

فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية<sup>1</sup>

- دراسة تجارب بعض الدول المتقدمة -

## The effectiveness of quantitative easing policy in the face of financial crises

- A study of the experiences of some developed countries-

عزالدين نادية<sup>1</sup>، عولمي بسمة<sup>2</sup><sup>1</sup> جامعة سطيف 1 (الجزائر)، aznadia12@gmail.com<sup>2</sup> جامعة عنابة (الجزائر)، aoulmib@yahoo.fr

تاريخ الاستلام: 09/02/2019 تاريخ القبول: 26/08/2020 تاريخ النشر: 28/09/2020

**ملخص:**

بعد انفجار الأزمة المالية في أواخر سنة 2008، اضطرت البنوك المركزية في الدول المتقدمة إلى التوجه نحو تنفيذ مجموعة من الأساليب والإجراءات غير التقليدية من أجل التخفيف من عواقب الانهيار وإعادة الانتعاش الاقتصادي، فاستخدمت أدوات نقدية غير تقليدية مثل سياسة سعر الفائدة الصفرية، التيسير الائتماني، التيسير الكمي وغيرها من مبادرات السياسة النقدية غير التقليدية. ويهدف البنك المركزي من خلال سياسة التيسير الكمي إلى الحفاظ على معدلات الفائدة في السوق عند المستوى المستهدف. وبالمقارنة بين الولايات المتحدة، اليابان ومنطقة اليورو، يتعين على بنك اليابان الاستمرار في رحلته المنفردة لتوسيع الميزانية العمومية للحفاظ على أسعار الفائدة منخفضة لتفويض التضخم الذي لا يزال في مستوى منخفض.

**كلمات مفتاحية:** سياسة نقدية غير تقليدية، سعر فائدة صفرية، تيسير ائتماني، تيسير كمي.

تصنيفات JEL: E52، E58، G21

**Abstract:**

After the financial crisis in late 2008, central banks in developed countries were forced to adopt a range of unconventional tools and measures to mitigate the consequences of the collapse and facilitate economic recovery. They used unconventional monetary policy tools such as zero interest-rate policy, qualitative easing, quantitative easing and other unconventional monetary policy initiatives. The central bank aims through quantitative easing policy to maintain market interest rates at the specified target. On a comparative study of the US, Japan and the euro zone, the Bank of Japan should continue its single trip to expand the balance sheet to keep interest rates low to stimulate inflation, which is still at a low level.

**Keywords:** Unconventional Monetary Policy; Zero Interest Rate; Qualitative Easing; Quantitative Easing.

**JEL Classification Codes:** E52 ; E58 ; G21

<sup>1</sup> المؤلف المرسل: عزالدين نادية، الإيميل: aznadia12@gmail.com

## المقدمة:

منذ بداية الأزمة المالية التي انفجرت في أواخر سنة 2008، شهدت أغلب الاقتصاديات المتقدمة ركودا اقتصاديا دفع بالسلطات النقدية لأهم البلدان المتقدمة إلى الانتقال من السياسة النقدية التقليدية إلى مجموعة من السياسات غير التقليدية التي استهدفت متغيرات اقتصادية كمية غير معتادة مثل سياسة سعر الفائدة الصفرية، التيسير الائتماني، التيسير الكمي وغيرها من المستهدفات الخاصة بالسياسة النقدية غير التقليدية.

وتعتبر سياسة التيسير الكمي من الأدوات المستحدثة التي انتهجتها البنوك المركزية في أغلب الدول المتقدمة لمعالجة أزمات السيولة التي عصفت بالبنوك والمؤسسات المالية وقادت إلى حدوث أزمات اقتصادية.

وللإحاطة بـ<sup>١</sup>يثيات هذا الموضوع ارتأينا طرح التساؤل التالي:

ما مدى فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان ومنطقة اليورو؟

وللإجابة على هذا التساؤل سننطلق من الفرضية الرئيسة والتي مفادها أن فعالية سياسة التيسير الكمي تختلف من دولة إلى أخرى تبعا لظروف وطريقة استخدامها. ومن خلال المسح المكتبي الذي تم القيام به<sup>٢</sup>، قبل الشروع في الدراسة، على العديد من المراجع والدراسات العربية والأجنبية، تبين أن سياسة التيسير الكمي من الموضوعات الحديثة التي لم تنل نصيبها من الدراسة والبحث<sup>٣</sup> خصوصا باللغة العربية. ومن بين الدراسات التي تناولت موضوع التيسير الكمي، نذكر ما يلي:

- دراسة أعدها يوقي هيروشي (Ugai, 2006)، بعنوان:

Effects of quantitative easing policy: a survey of empirical analyses,

تناول فيها آثار سياسة التيسير الكمي التي تم تنفيذها من طرف بنك اليابان في الفترة الممتدة من مارس 2001 إلى مارس 2006، أكدت بأن الالتزام بهذه السياسة عزز التوقعات بأن سعر الفائدة الصفري سيستمر في المستقبل، وهذا يعني أن هذا الالتزام ضمن ثقة السوق. وكانت هناك مراحل عززت فيها هذه التوقعات زيادة أرصدة الحسابات الجارية التي تـ<sup>٤</sup>تفظ بها المؤسسات المالية في بنك اليابان. بالإضافة إلى أن هذه السياسة ساهمت في الحفاظ على استقرار السوق المالية وخلق بيئة مالية ملائمة.

- دراسة أعدها روبينو ماثيو (Rubino, 2015)، بعنوان:

The effects of quantitative easing in the United States: implications for future central bank policy makers,

تناول فيها آثار سياسة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية باستخدام نماذج مختلفة تشمل نموذج منقذ العائد ونموذج التضخم ونموذج عرض النقد ونموذج النشاط الاقتصادي، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن جهود التيسير وسياسة التيسير الكمي أضفت قيمة للاقتصاد الأمريكي وبنسب متفاوتة، وإن كانت جولة التيسير الكمي الأولى QE1 قد أثرت سلباً على الاقتصاد الأمريكي في بعض النواحي.

