

السياسة النقدية غير التقليدية كأداة من أدوات السياسة النقدية تجارب بعض البلدان

أ. د محمد علي صقر*

سلاف خضور**

الملخص

إن فشل الأدوات التقليدية للسياسة النقدية في احتواء الأزمة المالية العالمية 2008 التي عصفت باقتصاديات الدول سواء المتقدمة منها والنامية ، خلق تحدياً حقيقياً أمام المصارف المركزية في العالم لابتكار حلول جديدة تتماشى مع السياسة النقدية وتأخذ بعين الاعتبار خصائص هذه الأزمة ومستجداتها وبناءً عليه ظهرت أدوات جديدة عُرفت بالأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية كحل لخروج الاقتصاد من حالة عدم الاستقرار والتوازن أهمها سياسة التيسير الكمي. لقد مكنت هذه الأداة الدول من تجنب الركود الاقتصادي في حين تأزم الوضع الاقتصادي في فنزويلا وازداد سوءاً وهو ما يؤكد بأن الدراسات والأبحاث المنتبجة 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 . يهدف هذا البحث إلى استخلاص أهم النتائج بناءً على دراسة تجارب بعض البلدان التي طبقت إحدى أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وذلك من خلال الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي .

الكلمات المفتاحية : السياسة النقدية غير التقليدية ، تجارب الدول ، الأزمة المالية العالمية ، المصارف المركزية ، التيسير الكمي.

* أستاذ دكتور في قسم الاقتصاد والتخطيط في كلية الاقتصاد بجامعة تشرين ، اللاذقية ، سورية.
** طالبة ماجستير في قسم الاقتصاد والتخطيط في كلية الاقتصاد بجامعة تشرين ، اللاذقية ، سورية.

Unconventional monetary policy as a monetary policy tool experiences of some countries

*Dr. Muhammad Ali Saqr

**Slolaf Khaddou

Abstract

The failure of traditional monetary policy instruments to contain the 2008 global financial crisis that has plagued the economies of both developed and developing countries policy created a real challenge for the world's central banks to devise new solutions that are in line with monetary policy and that take into account the characteristics and emergencies of this crisis. Accordingly, new tools known as non-traditional monetary policy instruments have emerged as a solution to the economy's exit from instability and balance, the most important of which is quantitative easing policy. This instrument has enabled developed countries to avoid economic stagnation while Venezuela's economic situation has stagnated and worsened, confirming that studies and research of the effects of quantitative easing in macroeconomic variables have not combined on firm and confirmed results on its impact on inflation, interest rate, asset rates and long-term exchange rate. This research aims to extract the most important results based on the study of the experiences of some countries that applied one of the non-traditional monetary policy tools, by relying on the analytical descriptive approach.

Keywords: non-traditional monetary policy, countries' experiences, global financial crisis, central banks, Quantitative easing .

* Professor, Doctor, Department of Economics and Planning, Faculty of Economics, Tishreen University, Lattakia, Syria.

** Master's student in the Department of Economics and Planning, Faculty of Economics, Tishreen University, Lattakia, Syria.

١- المقدمة introduction:

إن التطورات المتلاحقة والمهمة في المجال المالي وظهور العديد من الابتكارات والممارسات المالية الحديثة ساهم في انتشار وخلق الكثير من الأزمات المالية آخرها الأزمة المالية العالمية عام 2008 والتي فشلت معها السياسات النقدية التقليدية التي اتبعتها المصارف المركزية لمواجهة . الأمر الذي استدعى من هذه المصارف البحث عن سياسة نقدية حديثة تتناسب والظروف الجديدة قادرة على تنشيط الاقتصاد والتخفيف من حدة التضخم بهدف العودة بالاقتصاد إلى حالة التوازن والاستقرار . وبناءً على ذلك ظهرت أدوات نقدية جديدة عرفت بالأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية والتي تعني قيام المصرف المركزي بدور الوساطة في عملية الائتمان من أجل توفير السيولة الكافية وذلك من خلال اصدار سندات حكومية دون قيود لإعادة الاستقرار للقطاع المالي من أجل التأثير في النشاط الاقتصادي . حيث أثبتت فعالية أكبر وقدرة على ملائمة التطورات النقدية والمالية المعقدة والتي تعصف بالاقتصاد العالمي ، ومن أهم هذه الأدوات وأكثرها استخداماً هي أداة التيسير الكمي

.Quantitative Easing

٢- الدراسات السابقة: هناك العديد من الدراسات التي تناولت السياسة النقدية غير التقليدية نذكر منها:

١- دراسة (دوبا ، محمد ، 2018) بعنوان " أثر إجراءات التيسير الكمي للولايات المتحدة الأمريكية في الأسواق الناشئة" هدفت هذه الدراسة إلى اختبار التأثيرات المباشرة وغير المباشرة لإجراءات التيسير الكمي التي قام بها الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة الأمريكية استجابة للأزمة المالية العالمية خلال الفترة الممتدة بين عامي (2008 - 2014) على متغيرات التجارة الخارجية لمجموعة الأسواق الناشئة وهي (أسعار الصرف - الصادرات - الواردات) وذلك من خلال توسيط كل من سعر صرف الدولار وسعر النفط الخام كمتغيرين وسيطين باستخدام أسلوب تحليل المسار . حيث اعتمد الباحث على المنهج الوصفي إضافة إلى استخدام أسلوب تحليل المسار. توصلت هذه الدراسة إلى أن هذه الإجراءات ساهمت في حدوث انخفاضات في سعر صرف الدولار ولكن هذه الانخفاضات لم تكن كبيرة إلى الحد الذي يكافئ حجم البرامج الضخمة وقد منحت الصادرات الأمريكية ميزة تنافسية في الأسواق الدولية ، أيضاً ساهمت في حدوث تغيرات ايجابية في أسواق الطاقة العالمية من خلال عودة

^١ دوبا ، محمد ، أثر إجراءات التيسير الكمي للولايات المتحدة الأمريكية في الأسواق الناشئة، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير

في العلاقات الاقتصادية الدولية ، كلية الاقتصاد ، جامعة حلب ، سورية ، 2018 .

الطلب على النفط وخصوصاً من قبل الأسواق الناشئة . إضافة لذلك كان للتيسير الكمي أثر معنوي بشكل مباشر في صادرات الأسواق الناشئة وبشكل غير مباشر عند ادخال سعر صرف الدولار الأمريكي كوسيط بينهما . أيضا كان للتيسير الكمي أثر معنوي بشكل مباشر في واردات الأسواق الناشئة وبشكل غير مباشر عند ادخال أسعار النفط الخام كمتغير وسيط بينهما .

٢- دراسة (عبد الرزاق ، دودو، ٢٠٢٠)^٢ بعنوان : السياسة النقدية غير التقليدية لإدارة الأزمات المالية - دراسة تجريبية التيسير الكمي في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا .

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في معالجة الأزمات المالية خاصة في الولايات المتحدة الامريكية وبريطانيا من خلال التطرق إلى أهم أدوات هذه السياسة . حيث اعتمد الباحث على المنهج الوصفي التحليلي . توصلت هذه الدراسة إلى أن أداة التيسير الكمي تعتبر من أهم أدوات السياسة النقدية الغير تقليدية المستخدمة في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا، نظراً لاستخدامها بشكل واسع مقارنة بالأدوات الأخرى كالتيسير النوعي وتوجيه استباقات المتعاملين من جهة، ومساهمتها بشكل كبير في تشجيع البنوك على الإقراض للشركات والأسر من جهة أخرى، الأمر الذي أعطى دفعة مهمة للنمو الاقتصادي والتخفيف من بعض الآثار الحادة للأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا .

٣- دراسة (لزرقي، عياش، ٢٠٢٠) بعنوان: أثر السياسة النقدية في ظل تطبيق التيسير الكمي في الجزائر

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة أثر السياسة النقدية وكيفية وصوله إلى كل من المستوى العام للأسعار وميزان المدفوعات في ظل استخدام التيسير الكمي . حيث اعتمد الباحث على المنهج التحليلي . توصلت هذه الدراسة إلى أنه من خلال الإحصاءات المقدمة من طرف بنك الجزائر فقد نجحت السياسة النقدية في التخفيض من معدلات التضخم وذلك من خلال استخدام أدوات حديثة كاسترجاع السيولة لمدة ٩ أشهر ، إضافة إلى رفع معدل الاحتياطي القانوني من ٨ % إلى ١٢ % .

^٢ دودو ، نبيلة و عبد الرزاق ، فوزي ، السياسة النقدية غير التقليدية لإدارة الأزمات المالية - دراسة تجريبية التيسير الكمي في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا ،مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال ، المجلد (٠٦) ، العدد (٠٤) ، الجزائر ، ٢٠٢٠ .

^٣ لزرقي، يوسف و عياش ، قويدر ، أثر السياسة النقدية في ظل تطبيق التيسير الكمي في الجزائر ، مجلة آفاق علمية ، المجلد (١٢) العدد (٠٤) ، ٢٠٢٠ .

أيضاً ومن أجل تحقيق النجاح في استخدام سياسة التيسير الكمي يتطلب أن يكون اقتصاد الدولة يتمتع بالمرونة والتنوع حتى لا يكون هناك آثار سلبية عليه.

٤ - دراسة Boneva, others, 2019، بعنوان :

"THE IMPACT OF QE ON LIQUIDITY" EVIDENCE FROM THE UK CORPORATE BOND PURCHASE SCHEME.

(أثر التيسير الكمي على السيولة (أدلة من شراء سندات الشركات في المملكة

(المتحدة)

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر التيسير الكمي على السيولة من خلال شراء سندات الشركات في المملكة المتحدة UK عن طريق إنشاء مجموعة بيانات جديدة تجمع بين البيانات على مستوى المعاملات من سوق سندات الشركات الثانوية مع البيانات الخاصة بمستوى العرض من مزادات CBPS من مصرف انكلترا . توصلت هذه الدراسة إلى أن مشتريات الأصول التي تتم عن طريق المزاد العلني باتباع سياسة التيسير الكمي يمكن أن تحسن السيولة في أسواق سندات الشركات وبالتالي تكون لها آثار على تصميم أي عمليات في المستقبل .

٥ - دراسة (Horst,Neyer,2019) بعنوان : **The Impact of Quantitative Easing on Bank Loan Supply and Monetary Policy Implementation in the Euro Area.**

(أثر التيسير الكمي على عرض القروض المصرفية وتنفيذ السياسات النقدية في منطقة اليورو)

هدفت هذه الدراسة إلى معالجة مخاطر فترة طويلة جداً من التدني والسلبية في معدلات التشغيل منذ بداية عام ٢٠١٣ وذلك من خلال تحليل إدارة منطقة اليورو للسيولة أثناء الأوقات العادية، وأوقات الأزمات، وأوقات الانخفاض الشديد في السيولة . وتوصلت هذه الدراسة إلى أن تطبيق

⁴ Boneva, Lena ,others, THE IMPACT OF QE ON LIQUIDITY: EVIDENCE FROM THE UK CORPORATE BOND PURCHASE SCHEME, Cambridge Working Papers in Economics, Faculty of Economics, University of CAMBRIDGE,2019.

⁵ Horst, Maximilian; Neyer, Ulrike, The impact of quantitative easing on bank loan supply and monetary policy implementation in the euro area , DICE Discussion Paper, No. 325 Düsseldorf Institute for Competition Economics (DICE) University, Germany,2019

سياسة التيسير الكمي في منطقة اليورو أحدثت فائض في السيولة للقطاع المصرفية وهذا الأثر يختلف باختلاف بلدان منطقة اليورو نتيجة التوزيع غير العادل للاحتياطيات الفائضة والودائع الناشئة حديثاً من مشتريات المصرف المركزي للأصول على نطاق واسع في منطقة اليورو .

تتميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة بأنها ستقوم على تقييم النتائج التي توصلت إليها تجارب الدول المطبقة للسياسة النقدية غير التقليدية من خلال النتائج الإيجابية والسلبية لكل دولة ، وتحديد الآثار السلبية التي نتجت عن هذه السياسة .

