.
4. Fawley, B. W., & Neely, C. J. (2013). *Four Stories of Quantitative Easing*. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, January/February 2013, 95(1).
5. Frederic, m., Christian, B., Pierre-cyrille, h., Dominique, l., & Ragot, X. (2010). *Monnaie, banque et marchés financiers* (éd. 9). paris: Pearson education france.
6. Galiana, L. (2015). *AUX LIMITES DES POLITIQUES MONÉTAIRES*. idées économiques et sociales. Récupéré sur <https://www.cairn.info/revue-idees-economiques-et-sociales-2015-2-page-14.htm>
7. Gallant, N. (2019, janvier 30). *Venezuela : comment le pays en est arrivé là (et comment il pourrait s'en sortir) ?* Consulté le fevrier 08, 2020, sur capital: <https://www.capital.fr/economie-politique/venezuela-comment-le-pays-en-est-arrive-la-et-comment-il-pourrait-sen-sortir-1325590>
8. Gertler, M., & Karadi, P. (2010). *Model of Unconventional Monetary Policy*. Journal of Monetary Economics 58 (2011) . doi:<https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2010.10.004>
9. Hausken, K., & Ncube, M. (2013). *Quantitative Easing and Its Impact in the US, Japan, the UK and Europe*. Springer New York Heidelberg Dordrecht London. doi:10.1007/978-1-4614-9646-5
10. J. Baumol, W., & S. Blinder, A. (1998). *Economics-principales and Policy* (éd. 7). Harcourt Brace collage Publisher.
11. Joyce, M. A., & Spaltro, M. (2014). *Quantitative easing and bank lending: (éd. Working Paper No. 504 August 2014)*. Bank of England 2014. Récupéré sur www.bankofengland.co.uk/research/pages/workingpapers/default.aspx
12. Joyce, M., Miles, D., Scott, A., & Vayanos, D. (2012). *QUANTITATIVE EASING AND UNCONVENTIONAL*. The Economic Journal, 122 (November).
13. Kanga, D. (2017). *QUELS SONT LES ENSEIGNEMENTS DES POLITIQUES* (Vol. XXXII). Revue française d'économie. Récupéré sur <https://www.cairn.info/revue-francaise-d-economie-2017-2-page-3.htm>
14. Krishnamurthy, A., & Vissing-Jorgensen, A. (2011). *The effects of quantitative easing on interest rates: chanel and implications for policy*. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH. Récupéré sur <http://www.nber.org/papers/w17555>
15. Michael Joyce, Matthew Tong, & Robert Woods. (2011). *The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact*. England: Bank of England Quarterly Bulletin 2011 Q3. Récupéré sur <https://ssrn.com/abstract=1933696>
16. Schaible, A. A. (2014). *Quantitative Easing Effect on Shadow Banking: Have Federal Reserve Purchases Caused a Collateral Shortage in the Repurchase Agreement Market?* Scholarship @ Claremont.
17. schenkelberg, H., & watzka, s. (2012). *Real effects of quantitative easing at the zero lower bound: Structural VAR-based evidence from Japan*. journal of international money and finance.
18. TRICHET, J.-C. (2010). *State of the Union: The Financial Crisis and the ECB's Response between 2007 and 2009* (Vol. 48). USA: journal of common market studies.

19. World Bank. (2019, Décembre 20). World Bank Open Data. Consulté le janvier 24, 2020, sur <https://data.albankaldawli.org/>

20. أسماء الخولي. (2 أوت، 2016). التيسير الكمي.. سياسة «طبع الأموال» غير مجدية لاقتصادات الدول. تاريخ الاسترداد 24 جانفي، 2020، من الشرق الاوسط:

<https://aawsat.com/home/article/704136/%D8%A7%D9%84%D8%AA%D9%8A%D8%B3>

الجزيرة.نت. (06 فيفري، 2019). كيف دخلت فنزويلا في أزمة؟ وما السبيل للخروج منها؟ تاريخ الاسترداد 28 ديسمبر، 2019، من