- دراسة أعدها وودفورد مايكل (Woodford, 2016)، بعنوان:

Quantitative easing and financial stability,

قارن فيها بين ثلاثة أبعاد بديلة لسياسة البنك المركزي (سياسة سعر الفائدة التقليدية، سياسة التيسير الكمي، السياسة الاحترازية الكلية) من حيث أثرها على الطلب الكلي والاستقرار المالي. وتوصل إلى أن توسيع الميزانية العمومية للبنك المركزي بشكل منهجي مع التشديد المناسب للسياسة الاحترازية الكلية يمكن أن يكون له أثر توسعي على الطلب الكلي دون زيادة خطر الاستقرار المالي. وأشار إلى أن سياسة التيسير الكمي قد تكون مفيدة ليس فقط عند تعذر استخدام سياسة سعر الفائدة التقليدية، ولكن أيضاً عند عدم الرغبة في خفض أسعار الفائدة بسبب مخاوف الاستقرار المالي.

- دراسة شوغبي أبيودن وستيلي جيمس (Shogbuyi & Steeley, 2017)، بعنوان:

The effect of quantitative easing on the variance and covariance of the UK and US equity markets,

تناولوا فيها تأثير سياسة التيسير الكمي على كل من التباين والتغاير في أسواق الأسهم في المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية، وقد وجدوا أن عمليات التيسير الكمي قد قللت من تقلبات أسعار الأسهم بشكل عام، إلا أنها أدت إلى زيادة التباين بين أسواق الأسهم في المملكة المتحدة والولايات المتحدة.

- دراسة الجسار سليمان وموسى عماد (Al-Jassar & Moosa, 2018)، بعنوان:

The effect of quantitative easing on stock prices: a structural time series approach,

تم فيها تقدير واختبار نموذج السلاسل الزمنية الهيكلية لفحص تأثير سياسة التيسير الكمي على أسعار الأسهم الأمريكية. وقد أظهرت النتائج أن سياسة التيسير الكمي كان لها تأثير كبير، ولكن ليس حصرياً، على أسعار الأسهم التي تأثرت أيضاً ببعض المتغيرات الأخرى. وقد تم تقديم العديد من التفسيرات للارتفاع في سوق الأسهم الأمريكية في فترة ما بعد التيسير الكمي، خاصة منذ انتخاب دونالد ترامب.

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق هدف بحثي يواكب أهم التطورات المحلية والدولية الحاصلة في المجال المالي والنقدي، وهو التعرف على مفهوم إحدى الأدوات الحديثة للسياسة النقدية غير التقليدية المتمثلة في أداة التيسير الكمي من حيث أسباب نشوئها وفعاليتها استخدامها، نظراً للاهتمام المتزايد بهذا الموضوع الحيوي المهم في مظهره والمعقد في تحليله ودراسته. وللإلمام بجوانب الموضوع، قسمنا البحث إلى ثلاث عناصر:

أولاً: أسباب الأزمة المالية؛

ثانياً: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية؛

ثالثاً: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية في بعض الدول المتقدمة.

أولاً: أسباب الأزمة المالية

إن التشخيص الدقيق والمحايد لأسباب الأزمة هو مفتاح علاجها السليم والموضوعي، ومن الأسباب التي ادت لحدوث أزمة 2008 ذات الأبعاد الكبرى على الاقتصاد الأمريكي وبالتالي العالمي، نذكر ما يلي:

1- عدم الالتزام بمعايير الجودة الائتمانية: اتبعت الحكومة الأمريكية في بداية سنة 2002 شعاراً يقضي بتملك كل مواطن أمريكي لسكنياً، ولتحقيق هذا الهدف قامت بتخفيض معدلات الفائدة بشكل كبير، الأمر الذي أدى إلى تهافت البنوك في تمويل الزبائن الذين يرغبون في شراء عقارات بمساهمة أولية ضعيفة وبأجال طويلة تصل إلى 45 سنة. (بلطاس، 2009، صفح 13)

2- الظروف الخاصة بمنح القروض: إن منح القروض في الولايات المتحدة الأمريكية لم يكن كلاً بلسن نية، بل أحاطت بشبهات فساد، خاصة نتيجة لارتباط دخول الإدارة العليا مع ما تحققه تلك البنوك من أرباح على المدى القصير دون ربطها بالمصالح طويلة الأجل للمساهمين. ولا يمكن هنا إغفال الدور السلبي الذي لعبته وكالات تقييم الجدارة الائتمانية التي لم تلتزم بالأسس السليمة في التقييم، وقد شاب تقديراتها عدم الموضوعية. (المركز المصري للدراسات الاقتصادية، 2008، صفح 2)

وتتلخص شروط منح القروض لتمويل عملية شراء عقار في ما يلي: (النجار، 2009، صف 27)

(49)