٣ - مشكلة البحث **Research problem** : ترافق نشوء الأزمات المالية (أزمات مصرفية ، أزمات العملة أزمات أسواق المال و أزمات المديونية) مع نشوء العولمة الاقتصادية بوجه عام والعولمة المالية بوجه خاص . وأصبحت أكثر تشابكاً وتعقيداً مع تطور الأسواق والابتكارات المالية ، مما خلق تحدياً حقيقياً أمام المصارف المركزية في العالم لابتكار حلول جديدة تتماشى مع السياسة النقدية وتأخذ بعين الاعتبار خصائص هذه الأزمات ومستجداتها . وباعتبار أن السياسة النقدية غير التقليدية هي إحدى السياسات النقدية التي يستخدمها المصرف المركزي في أوقات الأزمات للتأثير في النشاط الاقتصادي وكون أداة التيسير الكمي إحدى أدواتها . نحاول من خلال هذه الدراسة الإجابة على السؤال الرئيس الآتي : ما هي انعكاسات تطبيق سياسة التيسير الكمي على الدول المتقدمة والدول النامية ؟

٦- أهمية البحث **Research importance**: تتجسد أهمية البحث من الدور الذي قامت به سياسة التيسير الكمي كأداة حديثة للسياسة النقدية غير التقليدية وتعد من أهم أدواتها التي استخدمت كعلاج للخروج من الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ التي عصفت بالاقتصاد العالمي خاصة بعد فشل الأدوات التقليدية للسياسة النقدية في المواجهة والعودة بالاقتصاد إلى حالة التوازن والاستقرار .

٧- أهداف البحث **Research objectives** : يهدف هذا البحث إلى:

- ١- دراسة النتائج الإيجابية والسلبية لسياسة النقدية غير التقليدية في البلدان التي طبقتها.
- ٢- الخروج بمجموعة من النتائج والتوصيات .

٨- فرضيات البحث : من مشكلة البحث يمكن اشتقاق الفرضيتين الآتيتين :

١- تساهم سياسة التيسير الكمي في حل المشكلات النقدية الناتجة عن السياسة النقدية التقليدية .

٢- يختلف تأثير تطبيق سياسة التيسير الكمي في الدول المتقدمة عن الدول النامية.

٩- منهجية البحث : للوقوف على أهمية ودراسة التجارب المطبقة من قبل البلدان للسياسة النقدية غير التقليدية تم اعتماد المنهج الوصفي التحليلي .

النتائج المناقشة :

١ : مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية : تعتبر السياسة النقدية غير التقليدية من أهم المواضيع الاقتصادية التي اهتم بها الباحثون الاقتصاديين منذ بروزها كحدث اقتصادي على الساحة الدولية ، حيث لجأت إليها العديد من المصارف المركزية العالمية كحل استعجالي لإعادة التوازنات المالية والنقدية ، وما تزال هذه السياسة متمثلة بأدواتها تطبق في الاقتصاديات العالمية خاصة الدول المتقدمة والناشئة نظراً لأهميتها وبعدها غير التقليدي وارتباطها بالواقع النقدي العالمي ودورها في تعافي الاقتصاديات العالمية بشكل عام والأسواق المالية العالمية بشكل خاص .

والتي تعني قيام المصرف المركزي بدور الوساطة في عملية الائتمان من أجل توفير السيولة الكافية وذلك من خلال اصدار سندات حكومية دون قيود لإعادة الاستقرار للقطاع المالي من أجل التأثير في النشاط الاقتصادي . حيث أثبتت فعالية أكبر وقدرة على ملائمة التطورات النقدية والمالية المعقدة والتي تعصف بالاقتصاد العالمي ومن أهم هذه الأدوات والتي تم استخدامها كعلاج للخروج من الأزمة المالية العالمية (٢٠٠٧-٢٠٠٨) أداة التيسير الكمي .

١-٢ مفهوم التيسير الكمي :

تقوم آلية التيسير الكمي على قيام المصارف المركزية بضخ الأموال بشكل مباشر في الاقتصاد عبر شراء سندات الدين العام وسندات الشركات ذات الفعالية الاقتصادية من أجل تخفيف الأعباء المالية المترتبة على جداولها الائتمانية وبالتالي تتمكن الشركات من الاستثمار وتحقيق النمو وتمتلك الدولة من الانفاق في القطاعات الاقتصادية حيث تركز سياسة التيسير الكمي على عاملين أساسيين هما :

أولاً : توفير السيولة ليتم تداولها في الاقتصاد.

ثانياً: زيادة الاحتياطيات للقطاع المصرفي لتحفيز المصارف التجارية على الإقراض مجدداً.

طبقت سياسة التيسير الكمي لأول مرة في اليابان عام ٢٠٠١ نتيجة تعرض الاقتصاد الياباني للانكماش الحاد في العقد الأخير من القرن العشرين ، فبعد أن قامت الحكومة اليابانية في شباط ١٩٩٩ بتخفيض معدل الفائدة إلى ٠,١٥% وهي بداية ما يسمى بسياسة سعر الفائدة الصفرية واتخاذ اجراءات توسعية ضمن السياسة النقدية وكذلك المالية لجأت إلى اعتماد سياسة التيسير الكمي نظراً لاستمرار انخفاض أسعار السلع الاستهلاكية وضعف النظام المصرفي واحتمال تجدد الركود من أعقاب انهيار فقاعة تكنولوجيا المعلومات العالمية عام ٢٠٠١.

وقد أخذت المصارف المركزية الأساسية في العالم بتجربة المصرف الياباني نتيجة تأثر اقتصادها بالأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨ ، حيث تبنت هذه السياسة الولايات المتحدة الأمريكية نتيجة تعرض اقتصادها للانكماش عام ٢٠٠٨ والذي أدى إلى تراجع في الانفاق ، ارتفاع في معدلات البطالة بشكل كبير، توقف المصارف عن الإقراض وفشل المصرف الاحتياطي الفيدرالي في تخفيض معدل الفائدة إلى أقل من ربع نقطة مئوية . كما تبنى الاتحاد الأوروبي سياسة التيسير الكمي بعد أن تعرض اقتصاده للركود عام ٢٠٠٨، وانخفاض معدل التضخم إلى أقل من ٢% في عام ٢٠١٤، أيضاً لجأت كل من فنزويلا والجزائر إلى تطبيق هذه السياسة بعد انهيار أسعار النفط منتصف عام ٢٠١٤ .

حيث ساهمت هذه السياسة في تخفيض معدلات الفائدة طويلة الأجل، وتحقيق استقرار للنظام المصرفي من خلال توفير السيولة فوق المستويات المطلوبة بالإضافة إلى إزالة مخاوف التمويل المستقبلية لدى الأفراد والشركات مما شجع على الاستهلاك والاستثمار .

وقد عُرفت سياسة التيسير الكمي (Quantitative Easing) QE على أنها : قيام المصرف المركزي بشراء أوراق مالية تعود للمصارف التجارية والمؤسسات المالية وكذلك سندات الخزينة من أجل تعزيز احتياطيات المصارف وتوفير السيولة بالإضافة إلى أنها تعمل على رفع قيمة تلك الأصول وزيادة عرض النقود (كمال ، ٢٠١٧) ^٦ .

^٦ سي محمد ، كمال ، *الاقتصاد النقدي* ، ط١(٥١) ، دار صفاء للنشر والتوزيع والنشر ، عمان

كما عُرفت على أنها: سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها المصارف المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي عندما تصبح السياسات النقدية التقليدية غير فعالة. (صاري، 2016).^٧

وعُرفت أيضاً على أنها : قيام المصرف المركزي بشراء الصناديق المتداولة (الصناديق العقارية) في سوق الأوراق المالية (البورصة) وصناديق الاستثمار بهدف توسيع القاعدة النقدية والتحكم في أسعار الفائدة قصيرة وطويلة الأجل (التحكم بمنحى العائد) حتى يتجاوز معدل الزيادة السنوية في مؤشر أسعار المستهلك (CPI) هدف استقرار الأسعار البالغ 2% ويبقى فوق الهدف بطريقة مستقرة، وذلك للحد من الانكماش والوصول إلى معدل التضخم المستهدف 2% بهدف تحسين النشاط الاقتصادي وتحقيق النمو المستدام . (Bank of Japan, 2016).^٨

وعلى ضوء ما سبق يمكن تعريف سياسية التيسير الكمي على أنها : سياسة نقدية غير تقليدية تستخدم للحد من الانكماش الحاد من خلال توسيع القاعدة النقدية وتخفيض معدلات الفائدة قصيرة وطويلة الأجل وذلك لتوفير السيولة المطلوبة وزيادة الاحتياطات للقطاع المصرفي لتحفيز المصارف التجارية على الاقراض مجدداً من أجل تشجيع الاستهلاك والاستثمار للوصول إلى معدل التضخم المستهدف 2% وتخفيض معدلات البطالة لتحسين النشاط الاقتصادي وتحقيق النمو المستدام.

١-٣: قنوات انتقال سياسة التيسير الكمي QE: تنتقل آلية التيسير الكمي من خلال عدة قنوات من أهم هذه القنوات (Jorgensen & Krishnamurthy, 2011):^٩

١-٣-١ - قناة الإشارات **Signaling Channel** : تشير هذه القناة إلى إعلان المصرف المركزي باتباع سياسة نقدية أكثر ملاءمة من خلال استخدام برنامج التيسير الكمي على نطاق واسع و سيكون هذا الإعلان بمثابة التزام من قبله على إبقاء معدلات الفائدة منخفضة خلال فترة برنامج التيسير

^٧ صاري ، علي ، البنوك المركزية وقدرتها على الممارسات غير التقليدية ، مجلة الاقتصاد والمالية ، المجلد ٥٢ ، العدد ٥١ ، جامعة حسبية بن بو علي ، السلف ، الجزائر ، 2016.

^٨ Bank of Japan, New Framework for Strengthening Monetary Easing: "Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve Control", September 21, 2016.

^٩Krishnamurthy , arvind & Jorgensen , annette vissing , The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy, Northwestern University, Brookings Papers on Economic Activity, Fall 2011.

الكمي QE ، ويتحقق ذلك من خلال عملية الشراء التي يقوم بها المصرف المركزي للأصول طويلة الأجل بكميات كبيرة . وهذا من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض في أسعار الفائدة طويلة الأجل بالنظر إلى أن أسعار الفائدة طويلة الأجل تعكس توقعات أسعار الفائدة قصيرة الأجل في المستقبل. كما تشير هذه القناة إلى قيام المصرف المركزي ببيع الأصول المتراكمة التي اشتراها سابقاً بعد أن ينتهي من برنامج التيسير الكمي وخروج الاقتصاد من أزمتة المالية .

١-٣-٢ : قناة السيولة **Liquidity Channel**: تتضمن استراتيجية التيسير الكمي قيام المصرف المركزي شراء أوراق مالية طويلة الأجل و إضافة هذه الأوراق إلى بند الأصول في ميزانيته ، وبالتالي زيادة الأرصدة الاحتياطية باعتبارها أصول أكثر سيولة من الأوراق المالية طويلة الأجل . وبالتالي فإن التيسير الكمي يعمل على:

١- زيادة السيولة في أيدي المستثمرين من أفراد وشركات نتيجة زيادة القروض الممنوحة من قبل المصارف التجارية لهم جراء قيام المصرف المركزي بتوفير السيولة لهم مقابل شراء الأصول طويلة الأجل.

٢- يقلل من علاوة السيولة على السندات الأكثر سيولة .

١-٣-٣ - قناة مخاطر المدة **Duration Risk Channel** : تتعرض أسعار السندات لخطر التغيرات في أسعار الفائدة خلال مدة السند ولهذا فمن أهم اعتبارات برنامج التيسير الكمي هو التقليل من هذه المخاطر على السندات خاصة السندات السيادية (سندات الخزينة) التي تؤثر ايجاباً على السندات التجارية والاستثمارية هذا ما يشجع المستثمرين على تداولها وخلق سيولة مناسبة في السوق . حيث تقوم قناة مخاطر المدة على التنبؤات الآتية :

- يقلل برنامج التيسير الكمي من العائد على جميع الأصول الأسمية طويلة الأجل ، بما في ذلك سندات الخزينة وسندات الوكالة وسندات الشركات ، إذ أن عملية شراء الأصول طويلة الأجل من قبل المصرف المركزي تؤدي إلى تقليل معدلات العائد عليها نتيجة لانخفاض العرض وبالتالي ارتفاع أسعارها الأمر الذي يدفع بالمستثمرين إلى شراء سندات مشابهة في الخصائص من حيث المخاطرة ومدة الاستحقاق وهو ما يخفض من معدل العائد على تلك الأصول.