<https://www.aljazeera.net/news/ebusiness>: <https://www.aljazeera.net/news/ebusiness>

22. العربية.نت. (25 جانفي، 2019). بالأرقام.. اقتصاد فنزويلا الذي خنق شعبها. تاريخ الاسترداد 28 ديسمبر، 2019، من الاسواق العربية: <http://ara.tv/bw37b>

23. العشي وليد، و أحمد صديقي. (2018). تجربة التيسير الكمي في الجزائر (المجلد 6). الجزائر: مجلة اقتصاديات المال والأعمال.

24. صاري علي. (2016). البنوك المركزية في الدول النامية وقدرتها على الممارسات غير التقليدية (المجلد 02). الجزائر: مجلة الاقتصاد والمالية.

25. عبد الحميد عبد العزيز شويش، و بشرى عبد الباري احمد. (2014). التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية (الإصدار 2، المجلد 4). العراق: مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية.

26. علي صاري. (2016). السياسات النقدية غير التقليدية في الدول المتقدمة وانعكاساتها على أعمال البنوك المركزية في الدول النامية (المجلد 6). مجلة أبعاد اقتصادية.

27. عمر عبو، و كمال قسول. (2019). دور السياسة النقدية غير التقليدية في تخفيف الاقتصاد-عرض تجارب دولية (الإصدار 01، المجلد 05). الجزائر:

.AL-RIYADA For Business Economics (ISSN: 2437-0916) / Vol 05 N0 01 January 2019

28. مازن حمود. (جوان، 2018). البنك المركزي الأوروبي يعلن قرب نهاية سياسته لدعم اقتصادات اليورو: سياسة التيسير الكمي ما لها وما عليها. تاريخ الاسترداد 08 فيفري، 2020، من اتحاد المصارف العربية:

<http://www.uabonline.org/en/magazine/issues/15751604159315831583451158115861610158515751606161/53482/1>

29. مطاي فتيحة، و عبد القادر راشدي. (2016). سياسة التيسير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات-تجربة كل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية- (المجلد 11). الجزائر: مجلة رؤى اقتصادية.

30. نعي النحاس. (17 جويلية، 2017). كيف تحول اقتصاد فنزويلا من القوة إلى حافة الانهيار؟ تم الاسترداد من مباشر TM:

<https://www.mubasher.info/news/3133367/%D9%83%D9%8A%D9%81-%D8%AA%D8%AD%D9%88%D9%84-%D8%A7%D9%82%D8%AA%D8%B5%D8%A7%D8%AF-%D9%81%D9%86%D8%B2%D9%88%D9%8A%D9%84%D8%A7-%D9%85%D9%86-%D8%A7%D9%84%D9%82%D9%88%D8%A9-%D8%A5%D9%84%D9%89-%D8%AD%D8%A7%D9%81%D8%A9-%D8%>

كيفية الاستشهاد بهذا المقال حسب أسلوب APA:

عادل محسن ، محمد بركة (2021)، قراءة في بعض التجارب الدولية في التيسير الكمي: أهم النتائج والدروس ، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد 08 (العدد 02)، الجزائر: جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص.ص 29-46.



يتم الاحتفاظ بحقوق التأليف والنشر لجميع الأوراق المنشورة في هذه المجلة من قبل المؤلفين المعنيين وفقا ل **رخصة المشاع الإبداعي نسب المصنّف - غير تجاري - منع الاشتقاق 4.0 دولي (CC BY-NC 4.0)**.

المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية مرخصة بموجب **رخصة المشاع الإبداعي نسب المصنّف - غير تجاري - منع الاشتقاق 4.0 دولي (CC BY-NC 4.0)**.



The copyrights of all papers published in this journal are retained by the respective authors as per the **Creative Commons Attribution License**.
Algerian Review of Economic Development is licensed under a **Creative Commons Attribution-Non Commercial license (CC BY-NC 4.0)**.