- إن أسعار الفائدة متغيرة وليست ثابتة وتكون منخفضة في البداية ثم ترتفع مع الزمن.
- إن أسعار فائدة القرض العقاري ترتفع بصفة تلقائية كلما رفع البنك المركزي أسعار الفائدة.
- كلما تأخر المقترض عن دفع أي قسط من القرض يُلَ أجلاً فإن أسعار الفائدة تتضاعف بثلاثة مرات.
- المدفوعات الشهرية الأولى لا تذهب إلى ملكية أي جزء من العقار إلا بعد مرور ثلاث سنوات. وبعد اتخاذ القرار سنة 2005 من قبل البنك الاحتياطي الأمريكي برفع معدلات الفائدة من 2% إلى حوالي 5.7%، أصبح أغلب الذين استفادوا من قروض سكنية غير قادرين على تسديد مستقاتهم الشهرية. (بلطاس، 2009، صف 53) فقامت البنوك بعرض هذه البيوت في السوق بهدف استرجاع المبالغ المستتقة، مما أدى إلى زيادة العرض وانخفاض أسعار العقارات بدرجة كبيرة وهذا ما أدى إلى نشوب الأزمة المالية. (السعدي، 2009، صف 163)
- 3- إساءة استعمال عملية التوريد: لقد توسعت البنوك في منح القروض، مما خلق طلباً متزايداً على العقارات، وأدى ذلك إلى انخفاض أسعارها، وكانت البنوك قد باعت تلك القروض إلى شركات التوريد التي أصدرت بها سندات طرحتها للاكتتاب العام، فترتب عن كل رهن مجموعة من الديون. ولقد لجأت البنوك التي منحت القروض العقارية إلى شركات التأمين لتغطية مخاطر عدم التسديد كبديل للهوامش الائتمانية، وبالتالي عندما عجز المستفيدين عن تسديد مستقاتهم الشهرية بداية من 2006 انتقلت الأزمة إلى قطاع التأمينات إضافة إلى القطاع المالي المصرفي. (بلطاس، 2009، صف 14)
- 4- نقص أو انعدام الرقابة أو الإشراف الكافي على المؤسسات المالية الوسيطة: تخضع البنوك التجارية في معظم الدول لرقابة دقيقة من طرف البنك المركزي ولكن هذه الرقابة تضعف أو حتى تنعدم بالنسبة للمؤسسات المالية الأخرى مثل بنك الاستثمار وسماسرة الرهون العقارية، أو الرقابة على المنتجات المالية الجديدة مثل المشتقات المالية أو الرقابة على الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية، وبالتالي تشجع المستثمرين على الإقبال على الأوراق المالية. (البلاوي، 2008) فلقد أثبتت أزمة الرهن العقاري الأمريكية وما ترتب عنها من إفلاس العديد من الشركات الكبيرة فشل مجالس الإدارة في القيام بدورها الإشرافي بطريقة جيدة بالشكل الذي يضمن حماية حقوق المساهمين وضبط أداء الشركات، وخاصة في بعض المؤسسات المالية أين ساهم ضعف هذا الإطار والتقدير الضعيف للمخاطر بقدر كبير في حدوث الأزمة. (سدر، 2019، صف 114)

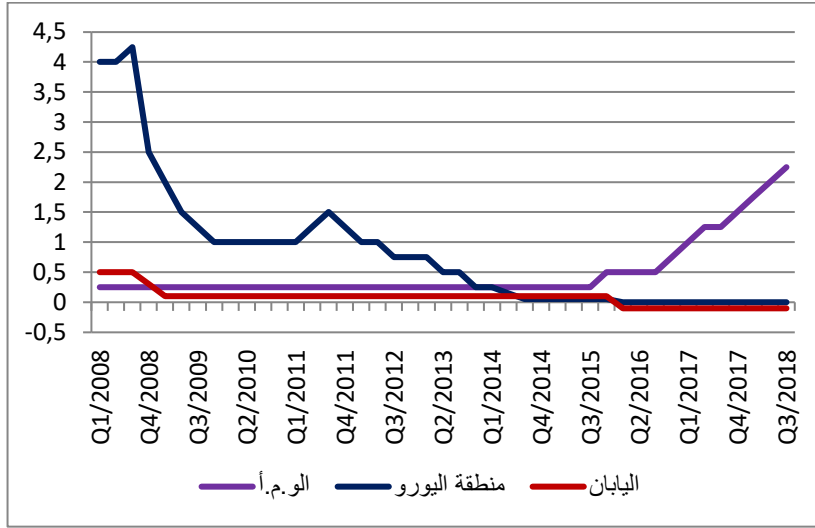
5- حجم الانفاق العسكري الأمريكي: النفقات العسكرية على الارهاب والعراق وافغانستان من اسباب الازمة المالية، فالولايات المتحدة الأمريكية كانت تنفق تقريبا كل ثلاثة دقائق مليون دولار لحربها على العراق مما يعني نزيف للسيولة العالمية، وتمويلها يكون باقتراض الحكومة الأمريكية من دول العالم ومن سوقها الداخلي. (قنطقي، 2008، الصفحات 61-62)

ثانيا: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية

بعد انفجار الأزمة المالية العالمية في أواخر سنة 2008، قامت البنوك المركزية في الاقتصاديات المتقدمة الرئيسة بمجموعة من التدابير والإجراءات غير التقليدية والتي يطلق عليها مصطلح السياسات النقدية غير التقليدية أو السياسات النقدية فوق العادة MP-plus، والتي يمكن تصنيفها إلى أربع مجموعات (مع بعض التداخل بينها): (IMF, 2013, p. 95)

1- أسعار الفائدة المنخفضة جدا لفترات طويلة: سادت أسعار الفائدة المنخفضة جدا لفترات طويلة أغلب الاقتصاديات المتقدمة خلال ظروف الأزمة سواء في الولايات المتحدة الأمريكية، الاتحاد الأوروبي أو اليابان، وأحيانا تكون مقترنة بتوجهات مستقبلية على طول الفترة المتوقع أن تظل فيها المعدلات منخفضة. فإذا كان الاقتصاد يمر بمرحلة انكماش يستطيع البنك المركزي الاستجابة من خلال تخفيض معدل الفائدة لغرض تحفيز الاقتصاد للحد من الوصول به إلى حالة الركود الاقتصادي، أي أن البنك المركزي لديه بعض الحرية للمناورة ويكون قادرا على الاستجابة بمرونة لمواجهة التقلبات السعرية التي تصاحبها ارتفاع أو انخفاض المستوى العام للأسعار. (Griffiths & Wall, 2004, p. 289) وقد قامت البنوك المركزية لكل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي بعدة تخفيضات تدريجية ومتتالية في أسعار الفائدة منذ اندلاع الأزمة المالية العالمية سنة 2008، ليققق مستويات قياسية في كل من اليابان ومنطقة اليورو، كما هو موضح من خلال الشكل الآتي:

الشكل رقم 01: معدلات الفائدة الرئيسية في بعض الاقتصاديات المتقدمة خلال الفترة (2008-2018)



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على تقارير البنوك المركزية.