- تكون التأثيرات أكبر بالنسبة للأصول ذات المدة الأطول إذ تهدف سياسية التيسير الكمي إلى تخفيض معدلات الفائدة طويلة الأجل على الأدوات المالية ذات العائد الثابت كالسندات

الحكومية وغير الحكومية وبالتالي تصيح هذه السندات غير جاذبة للاستثمارات لأن العائد عليها ضئيل مقارنة بالعوائد الاستثمارية المتغيرة في الأسهم والقطاعات الإنتاجية وبالتالي تغيير مسار التدفقات المالية من أدوات الاستثمار الثابت إلى الاستثمار في القطاعات المنتجة مما يوفر فرص عمل للعاطلين عن العمل وزيادة حجم الصادرات مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي .

١-٣-٤ - قناة الأمان **Safety Channel** : إن آلية تطبيق سياسة التيسير الكمي QE تقوم على شراء مجموعة من الأصول المالية التي تكون درجة مخاطرها الائتمانية عالية جداً ،كالسندات المدعومة برهن عقاري ، سندات الدين العام طويلة الأجل (سندات الخزينة) ، ديون المؤسسات المالية ،أسهم لأحد المؤسسات التي تعاني من خطر الإفلاس وذات الوزن الاقتصادي الكبير ، و ديون وكالات التصنيف الائتماني ، حيث يكون الغرض من عملية الشراء تنقية الأصول المالية من الأصول السامة خاصة تلك التي ظهرت بعد الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ وصح السيولة في الاقتصاد وتمويل خطة الانقاذ المالية التي تضمنت عمليات الاستحواذ على أصول المؤسسات المالية المنهارة (مصرف ليمان برادرز الأمريكي)¹⁰ .

١-٣-٥ - قناة سعر الصرف **Exchange rate channel** : يعتبر سعر الصرف من أهم المتغيرات الاقتصادية حيث يلعب دوراً هاماً في النشاطات الاقتصادية الخارجية للدولة ، سواء كانت هذه النشاطات تجارية أم استثمارية.

كما يحتل مركزاً محورياً في السياسة النقدية باعتباره مصدراً للاحتياطيات الدولية وأداة يتم استعمالها في تمويل الواردات وتسديد التزامات الدولة تجاه العالم الخارجي ومؤشراً على تنافسية الدولة من خلال تأثيره على مكونات النمو الاقتصادي كالاستثمار ، درجة الانفتاح على التجارة الدولية ،التدفقات الرأسمالية ، وتطور القطاع المالي .

إن اتباع المصرف المركزي لسياسة التيسير الكمي QE يؤدي إلى زيادة العرض النقدي وبالتالي أحداث تغيير في سعر الصرف نتيجة انخفاض في سعر الفائدة المحلي، مما يؤدي إلى تعديل في محفظة الثروة والتي تحتوي على أصول أجنبية ومحلية ، حيث يؤدي انخفاض أسعار

¹⁰ Krishnamurthy , arvind & Jorgensen , annette vissing , The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy, Northwestern University, Brookings Papers on Economic Activity, Fall 2011.

الفائدة المحلية إلى زيادة الطلب على العملات الأجنبية سواء كأصل يحتفظ به أو لاستخدامها في شراء أصول مالية أجنبية ويترتب على ذلك انخفاض في قيمة العملة المحلية نتيجة زيادة المعروض منها ، مما يزيد من القدر التنافسية للدولة نتيجة انخفاض أسعار منتجاتها مقارنة بالسلع المنافسة في الأسواق الخارجية وبالتالي تحسين ميزان المدفوعات وتحقيق النمو الاقتصادي .

١-٤: أهداف سياسية التيسير الكمي : إن الهدف من تطبيق سياسة التيسير الكمي QE تعزيز الإنفاق والاستثمار لتحقيق النمو الاقتصادي وذلك من خلال الآتي^{١١}:
١-٤-١ تخفيض معدلات فوائد السندات الحكومية والخاصة طويلة الأجل : إن قيام المصرف المركزي بشراء الأصول طويلة الأجل يسبب انخفاض المعروض منها من قبل المستثمرين مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها وانخفاض معدلات الفائدة طويلة الأجل إذا افترضنا ثبات الطلب المتزايد عليها خلال برنامج التيسير الكمي.

١-٤-٢ التأثير على أسعار الصرف : إن انخفاض العائد على السندات الحكومية نتيجة ارتفاع أسعارها يدفع بالمستثمرين لشراء سندات حكومية أجنبية من أجل الحفاظ على محافظهم الاستثمارية وبالتالي يتم الإقبال على العملات الأجنبية بدلاً من المحلية مما يعزز من القدرة التنافسية للصادرات وإضعاف القدرة التنافسية للواردات مما يزيد من الطلب على السلع المحلية وبالتالي تعزيز نمو الناتج المحلي الإجمالي .

١-٤-٣ التقليل من مخاطر أسعار السندات : حيث تتعرض أسعار السندات لخطر التقلبات في أسعار الفائدة وذلك خلال مدة السند خاصة السندات السيادية . فمن أهم اعتبارات برنامج التيسير الكمي تخفيف هذه المخاطر على السندات خاصة السندات السيادية .

١-٤-٤ دعم الشركات والمؤسسات و إنقاذها من مخاطر الإفلاس بالإضافة إلى دعم عمل الأسواق المالية من خلال استعادة الثقة المصرفية والحد من انتقال آثارها إلى المناطق الأخرى في ظل العولمة المالية وارتباط الأسواق المالية العالمية.

^{١١} زيوان ،سامية ،تقييم آلية التيسير الكمي بين الدول المتقدمة والنامية بالإشارة إلى حالة الجزائر في الفترة ٢٠٠١-٢٠٠٨ ، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير ،اختصاص إدارة مالية ،قسم علوم التيسير ، كلية الاقتصاد والتجارة وعلوم التيسير ، جامعة العربي بن مهيدي ، أم البواقي ، الجزائر ، ٢٠١٨-٢٠١٩ .

١-٤-٥ تحقيق الانتعاش الاقتصادي من خلال توفير السيولة للمصارف التجارية من أجل تشجيعها على الإقراض مجدداً بهدف زيادة الاستهلاك والاستثمار من خلال تغيير مسار التدفقات المالية تجاه الاستثمار في القطاعات الإنتاجية التي توفر فرص عمل وتزيد من حجم الصادرات للوصول إلى معدل التضخم المستهدف ٢% . حيث صرح محافظو المصارف المركزية الثلاثة (اليابان ،الاتحاد الأوروبي ،انكلترا) بأن الهدف الأول والأساسي من تطبيق سياسة التيسير الكمي هو الوصول إلى معدل التضخم ٢% .

٢- تجارب بعض البلدان التي طبقت السياسة النقدية غير التقليدية .

١-٢: تجارب بعض الدول المتقدمة:

٢-١-٢ - التجربة اليابانية : ظل الاقتصاد الياباني راكداً لأكثر من عشر سنوات في تسعينيات القرن الماضي ويعود السبب الرئيس لذلك انفجار فقاعة أسعار الأسهم وأسعار الأراضي خلال الفترة الممتدة من عام ١٩٨٥ إلى ١٩٩٠ ، وخطأ السياسة النقدية في النصف الثاني من ثمانينيات القرن الماضي والتي أصبحت عاجزة في التسعينيات في معالجة ظاهرة الانكماش ، ولم يتمكن المصرف الياباني (BOJ) من ضبط معدل التضخم ومنعه من أن يتجه نحو السلبية خلال تلك الفترة سواء تم قياسه بواسطة معامل انكماش الناتج المحلي الإجمالي (GDP) أو مؤشر أسعار المستهلك (CPI) ، إضافة لذلك تسبب الارتفاع الحاد في قيمة الين بسبب تراجع الصادرات وتراجع التضخم في ركود الواردات ، أيضاً تعرض الاقتصاد الياباني إلى أزمة مصرفية أصبح في موقف صعب نتيجة تفاقم القروض المتعثرة خلال الفترة الممتدة من عام ١٩٩٢ لغاية عام ١٩٩٥^{١٢} بسبب تعثر وإفلاس العديد من شركات البناء والعقارات ، حيث أصبحت القيمة السوقية للعقارات أقل بكثير من قيمتها الحقيقية، وتراجعت التدفقات النقدية نتيجة لذلك، وأصبحت هذه الشركات عاجزة عن تسديد الفوائد المترتبة على قروضها المصرفية ومع ذلك استمرت المصارف في إقراض تلك الشركات التي لم تتمكن من خدمة ديونها وهي ممارسة أصبحت تعرف باسم "التخضير الدائم" وذلك خوفاً من أن تظهر الخسائر بشكل واضح ، وأن سوق العقارات سوف ينتعش قريباً ولكن سرعان ما تدهورت أوضاع الشركات وتفاقت المشكلة

¹² Ito, Takatoshi., Mishkin ,Frederic S," Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem", Monetary Policy under Very Low Inflation in the Pacific Rim, NBER-EASE, Vol 15, National Bureau of Economic Research, university of Chicago Press, 2006.

<http://www.nber.org/chapters/c0092>.

المصرفية وفشلت معها ثلاثة بنوك كبيرة - هوكايدو تاكوشوكو - الائتمان طويل الأجل - ائتمان نيون - حيث كانت المصارف تخسر رأس مالها بسبب ارتفاع معدلات القروض المتعثرة انخفاض أسعار الأصول وضعف الاقتصاد الياباني بشكل كبير في نهاية عام ٢٠٠٠ إضافة إلى الانتقادات الشديدة التي تعرض لها المصرف المركزي الياباني من الإجراءات المتبعة^{١٣} تجاه ظاهرة الركود الكبيرة التي عصفت بالاقتصاد الياباني . فكان لابد من البحث عن سياسة نقدية جديدة تتخذ الاقتصاد الياباني من ظاهرة الركود التي تعرض لها وأطلق على هذه السياسة سياسة التيسير الكمي QE .

بدأ اليابان بتطبيق سياسة التيسير الكمي QE في ١٩ آذار من عام ٢٠٠١ إلى جانب سياسة أسعار الفائدة الصفرية ZIRP، ويعتبر اليابان أول من استخدم سياسة التيسير الكمي في العالم . ومن أهم الإجراءات التي اتخذها المصرف الياباني BOJ لتطبيق سياسة التيسير الكمي QE نعرضها وفق الآتي^{١٤}:

١- خلال عام ٢٠٠١ تم تخفيض سعر الفائدة بين المصارف على الفور إلى ٠,١٥% ثم إلى ٠% وفق ما تقتضي الظروف كذلك تم تخفيض معدل الخصم الرسمي إلى ٠,٢٥% ، كما تم رفع قيمة مشتريات المصرف الياباني المباشرة من السندات الحكومية طويلة الأجل إلى /٨٠٠ مليار ين ، رفع رصيد الحساب الجاري (الاحتياطيّات) للمصارف التجارية من /١٥-٢٠ تريليون ين.

٢- خلال عام ٢٠٠٢ تم رفع قيمة الشراء للسندات طويلة الأجل من ٨٠٠ مليار ين إلى ١,٢ تريليون ين ، أيضاً تم رفع رصيد الحساب الجاري إلى ١٥-٢٠ تريليون ين في تلك الفترة.

٣- خلال عام ٢٠٠٣ تم رفع رصيد الحساب الجاري من ١٥ تريليون ين إلى ٢٠ تريليون ين .

¹⁴ Ito, Takatoshi, Mishkin, Frederic S, " Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem", Monetary Policy under Very Low Inflation in the Pacific Rim, NBER-EASE, Vol 15, National Bureau of Economic Research, university of Chicago Press, 2006. <http://www.nber.org/chapters/c0092>.

٤- خلال عام ٢٠٠٤ تم رفع رصيد الحساب الجاري إلى ٣٠ - ٣٥ تريليون ين ، ولم يتم تغيير مشتريات السندات طويلة الأجل ، كما قرر المصرف المركزي الياباني شراء ما يعادل ٥ تريليون ين من الأصول طويلة الأجل^{١٥} .

٥- خلال عام ٢٠١١ قرر المصرف المركزي الياباني زيادة العرض النقدي من ٤٠ تريليون ين إلى ٥٠ تريليون ين وتوسيع قيمة شراء الأصول طويلة الأجل من ٥ تريليون ين إلى ٥٠ تريليون ين ياباني^{١٦} .

٦- في عام ٢٠١٣ ضخ المصرف المركزي الياباني ٨٠ تريليون ين حيث حقق الاقتصاد الياباني نمواً بلغ ١,٥%^{١٧} .