حيث تشير البيانات المتوفرة من البنوك المركزية حول أسعار الفائدة الى ثباتها في الولايات المتحدة الأمريكية عند 0.25 % من بداية الأزمة الى الربع الثالث من سنة 2015 لتبدأ في الارتفاع التدريجي ابتداء من الربع الأخير من نفس السنة على إثر البيانات والمؤشرات الاقتصادية الجيدة في الولايات المتحدة، التي عززت بدورها من توقعات الاحتياطي الفيدرالي حول ارتفاع معدلات التضخم واضعاً بذلك نهاية لسياسة تثبيت سعر الفائدة التي استمرت لمدة سبع سنوات كاملة، وثباتها أيضاً في اليابان عند 0.10 % من سنة 2009 الى سنة 2015 لتستقر عند مستواها المتدني دون الصفر (-0.10 %) ابتداء من سنة 2016 للمحافظة على القدرة التنافسية والحصص السوقية للصادرات اليابانية، أما البنك المركزي الأوروبي ورغم تخفيضات التدرجية والمتتالية في أسعار الفائدة منذ اندلاع الأزمة فقد انخفضت تلت مستوى 1 % ابتداء من الربع الثالث من سنة 2012، لتستقر عند مستواها الصفري ابتداء من سنة 2016، ويبدو أن من غير المتوقع تغيير هذه النسبة في الوقت الحالي نظراً لحالة الركود الاقتصادي، والصعوبات المالية التي تعاني منها بعض دول منطقة اليورو. ويعتبر الارتفاع في سعر الفائدة خلال الربع الأخير من سنة 2015 من بين أهم التغيرات التي طرأت في هذا المضمار، حيث قام الاحتياطي الفيدرالي برفع سعر الفائدة من 0.25 % إلى 0.50 % في المقابل وخلال نفس الفترة استمر البنك المركزي الأوروبي في تثبيت سعر الفائدة عند 0.05 %، وبنك اليابان عند 0.10 %.

2- التسهيل الائتماني المباشر: مع اشتداد الأزمة المالية في عام 2008، أدخلت البنوك المركزية أنواعًا مختلفة من التسهيلات الائتمانية لتخفيف شروط الائتمان، وفي بعض الحالات، تدخلت مباشرة في الأسواق لمعالجة الاختلالات الوظيفية فيها بصفتها وسيطًا. على سبيل المثال، قامت البنوك المركزية بالتدخل مباشرة في أسواق الائتمان من خلال شراء أصول القطاع الخاص التي تعرقل تشغيلها من أجل تعزيز السيولة في قطاعات كبيرة من سوق السندات في القطاع الخاص؛ مواصلة خفض أسعار الفائدة في السوق؛ وتشجيع المؤسسات المالية والبنوك على زيادة إقراضها للقطاع الخاص. (Kozicki & Suchanek, 2011, p. 14)

3- التسهيل الائتماني غير المباشر: يهدف البنك المركزي توفير السيولة طويلة الأجل للبنوك مع إمكانية تقليل شروط الاقتراض لتعزيز الائتمان المصرفي، كما يمكن أن تجعل المؤسسات المالية تعتمد على البنك المركزي على المدى الطويل من حيث التمويل، تأخير آجال الاستحقاق، توفير حوافز التخصيص الائتماني، فيقوم البنك المركزي بمنح القروض لفئات مُستهدفة مقابل سندات قصيرة الأجل (أوراق تجارية)، أو سندات متوسطة الأجل (أوراق مالية مدعومة بأصول) أو أخرى طويلة الأجل (سندات حكومية). (IMF, 2013, p. 95)

4- التيسير الكمي: يعتبر التيسير الكمي ممارسة يقوم بها البنك المركزي عند مواءمة الحد من تأثير الركود الاقتصادي، عن طريق إصدار فائض من النقود. فهو عبارة عن أداة للسياسة النقدية غير التقليدية تقتضي الرفع من حجم موازنة البنك المركزي عن طريق الرفع من القاعدة النقدية. (Joyce, Miles, Scott, & Vayanos, 2012, p. 272) وهذا يهدف ضمان الثقة بين البنوك التجارية والمستثمرين بأنهم لن يكونوا متقيد السيولة مع انخفاض معدلات الفائدة طويلة الأجل.

كما عرف بأننا سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة. وتتميز عن السياسة المعتادة في شراء أو بيع الموجودات المالية. حيث تهدف إلى الحفاظ على معدلات الفائدة في السوق عند المستوى المحدد والمستهدف. وتتم عملية التيسير الكمي في ظل أسواق مفتوحة بمعنى أن البنك يتداول من صانع للسياسة النقدية إلى بائع ومشتري للأوراق المالية. (عبد العزيز و بشرى، 2014، الصفحات 124-125)

وعرف أيضا بأننا سياسة نقدية يتم استخدامها في بعض الأحيان من طرف البنوك المركزية لزيادة عرض النقود في الاقتصاد من خلال شراء الأوراق المالية من السوق، وبالتالي زيادة سعة الإقراض والسيولة. فمن المفترض من الناحية النظرية أن يكون التيسير الكمي مفيدا للاقتصاد، لأن الأموال التي تحصل عليها المؤسسات المالية يمكن إقراضها للمقترضين. وبالتالي، فإن المستثمرين والشركات سوف يقترضون وينفقون أكثر كلما انخفضت أسعار الفائدة. كما يؤثر التيسير الكمي



على الاقتصاد عن طريق خفض قيمة العملة المحلية، مما يجعل السلع التصديرية أكثر قدرة على المنافسة. لذلك يعتقد أن الزيادة في الإنفاق الحكومي ستؤدي إلى زيادة الاستهلاك، مما سيزيد من الطلب على السلع والخدمات، مما يعزز خلق فرص العمل، ويخلق في النهاية حيوية اقتصادية. (Magavi, 2012, p. 3)

وعليه فإن عمليات التيسير الكمي تستهدف شراء مجموعة من الموجودات المالية مختلفة المصادر تكون درجة مخاطرها الائتمانية عالية جدا لغرض تنقية الأسواق المالية من الأصول المسمومة خاصة منها التي ظهرت بشكل كبير خلال الأزمة المالية العالمية.