ومن خلال تلك الإجراءات التي قام بها المصرف الياباني BOJ جراء تطبيق سياسة التيسير الكمي فقد أحدثت هذه السياسة تحسينات في النشاط الاقتصادي والأسعار بشكل رئيس من خلال انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية ، ولم يعد الاقتصاد الياباني في حالة انكماش ، والذي يعرف عموماً على أنه انخفاض مستمر في الأسعار، إضافة لذلك فإن التوسع في القاعدة النقدية جنباً إلى جنب مع الالتزام بتحقيق هدف التضخم البالغ ٢% والالتزام بشراء السندات الحكومية اليابانية JGBs من قبل المصرف الياباني من خلال إحداث تغيير في نظام السياسة النقدية أدى إلى تغيير تصورات الجمهور عن التضخم وارتفاع في توقعات التضخم كون العلاقة بين الأساس النقدي وتوقعات التضخم هي علاقة طويلة المدى وليست ذات طبيعة قصيرة المدى . باعتبار أن هناك عوامل أعاققت وصول معدل التضخم إلى ٢%، نذكر منها انخفاض أسعار النفط الخام ، ضعف الطلب في أعقاب زيادة ضرائب الاستهلاك في نيسان ٢٠١٤، التباطؤ في الاقتصاديات الناشئة والأسواق العالمية المتقلبة . لذلك من المهم التزام المصرف المركزي الياباني بتوسيع القاعدة النقدية على المدى الطويل^{١٨} .

^{١٥} زيوان ،سامية،تقييم آلية التيسير الكمي بين الدول المتقدمة والنامية بالإشارة إلى حالة الجزائر في الفترة ٢٠٠١-٢٠٠٨ ، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير ،اختصاص إدارة مالية ،قسم علوم التيسير ، كلية الاقتصاد والتجارة وعلوم التيسير ، جامعة العربي بن مهيدي ، أم البواقي ، الجزائر ، ٢٠١٨-٢٠١٩ .

^{١٦} نفس المرجع السابق .

^{١٧} نفس المرجع السابق .

¹⁸ Bank of Japan, New Framework for Strengthening Monetary Easing: "Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve Control", September 21, 2016.

وبذلك استطاعت اليابان تجاوز بعض الصعوبات المالية التي كانت تعاني منها بعد أن طبقت سياسة التيسير الكمي .

٢-١-٢ التجربة الأمريكية : بدأ الاهتمام بسياسة التيسير الكمي بعد الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ والتي كادت تعصف بالاقتصاد العالمي إذ بلغت أسعار الفائدة حداً الأدنى الصفري ، ووقعت الأسواق المالية في فخ السيولة واختلت وظائف النظام المالي عندما زادت حالة عدم اليقين لدى المصارف بشأن قدرة المقرضين على سداد ديونهم . تبنت أمريكا هذه السياسة نتيجة تعرض اقتصادها للانكماش عقب الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨، الأمر الذي أدى إلى تراجع في الإنفاق ، ارتفاع في معدلات البطالة بشكل كبير، توقف البنوك عن الإقراض عندما زادت حالة عدم اليقين بشأن قدرة المقرضين على تسديد ديونهم ، وفشل المصرف الاحتياطي الفيدرالي في تخفيض معدل الفائدة إلى أقل من ربع نقطة مئوية ولم يعد بإمكانه الاعتماد على أدواته التقليدية لتيسير السياسة النقدية على الرغم من اقتراب أسعار الفائدة على الأموال الفيدرالية من الصفر.

إن الهدف من تطبيق سياسية التيسير الكمي QE من قبل المصرف الاحتياطي الفيدرالي Fed عقب الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ تخفيض أسعار الفائدة طويلة الأجل وتوفير الائتمان والسيولة للأسر والشركات بشكل مباشر عن طريق عمليات شراء الأصول على نطاق واسع ، والتي كانت عبارة عن مشتريات من أسواق الأوراق المالية على مدى ست سنوات بقيمة ٣,٧ تريليون دولار تقريباً من سندات الخزانة طويلة الأجل وكذلك الأوراق المالية الصادرة عن الشركات التي ترعاها الحكومة.

تم تطبيق سياسة التيسير الكمي QE من قبل المصرف الاحتياطي الفيدرالي Fed على أربع مراحل وفق الآتي^{١٩}

١- المرحلة الأولى QE1 : تمت هذه المرحلة على دفعتين :

- **الدفعة الأولى :** بدأ تطبيق سياسة التيسير الكمي في شهر تشرين الثاني ٢٠٠٨ لأغراض مالية بهدف انقاذ المؤسسات المالية من الانهيار وخاصة الكبرى منها ، حيث أعلن المصرف الاحتياطي الفيدرالي Fed عن عمليات شراء واسعة النطاق للأصول بقيمة ٦٠٠ مليار دولار

^{١٩} زيوان، سامية ، مرجع تم ذكره سابقاً ،ص ٧٧ .

من السندات المغطاة برهون عقارية MBS عقب انهيار مصرف "Lehman Brothers" نتيجة أزمة الرهن العقاري عام 2008 .

- **الدفعة الثانية** : بدأت في شهر آذار 2009 حيث وسع المصرف الاحتياطي الفيدرالي برنامج شراء الأصول المالية بصورة أكبر حيث أعلن عن نيته شراء 1,25 تريليون دولار من السندات طويلة الأجل منها 200 مليار دولار سندات خاصة بالمؤسسات العقارية و 300 مليار دولار سندات الخزينة الأمريكية طويلة الأجل واستمرت هذه الدورة لغاية شهر آب 2010 وبعدها تم شراء 1,75 تريليون دولار من ديون الوكالات و 1,25 تريليون دولار من سندات الرهن العقاري المسترجعة و 300 بليون دولار من السندات الحكومية .

٢- **المرحلة الثانية QE2** : أعلن الاحتياطي الفيدرالي Fed في تشرين الثاني 2010 بدء المرحلة الثانية من برنامج التيسير الكمي حيث قام بشراء 85 بليون دولار من السندات الحكومية واستمرت هذه المرحلة حتى شهر كانون الثاني 2011 . وفي شهر أيلول 2011 أعلن المصرف الاحتياطي الفيدرالي عن مرحلة مختلفة من برنامج التيسير الكمي سميت ببرنامج مد آجال الاستحقاق "Maturity Extention Program" ويتم بموجبه شراء سندات طويلة الأجل بقيمة 400 مليار دولار من خلال بيع سندات ذات آجال قصيرة بنفس القيمة .

٣- **المرحلة الثالثة QE3** : بدأت في شهر آذار 2012 حيث قام المصرف الاحتياطي الفيدرالي Fed بشراء سندات بقيمة 85 مليار دولار شهرياً ، إذ اختلفت هذه المرحلة عن المرحلتين السابقتين QE1, QE2 حيث أنها لم تحدد سقف أعلى لعملية شراء السندات واستمرت هذه المرحلة لغاية شهر كانون الأول 2013 .

٤- **المرحلة الرابعة QE4** : بدأت في تشرين الأول 2014 حيث أعلن المصرف الاحتياطي الفيدرالي Fed عن إيقاف العمل ببرنامج التيسير الكمي QE لبدء مرحلة إعادة بيع السندات التي تم شراؤها ضمن برنامج التيسير الكمي من خلال الإجراءات الآتية^{٢٠} :

^{٢٠} علاو، عبد الصمد و بوملاح ، أسامة ، الاتجاهات الحديثة لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمة الاقتصادية - دراسة تجريبية التيسير الكمي وأسعار الفائدة السالبة ، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم المالية والمحاسبية ، اختصاص مالية المؤسسة ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التيسير ، جامعة أكلبي مهند أولحاج - البويرة ، الجزائر ، 2018 ، ص 67

- حث المقترضين على تقليص حجم القروض المطلوبة .
 - تسوية القروض عن طريق الخصم .
 - رفع سعر الفائدة على الودائع لتشجيع المستثمرين على ايداع أموالهم لدى المصارف .
 - رفع نسبة الاحتياطي للمصارف التجارية لدى المصرف المركزي .
 - استرجاع قيمة السندات عن طريق بيعها من خلال عمليات السوق المفتوحة .
- ويرجع السبب وراء اتخاذ المصرف الاحتياطي الفيدرالي Fed تلك الإجراءات نتيجة النتائج التي تحققت من سياسة التيسير الكمي التي طبقها المصرف نذكر منها²¹:
- عندما اشترى المصرف الاحتياطي الفيدرالي الأوراق المالية ، بحث المستثمرون من القطاع الخاص عن فرص استثمارية أخرى ، وبذلك قاموا بتخفيض أسعار الفائدة طويلة الأجل الأخرى ، مثل تلك الخاصة بسندات الشركات ، ورفعوا تقييمات الأصول ، بما في ذلك أسعار الأسهم .
 - ساعدت ردود أفعال السوق تجاه مشتريات الأصول على نطاق واسع في تخفيف الظروف العامة للسوق المالية ، وبالتالي دعمت نمو النشاط الاقتصادي ، وخلق فرص العمل ، وعودة التضخم نحو ٢٪ .
- ومن خلال هذه الإجراءات المتبعة تبين أن سياسة التيسير الكمي استطاعت أن تحقق الهدف المطلوب والذي عجزت عنه السياسة النقدية التقليدية وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى بالنسبة لأمريكا .

٢-١-٢ - تجربة الاتحاد الأوروبي : لم يكن الاتحاد الأوروبي بمعزل عن الدول التي تأثرت بالأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨، إذ أدى تطور الوضع الاقتصادي على المستوى الدولي نتيجة كل من التحرير المالي المتزايد وتطور الابتكارات المالية المتبعة إلى انتقال آثار الأزمة المالية العالمية إلى الاتحاد الأوروبي مما دفع بالمصرف المركزي الأوروبي BCE للبحث عن سياسة أخرى أكثر ملاءمة للوضع الاقتصادي إلى جانب السياسة النقدية المتبعة من قبله والقائمة على

²¹ Bank of Japan, New Framework for Strengthening Monetary Easing: "Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve Control", September 21, 2016.

تحقيق استقرار الأسعار ، حيث اتبع سياسة نقدية غير تقليدية هدفها ضخ السيولة في الأسواق ، تسهيل عملية حصول المصارف التجارية على السيولة (أي تحسين شروط التمويل داخل منطقة اليورو)، تنشيط الاقتصاد ، كبت التضخم ، تخفيض معدلات البطالة المرتفعة ، وتحقيق النمو الاقتصادي للخروج من حالة الركود الحادة التي تعرض لها الاقتصاد الأوروبي .

قام المصرف المركزي الأوروبي BCE باستخدام الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية بداية عام 2009، نذكر من هذه الأدوات التيسير الكمي ، التيسير النوعي ، وأداة توجيه استباق المتعاملين ، وركز المصرف المركزي في كل إجراء جديد يتم اتخاذه على الطابع المؤقت والاستثنائي لإجراءاته غير التقليدية حيث أكد أنه سيقوم برفعها تدريجياً بعد تحقيق الأهداف المرجوة منها .

ومن أهم الإجراءات التي اتخذها المصرف المركزي الأوروبي BCE عند تطبيقه سياسة التيسير الكمي QE نبينها وفق الآتي²²:

❖ في ٧ أيار 2009 أعلن مجلس المحافظين عن تبني برنامج شراء السندات المحمية CPBB1 بقيمة اسمية 60 مليار يورو سواء من الأسواق الأولية أو من الأسواق الثانوية بهدف دعم عملية تزويد القطاع غير المالي بالقروض المصرفية اللازمة لتنشيط الأسواق التي تعطلت عن العمل، وامتد هذا البرنامج من 6 تموز 2009 لغاية 30 حزيران 2010. إن الدافع من عملية شراء تلك السندات عائدها الذي ارتفع بشكل كبير نتيجة انهيار مصرف ليمان براذرز "Lehman Brothers" مما عرض تمويل عدد كبير من مؤسسات الإقراض للخطر، باعتبار إن هذه السندات تشكل أداة هامة بحوزة المصارف في عدد من الدول داخل منطقة اليورو .

❖ في 10 تشرين الأول 2011 تم الإعلان عن شراء السندات المحمية CPBB2 ، حيث تم شراء ما قيمته 16,418 مليار يورو خلال الفترة الممتدة من تشرين الثاني 2011 لغاية تشرين الأول 2012 .

²² Haseth, Christina, The effect of Quantitative Easing on the EUR/USD exchange rate, Master's Thesis, academic, Faculty of Economics and Business, University van Amsterdam, 2016-2017.