ثالثا: فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية في بعض الدول المتقدمة

قامت البنوك المركزية الرئيسة في العالم باتخاذ اجراءات غير اعتيادية في السياسة النقدية، فقد تم خفض أسعار الفائدة الاسمية إلى مستويات أدنى من الصفر، وتقديم تسهيلات ائتمانية وكمية، وغيرها من المستهدفات الخاصة بالسياسة النقدية غير التقليدية التي يرى البعض في أنها استمراراً للسياسة المعتادة ولكن بوسائل أخرى غير تقليدية.

#### 1- فعالية سياسة التيسير الكمي في اليابان

نتيجة الانهيار في المستوى العام للأسعار بعد انفجار فقاعة أسعار السندات التي أدت الى حدوث ركود في الاقتصاد الياباني، خفضت الحكومة اليابانية معدل الفائدة الى 0.5 % سنة 1995، وهذا بفضل السياسة النقدية غير التقليدية التي طبقها البنك المركزي الياباني ولكن بصورة بطيئة، حيث وصل معدل الفائدة سنة 1999 الى 0.03 %. ليقرر في أوائل سنة 2000 تخفيض سعر الفائدة إلى 0 %. (Schenkelberg & Watzka, 2001, p. 8) ليعتمد بعدها ولأول مرة سياسة التيسير الكمي في 19 مارس 2001 كأداة لمواجهة هذا الانكماش، وكان هدفاً الأساسي هو منع انخفاض الأسعار ودعم النمو الاقتصادي. (Toshihiko, 2013, p. 3)

وفي فترة التسهيلات الكمية من 2001 إلى 2006، تعهد البنك بمواصلة التيسير الكمي إلى أن يسجل المعدل السنوي للتغير في مؤشر أسعار المستهلك صفراً أو أعلى بطريقة مستقرة. ومع ذلك، كانت هذه السياسات غير كافية للتغلب على الانكماش. وأحد الأسباب المحتملة هو أن المعدل الطبيعي للفوائد قد انخفض بأكثر من المتوقع، ولكن من المحتمل أيضاً أن يكون الالتزام في ذلك الوقت غامضاً إلى حد ما وأن معدل التضخم المستهدف منخفض جداً، بحيث كانت السياسات غير كافية لرفع توقعات التضخم. (Haruhiko, 2017, p. 4)

وبعد شهر مارس 2006، تحولت أسعار الفائدة إلى نتيجة إيجابية نتيجة لقرار البنك المركزي الياباني برفع سعر الفائدة مرتين في ضوء التطورات المواتية في النشاط الاقتصادي والأسعار:

من 0% إلى 0.25% في جويلية 2006، وإلى 0.5% في فيفري 2007. وتم الحفاظ على هذا السعر حتى أكتوبر 2008. (Sayuri, 2018, p. 20) وقد أدت أزمة 2008 إلى ضرب اقتصاد اليابان بشدة في صادراتها، مما أدى إلى انخفاض الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 5.6% في سنة 2009. (Denise, 2012, p. 49)

وفي 10 ماي 2010 تم الإعلان عن مشتريات السندات الحكومية اليابانية JGBs، الأوراق التجارية، سندات الشركات، الصناديق المتداولة في البورصة ETFs، صناديق الاستثمار العقاري اليابانية J-REITs. وكان إجمالي المشتريات المخطط لها 76 تريليون ين ياباني بحلول نهاية عام 2013. (IMF, 2013, p. 40)

وفي أبريل 2013، تبنى بنك اليابان سياسة التيسير الكمي والنوعي QQE، بدلا من سياسة التيسير النقدي الشامل CME التي تم تبنيها في 2010. (Sayuri, 2018, p. 24) والتي كانت أكثر هجومية وذلك بشراء 80 ألف مليار ين سنويا من السندات الحكومية، مقابل 50.000 مليار سابقا، و3000 تريليون من صناديق المؤشرات المتداولة ETFs في سوق الأسهم اليابانية مقابل 1000 مليار من قبل. (La finance pour tous, 2017)

ولكن على الرغم من أن البنك المركزي الياباني قد رفع المعدل السنوي لمشترياتها من الأصول إلى 80 تريليون ين سنويا (حوالي 650 مليار دولار أمريكي) لمواجهة آثار انخفاض الاستهلاك وأسعار النفط الخام، لا يزال التضخم المسجل في نهاية 2015 والمقدر بـ 0.8% بعيدا جدا عن 2% المستهدف من قبل بنك اليابان، كما هو موضح في الشكل رقم 02.