❖ في ١٠ أيار ٢٠١٠ اعلان عن برنامج سوق الأوراق المالية SMP والذي بدأ بتنفيذه بدءاً من شهر أيار ٢٠١٠ لغاية شهر أيلول ٢٠١٢ وكان الهدف منه استعادة سيولة سوق الأوراق المالية SMP حيث بلغت محفظة سوق الأوراق المالية SMP في ذروتها ٢١٠ مليار يورو.

❖ في ٤ أيلول ٢٠١٤ تم الإعلان عن برنامج شراء الأوراق المالية المدعومة بالأصول ABSPP وبرنامج شراء السندات المحمية CPBB3 ، حيث تم تنفيذهما في تشرين الأول وتشرين الثاني ٢٠١٤ على التوالي .

❖ في ٢٢ كانون الثاني ٢٠١٥ أعلن مجلس الإدارة عن إجراءات إضافية لبرنامج التيسير الكمي تتضمن برنامج شراء الأصول الموسعة APP لتحقيق استقرار الأسعار والذي يعتبر الهدف الأساسي للمصرف المركزي الأوروبي . إذ بلغت مشتريات المصرف المركزي الأوروبي الشهرية ٦٠ مليار يورو حتى آذار ٢٠١٦ تضمنت شراء الأوراق المالية المدعومة بالأصول ABSPP ،السندات المحمية CBPP3، مشتريات القطاع العام (PSPP) و مشتريات قطاع الشركات (CSPP)،وبعد ذلك قام المركزي بزيادة المشتريات إلى ٨٠ مليار يورو حتى آذار ٢٠١٧ .

❖ اعتباراً من شهر نيسان ٢٠١٧ حتى نهاية شهر كانون الأول ٢٠١٧ خفضت المشتريات إلى ٦٠ مليار يورو، مع احتمال أن يمتد البرنامج حتى عام ٢٠١٨ بما يتفق مع هدف التضخم الخاص الذي يسعى المصرف المركزي الأوروبي إلى تحقيقه .

❖ مع بداية شهر كانون الثاني ٢٠١٨ بدأ المصرف المركزي الأوروبي بتخفيض مشترياته من الأصول إلى ٣٠ مليار يورو ، وفي شهر تشرين الثاني ٢٠١٨ تم تخفيضها إلى ١٥ مليار يورو، أما في نهاية شهر كانون الأول من العام نفسه تم تخفيضها إلى الصفر^{٢٣} .

نلاحظ أن الاتحاد الأوروبي استطاع الاستفادة من سياسة التيسير الكمي وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى أيضاً .

²³Rapport annuel 2018de la BCE, Banque centrale européenne, 2019 accessible, sur : <https://publications.banque-france.fr/P29>.

٢-٢ : تجارب بعض الدول النامية :

١-٢-٢ التجربة الجزائرية : يعتبر الاقتصاد الجزائري اقتصاد ريعي يعتمد بالدرجة الأولى على قطاع المحروقات وخاصة النفط إذ تمثل الموارد النفطية ٦٠% من الميزانية السنوية للدولة ، وتشكل الصادرات النفطية أكثر من ٩٧,٥%^{٢٤} من إجمالي الصادرات ، وبسبب انخفاض أسعار النفط في شهر آب ٢٠١٤ إلى ١٠٠,٩ دولار للبرميل مع الاستمرار بالانخفاض التدريجي حيث وصل سعر البرميل بالمتوسط إلى ٩٩,٦ دولار للبرميل الواحد حتى نهاية عام ٢٠١٤ ، بعد أن كانت ١٠٩,٥ دولار للبرميل الواحد نهاية عام ٢٠١٣^{٢٥}، وتالت الانخفاضات حتى نهاية عام ٢٠١٦ إذ وصل سعر البرميل إلى ٤٤,٢٨ دولار^{٢٦} ، أدى ذلك إلى تعرض الاقتصاد الجزائري لعدة مشاكل اقتصادية منها :

١- عجز في الميزان التجاري بسبب عدم تنوع الصادرات واعتماد الاقتصاد الجزائري بالدرجة الأولى على الصادرات النفطية حيث تشكل أكثر من ٩٧,٥% من إجمالي الصادرات مما جعل الاقتصاد الجزائري شديد الحساسية لتقلبات أسعار النفط ، كذلك اعتماده على الواردات كون جهازه الإنتاجي يتصف بالجمود.

٢- انخفاض احتياطات المصرف المركزي من القطع الأجنبي نتيجة الصدمة النفطية بدءاً من شهر آب عام ٢٠١٤ باعتباره أهم مقابل للكتلة النقدية حيث انخفضت بمعدل ٥٠% عام ٢٠١٧ مقارنة بعام ٢٠١٣، إذ بلغت الاحتياطات في نهاية الأعوام وفق الجدول الآتي^{٢٧}:

الجدول رقم ١: احتياطات المصرف المركزي الجزائري من القطع الأجنبي

الأعوام	٢٠١٣	٢٠١٤	٢٠١٥	٢٠١٦	٢٠١٧
الاحتياطات/ مليار دولار	١٩٤	١٧٩	١٤٤	١١٤	٩٧

المصدر : الجدول من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية للمصرف الجزائري للأعوام من ٢٠١٣ حتى ٢٠١٧ .

^{٢٤} الطاهر ، شليحي ، الميزانية العامة للدولة في ظل تقلبات أسعار البترول - حالة الجزائر (٢٠٠٠-٢٠١٦) ، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية ، العدد الرابع ، بدون تاريخ .

^{٢٥} منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول (أوبك) ، التقارير الاحصائية السنوية لعامي ٢٠١٤ ، ٢٠١٥ . على الموقع الرسمي :

٣- عجز في الميزانية العامة نتيجة انخفاض الإيرادات العامة من صادرات قطاع المحروقات باعتبار أن الموارد النفطية تشكل أهم مورد من موارد الدولة حيث شكلت ٦٦,٥٥ % من الإيرادات العامة للدولة خلال الفترة الممتدة من (٢٠٠٠-٢٠١٤)^{٢٨} كون الاقتصاد الجزائري اقتصاد ريعي يعتمد بالدرجة الأولى على قطاع المحروقات .

٤- نقص السيولة النقدية بشكل كبير في المصارف الجزائرية نهاية الأعوام ٢٠١٥، ٢٠١٦ ، ٢٠١٧ إذ بلغت السيولة على التوالي ١٨٣٣ مليار دينار ، ٨٢١ مليار دينار ، ٥١٢ مليار دينار، بعد أن وصلت في نهاية عام ٢٠١٤ إلى ٢٧٣١ مليار دينار^{٢٩} .

هذه الأسباب دفعت الحكومة الجزائرية لاتباع سياسة ترشيد الإنفاق وتجميد المشاريع التنموية المقرر تنفيذها قبل ٢٠١٩ ، ومن أجل ضمان استمرار تمويل نموذج التنمية الاقتصادية الذي تبنته الحكومة منذ ٢٠٠١ والذي يركز بالأساس على تحفيز الطلب الكلي حسب النظرية الكينزية وهو ما يعرف بمخططات برامج الإنعاش الاقتصادي لتحفيز النمو ، وباعتبار أن الهدف الأساسي للمصرف المركزي الجزائري تحقيق استقرار الأسعار دفع السلطات النقدية والمتمثلة بالمصرف المركزي لاعتماد سياسة التيسير الكمي للخروج من تلك الأزمة ، حيث بدأت الجزائر بتطبيق سياسة التيسير الكمي عام ٢٠١٧ من خلال جملة من الإجراءات وفق الآتي :

١- قامت الجزائر بتعديل قانون النقد والتسليف رقم ٠٣- ١١ الصادر عام ٢٠٠٣ بموجب القانون رقم ١٧-١٠ الصادر في تشرين الأول ٢٠١٧ وفق المادة ٤٥ مكرر والتي تنص على " يقوم بنك الجزائر ابتداءً من دخول هذا الحكم حيز التنفيذ بشكل استثنائي ولمدة خمس سنوات بشراء السندات المالية مباشرة عن الخزينة التي تصدرها الأخيرة من أجل المساهمة على وجه الخصوص في^{٣٠} :

- تغطية احتياجات تمويل الخزينة .

- تمويل الدين العام الداخلي .

- تمويل الصندوق الوطني للاستثمار .

^{٢٨} هذباء يونسى، هدى و مدوخ، ماجدة، أثر سياسة التيسير الكمي على المستوى العام للأسعار في الجزائر، مجلة آفاق علمية، المجلد ١١، العدد ٠٢، ٢٠١٩، ص ٣٥٠ .

^{٢٩} التقرير السنوي للمصرف الجزائري لعامي ٢٠١٧، ٢٠١٨ .

^{٣٠} الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد ٥٧، ٢٠١٧ .

٢- في شهر تشرين الأول ٢٠١٧ تم تخصيص مبلغ ٢١٨٥ مليار دينار منها ١٦١٥ مليار دينار لتمويل كل من الدين العام الداخلي والصندوق الوطني للاستثمار ، والباقي أي ٥٧٠ مليار دينار لتمويل الموازنة العامة .

٣- في شهر كانون الثاني ٢٠١٨ تم زيادة المبلغ إلى ٣٥٨٥ مليار دينار ثم ارتفع في شهري أيلول وتشرين الثاني إلى ٤٠٠٥ مليار دينار و ٥٢٠٠ مليار دينار على التوالي .

وبذلك فإن قيمة المبالغ المخصصة للتمويل غير التقليدي تمثل ٤٦,٤% في سنة ٢٠١٧ من الإيرادات العادية لسنة ٢٠١٦ والتي بلغت ٣٣٢٩,٠٣١ مليار دينار ، أما مبالغ التمويل غير التقليدية لسنة ٢٠١٨ تمثل ٧٧% من الإيرادات العادية لسنة ٢٠١٧ والمقدرة بـ ٣٩٢٠,٨٩٨ مليار دينار . وذلك على عكس ما كان منصوص عليه وفق قانون النقد والتسليف رقم ٠٣-١١ الصادر في ٢٦ آب ٢٠٠٣ والذي نص على امكانية تمويل مصرف الجزائر للخزينة العمومية مقابل شرطين :

- أن لا تتعدى مدة الإقراض ٢٤٠ يوماً .

- أن لا يزيد المبلغ المقترض ١٠% من الإيرادات العادية للسنة المالية السابقة .

إن اتباع الجزائر لسياسة التيسير الكمي ساهم في انتقال الاقتصاد الجزائري من حالة عجز في السيولة إلى تحقيق فائض في السيولة والذي أدى إلى تثبيت أسعار الفائدة قصيرة الأجل بين المصارف الجزائرية عند سعر ٥% .

نلاحظ أن سياسة التيسير الكمي حققت بعض أهدافها بعد أن عجزت السياسة النقدية التقليدية عن ذلك .

٢-٢-٢ التجربة الفنزويلية : ترافق مع تراجع عائدات النفط الفنزويلية نتيجة انهيار أسعار النفط منتصف عام ٢٠١٤ ، (حيث انخفضت أسعار النفط عالمياً من ١١٥ دولاراً للبرميل الواحد إلى ٢٧ دولاراً للبرميل الواحد بداية عام ٢٠١٦) تقليص البرامج الاجتماعية ، انخفاض نصيب الفرد الواحد من الناتج المحلي الإجمالي ، وتراجع قدرة الدولة على استيراد البضائع مما تسبب في نقص البضائع في الأسواق الفنزويلية التي تعتمد بالدرجة الأولى على الاستيراد كون اقتصادها اقتصاد ريعي ويفتقر إلى التنوع الإنتاجي إذ يعتمد على الصادرات النفطية بالدرجة الأولى

لامتلاكه أكبر احتياطي عالمي مؤكداً³¹ حيث وصل الاحتياطي عامي ٢٠١٤-٢٠١٥ إلى ٢٩٨ مليار برميل³² . الأمر الذي أدى لدخول الاقتصاد الفنزويلي مرحلة أخرى من الانكماش الاقتصادي بلغ ١٦,٥% عام ٢٠١٦ مما دفع السلطات النقدية الفنزويلية اتباع سياسة التيسير الكمي ولكن بمنهجية مختلفة عن الآلية التي اتبعت من قبل الدول الأخرى ، حيث قامت طباعة النقود دون تغطية من أجل تحقيق هدفين رئيسيين هما : الأول ويتمثل في تغطية النفقات العامة وتمويل العجز الحكومي بسبب تراجع الإيرادات العامة والثاني يتمثل في إعادة بيعها مقابل الدولار الأمريكي في بورصات الأسواق العالمية لتسديد أقساط ديونها الخارجية .