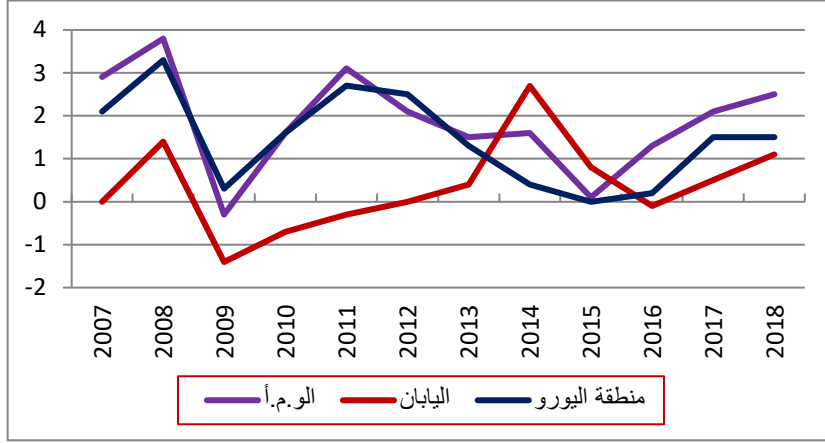
وفي 21 سبتمبر 2016، قرر بنك اليابان دعم سياسة QQE بسياسة أخرى جديدة تعرف باسم «التكلم في منفي العائد»، حيث اتخذ البنك أربعة تدابير تمثلت في: (بنك قطر الوطني، 2016)

- 1) قرر البنك إبقاء سعر الفائدة قصيرة الأجل دون تغيير عند -0.1%.
- 2) وعد بالحفاظ على عوائد السندات لعشر سنوات عند مستواها الحالي البالغ 0%.
- 3) قرر البنك الاستمرار في شراء ما قيمته حوالي 8 تريليون من سندات حكومة اليابان سنويا، وهو ما رأى فيه إجراءً كافياً للحفاظ على أسعار الفائدة طويلة الأجل عند مستوى الصفر.
- 4) وعد البنك بمواصلة مشترياتها حتى يتجاوز معدل التضخم الأساسي النسبة المستهدفة 2% والبقاء على ذلك لفترة طويلة من الزمن.

وقد تجاوزت الميزانية العمومية للبنك 500 تريليون ين (4.48 تريليون دولار) بنهاية شهر ماي 2017 مقابل 425.7 تريليون ين في سنة 2016. وهو نفس حجم الاحتياطي الفيدرالي تقريبا، حيث تضاعف أكثر من ثلاث مرات منذ بداية برنامج التكميل القوي في سنة 2013. (Hideyuki, 2017)

واستمرت وتيرة عمليات شراء الأصول من قبل بنك اليابان في التباطؤ الحاد في سنة 2018 إلى معدل سنوي بلغ حوالي 45 تريليون ين ياباني (410 مليار دولار أمريكي)، على الرغم من الالتزام الرسمي بمشتريات سنوية تبلغ حوالي 80 تريليون ين ياباني. (Darinet, 2018)

الشكل رقم 02: معدلات التضخم في بعض الاقتصاديات المتقدمة للفترة (2008-2018)



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على تقارير البنوك المركزية والأفاق الاقتصادية العالمية لصندوق النقد الدولي.

## 2- فعالية سياسة التيسير الكمي في منطقة اليورو

تعود جذور أزمة الدين السيادي، التي برزت جليا منذ سنة 2010 في البلدان المتقدمة وخاصة في منطقة الأورو، إلى الازمة الاقتصادية المالية العالمية لسنتي 2008-2009 عندما اضطرت البنوك المركزية في البلدان المتقدمة إلى اتخاذ تدابير هامة لدعم الاقتصاد ولإنقاذ القطاع المالي بغية تجنب الانكماش. وقد لجأ البنك المركزي الأوروبي إلى اتخاذ اجراءات تفضيزية نقدية غير تقليدية، منها: (Krishnamurthy, Nagel, & Vissing-Jorgensen, 2018, p. 7)

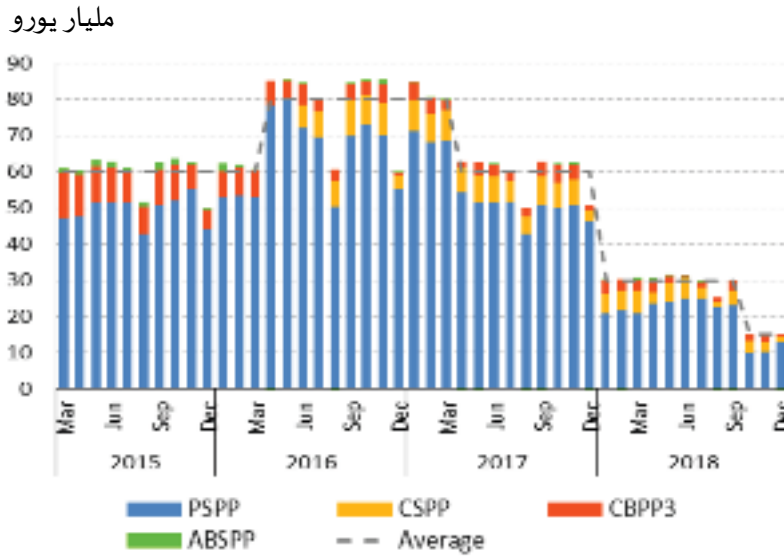
- في 10 ماي 2010، قدم البنك المركزي الأوروبي ECB برنامج أسواق الأوراق المالية SMP، حيث قام مباشرة بشراء الديون الحكومية فقط من الدول المنكوبة، على الرغم من أن البرنامج أشار إلى أن المشتريات قد تشمل الديون الخاصة. وأسفرت عمليات الشراء عن حيازات بلغت حوالي 75 مليار يورو من الأوراق المالية حتى جويلية 2011. وخلال هذه المرحلة الأولى من البرنامج تم شراء سندات اليونان وإيرلندا والبرتغال فقط.

- وفي 7 أوت 2011، وسع البنك المركزي الأوروبي البرنامج، لتشمل الجولة الثانية من المشتريات إيطاليا وإسبانيا. وقد بلغت حيازات البنك المركزي الأوروبي ذروتها عند 219.5 مليار يورو في فيفري 2012.
  - ليتم استبدال هذا البرنامج في 6 سبتمبر 2012 ببرنامج المعاملات النقدية الصريحة OMT وهو برنامج غير محدود (من حيث الكمية والوقت) لمشتريات البنك المركزي الأوروبي، للسندات السيادية لبعض بلدان منطقة اليورو، تخص الاستقاقات قصيرة الأجل (أقل من 3 سنوات) في السوق الثانوية. (Jeffers, 2012, p. 2) وقد كان الهدف الرئيسي من OMT هو إزالة المخاطر المرتبطة بالتجزئة النقدية والمالية لمنطقة اليورو. (Krishnamurthy, Nagel, & Vissing-Jorgensen, 2018, p. 7)
  - وفي 22 جانفي 2015، أعلن البنك المركزي الأوروبي عن تنفيذ برنامج شراء الأصول على نطاق واسع حيث تصل قيمة المشتريات إلى 60 مليار يورو شهرياً بين مارس 2015 وسبتمبر 2016 على الأقل. وكان هذا هو التاريخ الذي اعتمد فيه البنك المركزي الأوروبي بالفعل سياسة التيسير الكمي حسب بعض الاقتصاديين، وكان الهدف في المقام الأول هو رفع توقعات التضخم. ومنذ مارس 2016، ارتفعت قيمة المشتريات الشهرية إلى 80 مليار يورو بالرغم من أن كان من المقرر مراجعة هذا البرنامج في مارس 2017. وفي 8 ديسمبر 2016، وبالنظر إلى التدهور في حالة الاقتصاد الكلي وخاصة ارتفاع توقعات التضخم في منطقة اليورو (الشكل رقم 02)، قرر مجلس الإدارة تخفيض المشتريات الشهرية إلى 60 مليار يورو شهرياً حتى نهاية عام 2017، ويرتبط قرار تمديد البرنامج بـ حقيقة أن التضخم الأساسي لا يزال منخفضاً جداً في منطقة اليورو. ويمثل هذا البرنامج حوالي 82% من إجمالي مشتريات الأصول من طرف البنك المركزي الأوروبي في فيفري 2017. (Allegret, 2017)
- وينقسم حجم المشتريات من الأوراق المالية، العامة والخاصة، بين أربعة برامج مستهدفة: (Banque de France, 2017)
- 1) برنامج شراء السندات المغطاة (CBPP3) الذي بدأ في 20 أكتوبر 2014؛
  - 2) برنامج شراء الأوراق المالية المدعوم بالأصول (ABSPP) الذي تم إطلاقه في 21 نوفمبر 2014؛
  - 3) برنامج شراء القطاع العام (PSPP) وقد بدأ في 9 مارس 2015؛
  - 4) برنامج شراء السندات الصادرة عن الشركات (CSPP) في منطقة اليورو منذ جوان 2016.
- حيث يسعى البنك المركزي الأوروبي من خلال برنامج شراء الأصول إلى زيادة معدل التضخم في منطقة اليورو إلى المعدل المستهدف البالغ 2%، ولكي يستطيع تحقيق هذا الهدف

والحفاظ على أفضل مستوى لاستقرار الأسعار دون الوقوع في مخاطر الانكماش الاقتصادي، قام البنك المركزي الأوروبي بإجراء عمليات شراء شهرية للأصول بمعدل متوسط: (ECB, 2018)

- (1) 60 مليار يورو من مارس 2015 حتى مارس 2016؛
- (2) 80 مليار يورو من أبريل 2016 حتى مارس 2017؛
- (3) 60 مليار يورو من أبريل 2017 إلى ديسمبر 2017؛
- (4) 30 مليار يورو من جانفي 2018 حتى سبتمبر 2018؛
- (5) 15 مليار يورو من أكتوبر 2018 إلى ديسمبر 2018.

الشكل رقم 02: برامج شراء الأصول من طرف البنك المركزي الأوروبي للفترة (2015-2018)



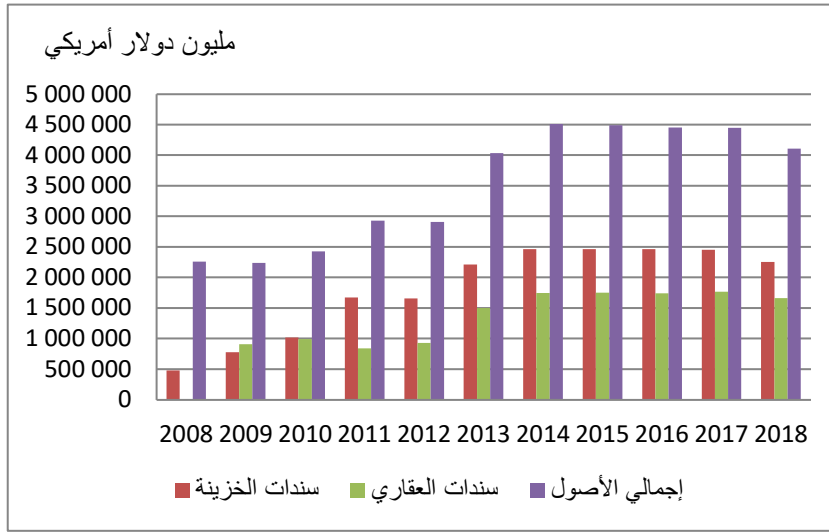
### 3- فعالية سياسة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية

عند انفجار الأزمة المالية العالمية لجأ الفيدرالي الأمريكي إلى خفض معدل الفائدة ما بين البنوك من 5.25% إلى 2% بين سبتمبر 2007 وأفريل 2008، ومن 2% إلى ما بين 0% و 0.25% في نهاية سنة 2008، حيث ثبت أن استخدام الأدوات التقليدية للسياسة النقدية غير كاف، باعتبار أن معدل الفائدة الاسمي لا يمكن له أن ينخفض لأقل من 0%. فقام الفيدرالي الأمريكي بتوسعة نشاطه بإتباع سياسة شراء قدر كبير من الأصول المالية، وبالتالي زيادة الطلب على هذه الأصول وزيادة أسعارها. (AFEP, 2013, p. 1)