فمن خلال تقرير نشرته مجلة " **La capital** " لا كابييتال الفرنسية ووفقاً لمدير الدراسات الاقتصادية في معهد الاقتصاد العلمي والإدارة الفرنسي إريك دور فقد تمكن من تشخيص الأسباب التي أدت إلى انهيار الاقتصاد الفنزويلي وفق الآتي³³

١- عجز في الموازنة العامة للدولة : بلغت نسبة العجز ٢٠% من الناتج المحلي الإجمالي نهاية عام ٢٠١٥ نتيجة انهيار أسعار النفط منتصف عام ٢٠١٤ حيث لعبت الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ دوراً في انخفاض أسعار النفط لينعكس سلباً على عائدات الصادرات النفطية في غضون أشهر فقط إذ بلغت ٢٧,٨ مليار دولار عام ٢٠١٥ بعدما كانت ٧١,٧ مليار دولار عام ٢٠١٤ ، إضافة إلى عدم قدرة الدولة على التقليل من انفاقها مما دفعها لطباعة المزيد من النقود لتغطية العجز في الموازنة .

٢- افتقار الاقتصاد الفنزويلي للتنوع في الصادرات : تشكل الصادرات النفطية ٩٦% من إجمالي صادرات البلاد³⁴ باعتبار إن السمة المميزة للاقتصاد الفنزويلي تكمن في اعتماده المفرط على عائدات النفط والتي تتأثر بشكل كبير بالعوامل الخارجية حيث أدى تراجع أسعار النفط عالمياً منتصف عام ٢٠١٤ إلى تراجع الناتج المحلي الإجمالي مما حد من قدرة الحكومة على تغطية نفقاتها العامة خاصة الاجتماعية منها كتوفير الأغذية والأدوية .

³² International Energy Statistics,
<http://www.eia.gov/CFapps/ipdbproject/IEDIndex3.cfm?tid=5&pid=57&aid=6>

³³ محسن ، عادل و بركة، محمد . قراءة في بعض التجارب الدولية في التيسير الكمي - أهم النتائج والدروس. المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية ، المجلد ٠٨، العدد ٠٢، ٢٠٢١، ص ٣٧ .

³⁴ BANCO CENTRAL DE VENEZUELA.

أيضاً هناك أسباب أخرى لعبت دوراً في انهيار الاقتصاد الفنزويلي منها³⁵:

1- مديونية عالية : والتي قدرت بـ 150 مليار دولار حيث بلغ دين الحكومة والمؤسسات النفطية العمومية PDVSA لحملة السندات فقط أكثر من 60 مليار دولار ، إضافة إلى تراجع احتياطات المصرف المركزي من الدولار التي انخفضت في عام 2015 إلى 6,32 مليار دولار مقارنة عما كانت عليه عام 2014 التي بلغت 7,46 مليار دولار إلى أن وصلت إلى 3,03 مليار دولار عام 2017 هذا التراجع حال دون قدرة الحكومة الفنزويلية على الوفاء بخدمة ديونها الخارجية وفق ما تم الإعلان عنه من قبل وكالات التصنيف الائتمانية .

2- نظام صرف متعدد : تعتمد السلطات النقدية الفنزويلية ثلاثة أسعار صرف منذ عام 2012 سعري صرف منخفضين لتمويل الواردات الأساسية المتمثلة في الأغذية ، الأدوية ، وقطع غيار السيارات ، وسعر صرف مرتفع لباقي العمليات خارج هذه المجموعات السلعية ، إضافة إلى سعر صرف السوق السوداء . وقد أدى هذا النظام إلى إحداث تشوهات في سوق الصرف الأجنبي ومن ثم زيادة الضغوط على العملة المحلية في السوق السوداء (جانب من الطلب الكبير على العملة الأجنبية في السوق الرسمي يتحول إلى عرض في السوق السوداء) .

3- معدلات تضخم مرتفعة : يعاني الاقتصاد الفنزويلي من مشكلة ارتفاع معدلات التضخم إذ وصل في عام 2014 إلى 62,20% مقارنة بعام 2013 والذي بلغ 40,60% بينما بلغت معدلات التضخم في السنوات السابقة 2012 - 2011 - 2010 - 2009 على التوالي 21,10% - 26,10% - 28,20% - 27,10%³⁶ نتيجة قيام بعض المستوردين بتخزين السلع المستوردة على أساس سعر صرف منخفض وإعادة بيعها في السوق السوداء بسعر مرتفع مع الإشارة إلى أن الدولة تتدخل في أسعار السلع المستوردة من خلال فرض معدلات صرف منخفضة لضمان وصول الواردات للمستهلك النهائي بأسعار منخفضة.

من خلال استعراض تجارب بعض الدول المتقدمة والنامية التي طبقت سياسة التيسير الكمي لاحظت الباحثة بأن الهدف الرئيس لسياسة المصارف المركزية سواء للدول المتقدمة منها أم

³⁵ زيوان ، سامية ، تقييم آلية التيسير الكمي بين الدول المتقدمة والدول النامية بالإشارة إلى حالة الجزائر في الفترة 2001-2018 ، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير ، اختصاص إدارة مالية ، قسم علوم التيسير ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التيسير ، جامعة العربي بن مهيدي ، أم البواقي، ص 83-84، الجزائر ، 2019 .

³⁶ صندوق النقد الدولي ، الإحصاءات المالية الدولية ، على الموقع https://data.albankaldawli.org/indicator/FI.RES.XGLD.CD?locations=VE&name_desc=true

النامية تحقيق استقرار الأسعار للوصول لمعدل نمو اقتصادي يخرج الاقتصاد من حالة الانكماش التي تعرض لها خلال الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ وانهيار أسعار النفط عالمياً منتصف عام ٢٠١٤ وبالتالي تبين أن الدول المتقدمة منها وبعض الدول النامية خرجت من حالة الانكماش الحاد على الرغم من عدم وصولها إلى معدل التضخم ٢% لكنها كانت قريبة منه وذلك لتدخل عدة عوامل خارجية منها تباطؤ في اقتصاديات الدول الناشئة ، انخفاض اسعار النفط الخام . إلا فنزويلا التي أخفقت في خروج اقتصادها من حالة الركود الحاد وذلك لتداخل العوامل السياسية والاقتصادية والاجتماعية . وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الثانية ((يختلف تأثير تطبيق سياسة التيسير الكمي في الدول المتقدمة عن الدول النامية)).

٣- النتائج الإيجابية والسلبية لتجارب بعض البلدان :

١-٣ : التجربة اليابانية:

٣-١-١ النتائج الإيجابية :

١- ساهمت في تخفيض معدلات الفائدة الحقيقية من خلال التحكم بمنحى العائد (أسعار الفائدة قصير وطويلة الأجل) والتي أدت لحدوث تحسينات في النشاط الاقتصادي والأسعار بشكل رئيس وخروج الاقتصاد الياباني من حالة الانكماش.

٢- ساعدت المصارف الأضعف على الصمود وقت الصدمات المالية .

٣- ساهمت في تحقيق استقرار النظام المصرفي من خلال تخفيض أثر الأصول غير الجيدة أو المشكوك بتحصيلها من قبل النظام المصرفي من خلال رفع كميات السيولة فوق المستويات المطلوبة .

٤- إزالة مخاوف التمويل المستقبلية لدى الأفراد والشركات مما شجع عمليات الاستهلاك والاستثمار .

٥- تعافي الاقتصاد الياباني وتحسين مناخ الاستثمار واتضح ذلك من خلال ارتفاع أسعار الأسهم وتطور أداء بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية خلال الفترة ٢٠٠١ / ٢٠٠٧ حيث سجل الناتج المحلي الإجمالي GDP تطوراً بلغت أعلى نسبة له ٢,٢٤% سنة ٢٠٠٤ بعدما سجل ما نسبته ٠,١١% سنة ٢٠٠٢ ، كما انخفض معدل البطالة إلى ٣,٨% سنة ٢٠٠٧ بعدما تجاوز

٤,٥% خلال السنوات السابقة، وبلغ الدين العام الحكومي أقصى قيمة له سنة ٢٠٠٧ بنسبة قدرت بـ ١٣٤,٢١% ويرجع ذلك إلى التوسع في شراء الأصول المالية، أما معدل التضخم فقد سجل قيم موجبة سنتي ٢٠٠٦ / ٢٠٠٧ بنسب قدرت بـ ٠,٢٤% و ٠,٠٦% على التوالي^{٣٧} الأمر الذي دفع المصرف المركزي الياباني للاستمرار بسياسة التيسير الكمي للوصول إلى معدل التضخم المستهدف ٢% ولم يحدد إطار زمني لسياسة التيسير الكمي^{٣٨}.

٦- إن انخفاض قيمة الين الياباني مقابل الدولار الأمريكي وانخفاض مؤشر نيكاي بنسبة ٢٨% بين عامي ٢٠٠٢-٢٠٠٤، وبعد هذه الفترة انخفاض الدولار بنسبة ٢٢% و تعافي مؤشر نيكاي بنسبة ٢٠% أدى إلى تحقيق الاستقرار في الاقتصاد المالي الياباني^{٣٩}.

٣-١-٢ النتائج السلبية :

١- لجأت اليابان لتطبيق سياسة التيسير الكمي قبل التوسع المالي وهذا آخر التصحيح الهيكلي اللازم اتخاذه لإنقاذ الاقتصاد الياباني والذي قلل وأخر من تأثير السياسات النقدية .

٣- اعتماد الاقتصاد الياباني على الصادرات كمحرك رئيس للاقتصاد قلل من أثر التيسير الكمي في الاقتصاد الياباني .

٣-٢ : التجربة الأمريكية :

٣-٢-١ النتائج الإيجابية :

ساهمت سياسة التيسير الكمي التي طبقت في الولايات المتحدة الأمريكية بخروج الاقتصاد الأمريكي من حالة الانكماش التي تعرض لها بسبب الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ وتحسن جوهري في الأداء الاقتصادي على الرغم من عدم الوصول لمعدل التضخم المستهدف ٢% للأسباب الآتية^{٤٠}:

^{٣٧} صديقي ، أحمد والطبي، عبدالله ، دراسة تحليلية لانعكاسات سياسة التيسير الكمي على مناخ الاستثمار - دراسة حالة اليابان والولايات المتحدة الأمريكية ، JEGE ، Journal of Economic Growth and Entrepreneurship Spatial ، and entrepreneurial development studies laboratory ، Vol. 4 ، No. 2 ، ٢٠٢١ .

^{٣٨} تم <https://www.reuters.com/article/oegbs-japan-bank-ah6-idARAKN0I50BU20141016> استرجاعه بتاريخ ١-٤-٢٠٢٢.

^{٣٩} صلوح ، محمد العيد و ، بن حامد ، عبد الغني ، تقييم تجربة التمويل غير التقليدي في الجزائر بالإشارة إلى بعض التجارب الدولية ، مجلة الاستراتيجية والتنمية ، المجلد ١٠ ، العدد ٤٠ ، ٢٠٢٠ .

^{٤٠} زيوان ، سامية ، تقييم آلية التيسير الكمي بين الدول المتقدمة والدول النامية بالإشارة إلى حالة الجزائر في الفترة ٢٠٠١-٢٠١٨ ، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير ، اختصاص إدارة مالية ، قسم علوم التيسير ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التيسير ، جامعة العربي بن

١- انخفاض في أسعار الفائدة المتوسطة والطويلة الأجل نتيجة عمليات شراء الأصول المالية ، كما أدى دافع البحث عن عائدات أكبر إلى ارتفاع أسعار الأسهم الأمريكية بنسبة ١٩٠% منذ شهر آذار ٢٠٠٩ .

٢- شجعت الشركات على الاستثمار ، الارتفاع التدريجي لمعدلات النمو حيث بلغ معدل النمو الاقتصادي ٢,٤% في عام ٢٠١٥ ، انخفاض في معدلات البطالة التي بلغت ذروتها عام ٢٠٠٩ بنسبة ١٠% لتصل إلى ٥,٩% عام ٢٠١٧

٣- حقق المصرف المركزي أرباح ضخمة من عمليات بيع الأصول التي اشتراها سابقاً .

٤- انتعاش الصادرات الأمريكية نتيجة انخفاض في قيمة الدولار الأمريكي حيث أثر هذا الانخفاض على عملات وصادرات بعض الدول مثل الصين واليابان .

٥- ساهمت سياسة التيسير الكمي التي طبقت في الولايات المتحدة الأمريكية في التأثير على الاقتصاد العالمي خاصة بعد أن أعلن الاحتياطي الفيدرالي نيته الحد من عمليات الشراء الشهرية للأصول مما أدى لتدفق رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة بحثاً عن عائدات أعلى الأمر الذي أدى لانخفاض كبير في عملات هذه الدول مثل البرازيل ، تركيا ، الهند، وجنوب افريقيا .

٣-٢-٢ النتائج السلبية : لم تساهم سياسة التيسير الكمي في الوصول إلى معدل التضخم المستهدف والبالغ ٢% .

٣-٣: تجربة الاتحاد الأوروبي :

٣-٣-١ النتائج الإيجابية : شجعت سياسة التيسير الكمي التي طبقت في الاتحاد الأوروبي الأسر والشركات الصغيرة في منطقة اليورو على الاقتراض نتيجة انخفاض تكلفة القروض المصرفية مما أدى لارتفاع في معدلات النمو والتي انعكست إيجاباً على اقتصاد منطقة اليورو التي شهدت توسعاً اقتصادياً قوياً وواسع النطاق بشكل متزايد نهاية عام ٢٠١٧^{٤١} . إن أهم

مهدي ،أم البواقي، ص٧٨-٧٩ ،الجزائر ، ٢٠١٩ .

^{٤١} التقرير السنوي للمصرف المركزي الأوروبي ٢٠١٨ ، على الموقع الرسمي :

<https://www.ecb.europa.eu> .

النتائج أو الآثار الإيجابية التي حدثت في منطقة اليورو من تطبيق سياسة التيسير الكمي نجزها وفق الآتي^{٤٢}:

١- انتعاش كبير في سوق العمل عام ٢٠١٨ وظهر ذلك من خلال زيادة التوظيف بمقدار ١٠ ملايين شخص منذ الانخفاض الذي وقع في منتصف عام ٢٠١٣ ، وانخفاض معدل البطالة إلى ٧,٨% في كانون الأول ٢٠١٨ وهو أدنى معدل منذ تشرين الأول ٢٠٠٨ . هذا الانتعاش أدى إلى تحقيق نمو ثابت للأجور واسع النطاق حيث بلغ معدل نمو الأجور ٢,٢% في الربع الأخير لعام ٢٠١٨ . وساعدت زيادة كل من الأجور والعمالة في دعم الانفاق الاستهلاكي وتحقيق مرونة في الاقتصاد المحلي.

٢- ارتفاع في معدل الاستهلاك الخاص في منطقة اليورو خلال عام ٢٠١٨ حيث بلغ ١,٣% مدعوماً بدخل قوي وظروف تمويل مناسبة .

٣- دعم الاستثمار التجاري في منطقة اليورو في عام ٢٠١٨ نتيجة استمرار نمو الطلب المحلي وظروف التمويل المناسبة وربحية الشركات ، أيضا ازداد الاستثمار في القطاعات التي تواجه قيوداً في التمويل مثل قطاع النقل.

٤- استمر الاستثمار في قطاع البناء السكني وغير السكني في التحسن خلال عام ٢٠١٨ حيث بلغت نسبة القيمة المضافة ٤% من إجمالي القيمة المضافة للقطاعات الاقتصادية في عام ٢٠١٨.

٥- انخفاض نسبة العجز الحكومي في عام ٢٠١٨ إلى ٠,٦% من الناتج المحلي الإجمالي وهي أدنى نسبة وصلت إليها منطقة اليورو منذ بداية الاتحاد الاقتصادي والنقدي (EMU) عام ١٩٩٩ ، ساهم هذا الانخفاض في انخفاض نسبة إجمالي الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي من ٨٦,٦% في عام ٢٠١٧ إلى ٨٤,٨% في عام ٢٠١٨.

٦- ارتفاع معدل التضخم من ١,٥% عام ٢٠١٧ إلى ١,٧% عام ٢٠١٨ .

٧- ظلت معدلات سوق المال وعائدات السندات طويلة الأجل عند مستويات منخفضة .

^{٤٢} نفس المرجع السابق .

٨- ارتفع معدل النمو السنوي للقروض المصرفية لشركات التمويل الوطنية بشكل أكبر في عام ٢٠١٨.

٩- وصل حجم الميزانية العمومية إلى مستوى تاريخي مرتفع بلغ ٤,٧ تريليون يورو عام ٢٠١٨ للمصرف المركزي الأوروبي .

١٠- بحلول نهاية عام ٢٠١٧ شهد اقتصاد منطقة اليورو توسعاً اقتصادياً قوياً وواسع النطاق بشكل متزايد حيث بلغ معدل النمو في تلك الفترة ٢,٥% ليتراجع في عام ٢٠١٨ إلى ١,٨% نتيجة ضعف التجارة العالمية و المخاطر السياسية المتعلقة بخروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي والحماية التجارية .

١١- ساهم برنامج التيسير الكمي بتحقيق فوائض في الاحتياطيات بلغت ١,٩ تريليون يورو نتيجة زيادة موجودات المصرف المركزي الأوروبي بقيمة ٢,٣ تريليون يورو^{٤٣}.

٣-٣-٢ النتائج السلبية^{٤٤}:

١- اتساع الفجوة بين دول اقتصاديات منطقة اليورو ودول الجنوب التي تعاني اقتصادياً بسبب تدفق الأموال إلى ألمانيا ونزوحها من إيطاليا وإسبانيا .

٢- لم تساهم سياسة التيسير الكمي في منطقة اليورو بالوصول إلى معدل التضخم المستهدف ٢% قد يكون السبب اتباع منطقة اليورو لسياسة نقدية موحدة وتعدد السياسات المالية .

٣- كانت غاية المصرف المركزي الأوروبي من المشتريات الشهرية للسندات والتي بلغت ذروتها عامي ٢٠١٦-٢٠١٧ بـ ٨٠ مليار يورو شهرياً هو ضخها في الأسواق الأوروبية إلا أن معظم تلك الأموال تتجه إلى المصارف الألمانية باعتبارها تتمتع باقتصاد قوي خاصة في قطاع الصادرات وتبقى هناك، حيث قدرت صافي المدفوعات المتجهة إلى تلك

^{٤٣} بومفيخة ، مروة و زويد ، دلال ، فعالية السياسة النقدية غير التقليدية دراسة حالة البنك المركزي الأوروبي ٢٠٠٨-٢٠١٧ ، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ن اختصاص اقتصاد مالي ومصرفي ، قسم العلوم الاقتصادية والتجارية ، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التيسير ، المركز الجامعي عبد الحفيظ بالصوف ميله ، الجزائر ، ٢٠١٩ .

^{٤٤} دودو، نبيلة و عبد الرزاق ، فوزي ، التيسير الكمي لمواجهة الأزمات المالية - دراسة التجربة الأمريكية والأوروبية ، مجلة الاقتصاد والمالية ، المجلد ٥٥ ، العدد ٠١ ، ٢٠١٩ .

المصارف بـ ١٧,٢ مليار دولار في آب ٢٠١٦ ، وعلى العكس من ذلك شهدت كل من إيطاليا وإسبانيا ارتفاع صافي التزاماتها إلى أعلى مستوياتها في آب ٢٠١٦ .

وهذه النتائج اختلفت من دولة إلى أخرى وبالتالي هذا لا يعني أن تطبيق سياسة التيسير الكمي غير مجدية .

٣-٤ : التجربة الجزائرية^{٤٥} :

٣-٤-١ النتائج الإيجابية :

١- تحقيق فائض كبير في السيولة بعد العجز الذي أصاب النظام المصرفي قبل تطبيق برنامج التيسير الكمي حيث بلغت السيولة في الأشهر الأولى عام ٢٠١٨ حوالي ١٥٠٠ مليار دينار .

٢- أدى تحقيق فائض السيولة إلى تثبيت أسعار الفائدة قصيرة الأجل عند سعر ٥% بين المصارف عام ٢٠١٧ .

٣- ضمان استمرار مسار التنمية الاقتصادية والاجتماعية وتمويل عجز الميزانية العمومية من خلال استكمال تنفيذ البرامج المتوقفة حيث تم رفع التجميد عن ٢٠٠٠ مشروع ضمن القطاعات ذات الأولوية الاقتصادية منذ أيلول ٢٠١٧ لغاية شباط ٢٠١٩ .

٤- تجنب الدولة من الوقوع في فخ الاستدانة الخارجية والتبعية السياسية والاقتصادية جراء توفر السيولة.

٥- عدم فرض ضرائب جديدة على المواطنين لتغطية النفقات العامة .

٦- توفير التمويل اللازم لتغطية جانب من النفقات العامة كالأجور ونفقات دعم المواد الاستهلاكية والتي كان لها أثر كبير في تخفيف الآثار التضخمية على المستوى المعيشي للأفراد .

^{٤٥} زيوان ، سامية ، تقييم آلية التيسير الكمي بين الدول المتقدمة والدول النامية بالإشارة إلى حالة الجزائر في الفترة ٢٠٠١-٢٠١٨ ، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير ، اختصاص إدارة مالية ، قسم علوم التيسير ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي ، أم البواقي، الجزائر ، ٢٠١٩ .

٧- ضمان استمرارية المشاريع الاستثمارية وبالتالي استمرارية الإنتاج وتوفير فرص عمل للمواطنين لما يعكسه من آثار ايجابية على معدل البطالة .

٨- ساهمت هذه السياسة في إقرار عدة اصلاحات هيكلية في القطاع المالي أهمها تعزيز قدرات التنبؤ للنفقات العامة للدولة وادخال برامج حديثة ومتطورة لإعداد وتنفيذ الميزانية العمومية للدولة .

٣-٤-٢ النتائج السلبية : نتج عن استخدام سياسة التيسير الكمي مجموعة من الآثار السلبية نذكر منها^{٤٦} :

١- ارتفاع مؤشر أسعار المستهلك مما أدى إلى تفاقم مشكلة التضخم نتيجة زيادة عرض النقود .

٢- تدهور سعر صرف العملة نتيجة تدني القدرة الشرائية للدينار الجزائري .

٣- ارتفاع المديونية العامة الداخلية أو الدين الحكومي حيث شكلت نسبة الدين الحكومي إلى الناتج المحلي الاجمالي ٣٥% نتيجة توسع المصرف المركزي في اقراض الخزينة العامة .

وهذه النتائج السلبية تعتبر مقبولة إذا ما قورنت بالنتائج الإيجابية التي تحققت من سياسة التيسير الكمي .

٣-٥ : التجربة الفنزويلية :

٣-٥-١ النتائج الإيجابية :رغم توفر السيولة نتيجة تطبيق سياسة التيسير الكمي لكن هذه السيولة لوحدها لا تكفي لمعالجة المشكلة .

٣-٥-٢ النتائج السلبية :

١-ارتفاع التضخم : ترافق مع استمرار الحكومة بتأمين الحاجات الأساسية للسوق من مواد غذائية وأدوية عن طريق الاستيراد والممولة من خلال طباعة المزيد من النقود (التمويل

^{٤٦} نفس المرجع السابق .

التضخمي) أو التمويل بالعجز نشوء معدلات تضخمية حلزونية تتضاعف كل 26 يوماً والمعروفة باسم "التضخم المفرط Hyper Inflation"، حيث وصلت عامي 2015-2016 على التوالي إلى 121,7% - 254,90%^{٤٧} إذ تم مقارنتها بمعدل التضخم عام 2014 والذي وصل إلى 62,20%.

2- انخفاض حاد في قيمة العملة المحلية (البوليفار) أمام الدولار : ترافق مع ارتفاع سعر صرف العملة المحلية (البوليفار) مقابل الدولار انخفاض في قيمة العملة المحلية والسبب وراء هذا الانخفاض قيام المضاربين برفع سعر الدولار في السوق السوداء مما دفع الحكومة الفنزويلية لطباعة المزيد من النقود الأمر الذي أدى إلى انكماش العملة الوطنية بشكل كبير ، حيث تجاوز سعر الصرف في السوق السوداء 1000 بوليفار مقابل دولار واحد عام 2016 و 84000 بوليفار مقابل دولار واحد في 16 تشرين الثاني عام 2017 في حين بلغ سعر صرف البوليفار الرسمي مقابل الدولار خلال الأعوام^{٤٨} المبينة في الجدول وفق الآتي :

الجدول 2 : سعر صرف البوليفار الرسمي مقابل الدولار الأمريكي

الأعوام	2013	2014	2015	2016	2017
سعر الصرف	6,05	6,28	6,28	6,26	9,97

المصدر : الجدول من إعداد الباحثة بالاعتماد على الإحصاءات المالية الدولية لصندوق النقد الدولي .

هذا الاختلاف بين السعر الرسمي والسعر في السوق السوداء أدى إلى انخفاض في قيمة العملة المحلية للحكومة الفنزويلية

^{٤٧} صندوق النقد الدولي ، الإحصاءات المالية الدولية وملفات البيانات ، على الموقع الرسمي :

https://data.albankaldawli.org/indicator/FI.RES.XGLD.CD?locations=VE&name_desc=true

^{٤٨} صندوق النقد الدولي ، الإحصاءات المالية الدولية وملفات البيانات ، سعر الصرف الرسمي . على الموقع الرسمي :

https://data.albankaldawli.org/indicator/FI.RES.XGLD.CD?locations=VE&name_desc=true

٤- النتائج والمقترحات :

النتائج : طبقت سياسية التيسير الكمي من قبل الدول المتقدمة نتيجة تأثر اقتصادها بالأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ التي أحدثت ركوداً حاداً في اقتصادها . بينما طبقت سياسة التيسير الكمي في الدول النامية نتيجة انهيار أسعار النفط عالمياً منتصف عام ٢٠١٤ كون اقتصادها اقتصاد ريعي يعتمد بالدرجة الأولى على الصادرات النفطية مما جعل اقتصادها شديد الحساسية لتقلبات أسعار النفط . فمن خلال استعراض واقع سياسة التيسير الكمي بالاستناد لتجارب بعض الدول المتقدمة والنامية تمكنا من الوصول إلى النتائج الآتية :

١- حققت سياسة التيسير الكمي سواء في الدول المتقدمة وبعض الدول النامية ارتفاعاً في معدلات النمو الاقتصادي وانخفاضاً في معدلات البطالة .

٢- حققت سياسة التيسير الكمي سواء في الدول المتقدمة وبعض الدول النامية فائض في السيولة شجع على عملية الاستثمار والاستهلاك .

٣- انخفاض في قيمة العملة المحلية مقابل الدولار سواء الدول المتقدمة من بينها الولايات المتحدة الأمريكية والدول النامية أدى إلى انتعاش صادرات تلك الدول.

٤- انخفاض نسبة العجز الحكومي في منطقة اليورو في عام ٢٠١٨ إلى ٠,٦% من الناتج المحلي الإجمالي الذي ساهم في انخفاض نسبة إجمالي الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى ٨٤,٨% عام ٢٠١٨ مقارنة بعام ٢٠١٧ الذي بلغ ٨٦,٦% . أما في بعض الدول النامية أدت سياسة التيسير الكمي إلى ارتفاع المديونية العامة الداخلية (الدين الحكومي) حيث شكلت نسبة الدين الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي ٣٥% نتيجة توسع المصرف المركزي في اقراض الخزينة العامة .

٥- إن توفير السيولة جراء تطبيق سياسية التيسير الكمي سواء في الدول المتقدمة والدول النامية ساهمت في تحقيق استقرار النظام المصرفي .

٦- إن هدف الدول المتقدمة من تطبيق سياسة التيسير الكمي الوصول إلى معدل التضخم

المستهدف ٢% ، بينما هدف الدول النامية تخفيض معدلات التضخم . وتبين من خلال

استعراض التجارب بأن الدول المتقدمة لم تصل ببعض البلدان إلى المعدل المستهدف ٢% وإنما

قريباً منه وذلك لعدة أسباب منها البدء بتطبيق سياسة التيسير الكمي قبل التوسع المالي مثل

اليابان أيضاً اتباع منطقة اليورو سياسة نقدية موحدة وتعدد السياسات المالية. بينما الدول

النامية تضاعفت معدلات التضخم وبشكل حلزوني عُرفت باسم التضخم المفرط Hyper Inflation" نتيجة زيادة عرض النقود ويعود السبب للطبيعة الاقتصادية لتلك الدول التي تعتمد على صادرات قطاع المحروقات بالدرجة الأولى وجمود جهازها الانتاجي بالدرجة الثانية مثال على ذلك فنزبلا.

٥- المقترحات : لقد توصلت الدراسة إلى العديد من المقترحات وفق الآتي :

- ١- ترشيد في السياسة المالية خاصة في الدول النامية لتخفيض الدين الحكومي وذلك بتوجيه السيولة نحو القطاعات الأكثر انتاجية مما ينعكس ايجاباً على السياسة المالية بشكل خاص والاقتصاد المحلي بشكل عام .
- ٢- على الدول النامية أن توجه السيولة الناتجة عن سياسة التيسير الكمي نحو القطاعات الأكثر انتاجية لتفعيل دورها في الحياة الاقتصادية مما ينعكس ايجاباً على باقي القطاعات وبالتالي تخفيض نسبة الدين الحكومي .

المراجع :

المراجع باللغة العربية :

- دوبا ، محمد ، أثر إجراءات التيسير الكمي للولايات المتحدة الأمريكية في الأسواق الناشئة، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلاقات الاقتصادية الدولية ، كلية الاقتصاد ، جامعة حلب ، سورية . ٢٠١٨ .
- دودو ، نبيلة و عبد الرزاق ، فوزي ، السياسة النقدية غير التقليدية لإدارة الأزمات المالية - دراسة تجرية التيسير الكمي في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا ،مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال ، المجلد (٥٦) ، العدد (٥٤) ، الجزائر ، ٢٠٢٠ .
- لزرق، يوسف و عياش ، قويدر ، أثر السياسة النقدية في ظل تطبيق التيسير الكمي في الجزائر ، مجلة آفاق علمية ، المجلد (١٢) العدد (٥٤) ، ٢٠٢٠ .
- سي محمد ، كمال ، *الاقتصاد النقدي* ، ط١ (٥١) ، دار صفاء للنشر والتوزيع والنشر ، عمان .٢٠١٧ .
- صاري ، علي ، البنوك المركزية وقدرتها على الممارسات غير التقليدية ، مجلة الاقتصاد والمالية ، المجلد ٥٢ ، العدد ٥١ ، جامعة حسيبة بن بوعلي ، السلف ، الجزائر ، ٢٠١٦ .
- زيوان ، سامية ، تقييم آلية التيسير الكمي بين الدول المتقدمة والنامية بالإشارة إلى حالة الجزائر في الفترة ٢٠٠١-٢٠٠٨ ، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير ، اختصاص إدارة مالية ، قسم علوم التيسير ، كلية الاقتصاد والتجارة وعلوم التيسير ، جامعة العربي بن مهيدي ، أم البواقي ، الجزائر ، ٢٠١٨-٢٠١٩ .
- علالو، عبد الصمد و بوملاح ، أسامة ، الاتجاهات الحديثة إدارة السياسة النقدية في ظل الأزمة الاقتصادية - دراسة تجرية التيسير الكمي وأسعار الفائدة السالبة ، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم المالية والمحاسبية ، اختصاص مالية المؤسسة ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التيسير ، جامعة أكلي مهند أولحاج - اليويرة ، الجزائر ، ٢٠١٨ .
- الطاهر ، شليحي ،الميزانية العامة للدولة في ظل تقلبات أسعار البترول - حالة الجزائر (٢٠٠٠-٢٠١٦) ،مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية ، العدد الرابع ، بدون تاريخ .
- منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول (أوبك) ، التقارير الإحصائية السنوية لعامي ٢٠١٤ ، ٢٠١٥ ، ٢٠١٦ ، ٢٠١٧ . على الموقع الرسمي [http //:oapecorg.org](http://:oapecorg.org)
- .التقارير السنوية للمصرف الجزائري للأعوام من ٢٠١٣ حتى ٢٠١٨ .
- هذباء يونس، هدى و مدوخ ، ماجدة ، أثر سياسة التيسير الكمي على المستوى العام للأسعار في الجزائر ، مجلة آفاق علمية ، المجلد ١١ ، العدد ٥٢ ، ٢٠١٩ ، ص ٣٥٠ .
- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ، العدد ٥٧ ، ٢٠١٧ .
- محسن ، عادل و بركة، محمد . قراءة في بعض التجارب الدولية في التيسير الكمي - أهم النتائج والدروس. المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية ، المجلد ٥٨ ، العدد ٥٢ ، ٢٠٢١ .

- صديقي ، أحمد و الطيبي، عبدالله ، دراسة تحليلية لانعكاسات سياسة التيسير الكمي على مناخ الاستثمار - دراسة حالة اليابان والولايات المتحدة الأمريكية ، Journal of Economic Growth ، Spatial and entrepreneurial development studies ، and Entrepreneurship JEGE laboratory ، Vol. 4 ، No. 2 ، 2021 .
- صلوح ، محمد العيد و ، بن حامد ، عبد الغني ، تقييم تجربة التمويل غير التقليدي في الجزائر بالإشارة إلى بعض التجارب الدولية ، مجلة الاستراتيجية والتنمية ، المجلد 10 ، العدد 04 ، 2020 .
- التقرير السنوي للمصرف المركزي الأوروبي 2018 ، على الموقع الرسمي : <https://www.ecb.europa.eu> .

- بومفيخة ، مروة و زويد ، دلال ، فعالية السياسة النقدية غير التقليدية دراسة حالة البنك المرزي الأوروبي 2008-2017 ، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ن اختصاص اقتصاد مالي ومصرفي ، قسم العلوم الاقتصادية والتجارية ، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التيسير ، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف مبله ، الجزائر ، 2019 .
- دودو، نبيلة و عبد الرزاق ، فوزي ، التيسير الكمي لمواجهة الأزمات المالية - دراسة التجربة الأمريكية والأوروبية ، مجلة الاقتصاد والمالية ، المجلد 05 ، العدد 01 ، 2019 .

Foreign references

- Boneva, Lena ,others, THE IMPACT OF QE ON LIQUIDITY: EVIDENCE FROM THE UK
 - CORPORATE BOND PURCHASE SCHEME, Cambridge Working Papers in Economics, Faculty of Economics, University of CAMBRIDGE,2019.
 - Horst, Maximilian; Neyer, Ulrike, The impact of quantitative easing on bank loan supply and monetary policy implementation in the euro area , DICE Discussion Paper, No. 325 Düsseldorf Institute for Competition Economics (DICE) University, Germany,2019.
 - Krishnamurthy , arvind &, Jorgensen , annette vissing , The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy, Northwestern University, Brookings Papers on Economic Activity, Fall 2011.
 - Ito, Takatoshi,. Mishkin ,Frederic S," Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem", Monetary Policy under Very Low Inflation in the Pacific Rim, NBER-EASE, Vol 15, National Bureau of Economic Research, university of Chicago Press, 2006. <http://www.nber.org/chapters/c0092>.
 - Bank of Japan, New Framework for Strengthening Monetary Easing: "Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve Control", September 21, 2016.
 - Haseeth, Christina, The effect of Quantitative Easing on the EUR/USD exchange rate, Master's Thesis, academic, Faculty of Economics and Business, University van Amsterdam, 2016-2017.
 - ¹Rapport annuel 2018de la BCE, Banque centrale européenne, 2019 accessible, sur : <https://publications.banque-france.fr/P29>.
 - International Energy Statistics, <http://www.eia.gov/CFapps/ipdbproject/IEDIndex3.cfm?tid=5&pid=57&aid=6>
 - BANCO CENTRAL DE VENEZUELA.
 - صندوق النقد الدولي ، الإحصاءات المالية الدولية ، على الموقع https://data.albankaldawli.org/indicator/FI.RES.XGLD.CD?locations=VE&name_desc=true
- <https://www.reuters.com/article/oegbs-japan-bank-ah6-idARAKCN0I50BU20141016>
تم استرجاعه بتاريخ ١-٤-٢٠٢٢
- صندوق النقد الدولي ، الإحصاءات المالية الدولية وملفات البيانات ، على الموقع الرسمي : https://data.albankaldawli.org/indicator/FI.RES.XGLD.CD?locations=VE&name_desc=true
 - صندوق النقد الدولي ، الإحصاءات المالية الدولية وملفات البيانات ، سعر الصرف الرسمي . على الموقع الرسمي: https://data.albankaldawli.org/indicator/FI.RES.XGLD.CD?locations=VE&name_desc=true