حيث قام الفيدرالي بتطبيق ثلاث موجات من عمليات التيسير الكمي بشكل متتابع:

- عملية التيسير الكمي الأولى QE1 بدأت من نوفمبر 2008 إلى مارس 2010 حيث أعلن بنك الاحتياطي الفيدرالي في 25 نوفمبر 2008، أن<sup>2</sup> سيشتري 500 مليار دولار من الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية وما يصل إلى 100 مليار دولار من ديون وكالات فاني ماي وفريدي ماك وجيني ماي، والبنوك الفيدرالية لقروض المنازل. وعند انتهاء الجولة الأولى في 31 مارس 2010، كان مجموع مشتريات الفيدرالي 1.25 تريليون دولار من سندات الرهن العقاري، 300 مليار دولار من سندات الخزينة الأمريكية و 175 مليار دولار من ديون الوكالات. وقد كان الغرض الرئيسي من هذا الإجراء هو خفض التكلفة والحد من مخاطر ائتمان الشركات، لتدعيم أسواق الإسكان وت<sup>3</sup>سين الظروف في الأسواق المالية بشكل عام. (Guo, 2015, p. 2)
  - عملية التيسير الكمي الثانية QE2 بدأت في نوفمبر 2010 واستمرت حتى جوان 2011، حيث اشترى الاحتياطي الفيدرالي خلال هذه الفترة 600 مليار دولار من سندات الخزينة طويلة الأجل، بمعدل 75 مليار دولار شهرياً. (Hancock & Passmore, 2014, p. 26) وقد كان الغرض الرئيسي من هذه العملية هو التزام الاحتياطي الفيدرالي بتخفيض أسعار الفائدة على الأموال الفيدرالية دون تعريض ميزانيتها<sup>4</sup> العمومية للخطر. (Guo, 2015, p. 3)
  - عملية التيسير الكمي الثالثة QE3 من سبتمبر 2012 إلى أكتوبر 2014، حيث قرر الفيدرالي استهداف سندات الرهن العقارية لمساندة السوق العقاري بشكل مباشر، وقد تضمنت في البداية مشتريات شهرية مفتوحة للأجل بقيمة 85 مليار دولار من السندات المدعومة بالرهون العقاري والسندات الحكومية طويلة الأجل. (Montet, 2015) منها 40 مليار دولار شهرياً للأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية و 45 مليار دولار شهرياً لسندات الخزينة طويلة الأجل. (Williamson, 2017, p. 10) وبداية من ديسمبر 2013 قرر مجلس الاحتياطي الفيدرالي البدء في تخفيض البرنامج من خلال تقليل كمية الأوراق المالية المشتراة بقيمة 10 مليارات دولار شهرياً. (Schaible, 2014, pp. 6-7)
- ونتيجة لهذه المراحل، تضاعفت أصول بنك الاحتياطي الفيدرالي خمس مرات تقريباً من 882 مليار دولار أمريكي في سنة 2007 إلى ما يقارب 4.5 تريليون دولار أمريكي في نهاية 2014. لتبدأ في التناقص التدريجي مع نهاية برنامج التيسير الكمي لتصل الى حوالي 4.1 تريليون دولار أمريكي في نوفمبر 2018، كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم 03: أصول الاحتياطي الفيدرالي خلال الفترة (2008-2018)



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على تقارير الاحتياطي الفيدرالي.

وتجدر الإشارة إلى أن<sup>2</sup> خلال الفترة من سبتمبر 2011 إلى ديسمبر 2012 قام الاحتياطي الفيدرالي بمقايضة أكثر من 600 مليار دولار تتضمن مشتريات من سندات الخزينة ذات آجال الاست<sup>2</sup>قاق من 6 إلى 30 سنة ومبيعات سندات الخزينة ذات آجال الاست<sup>2</sup>قاق ثلاث سنوات أو أقل، (Williamson, 2017, p. 10) في إطار عملية تويست OT أو ما يسمى ببرنامج مبادلة السندات والذي يتمثل في تبادل سندات خزينة ذات أجل قصير بسندات ذات أجل طويل. وهذه الخطوة لا تعني أن الفيدرالي ضخ أموال إضافية في الاقتصاد وإنما صممت لخفض أسعار الفائدة على السندات طويلة الأجل في حين يتم الحفاظ على أسعار الفائدة قصيرة الأجل دون تغيير يذكر. والقصد من ذلك دفع أسعار الفائدة للانخفاض على كل شيء بدءاً من قروض الرهن العقاري وإعطاء المستهلكين والشركات حافز إضافي لاقتراض المال وانفاق<sup>2</sup>.

وقد أشارت بعض الدراسات إلى وجود تأثير إيجابي لسياسة التيسير الكمي على الاستقرار النقدي في الولايات المتحدة<sup>2</sup>، من خلال تخفيف الظروف المالية وتقليل العائد على الأصول الآمنة لتقليل حافز الإصدار الخاص بالخصوم الآمنة وتشجيع تمويل الاستثمار من خلال إصدار الخصوم غير الآمنة، وهو أمر مرغوب فيه<sup>2</sup> لت<sup>2</sup>سين وضعية استقرار النظام النقدي والمالي. لكن هذا لا يعني خلق الظروف التي يجب أن تكون فيها البنوك أكثر جاذبية لت<sup>2</sup>مل مخاطر أكبر. (Azzeddine & Aoulmi, 2019, pp. 590-591)

وبالمقارنة بين الولايات المتحدة، اليابان ومنطقة اليورو، يتعين على بنك اليابان الاستمرار في رحلتها المنفردة لتوسيع الميزانية العمومية للحفاظ على أسعار الفائدة منخفضة لتوفير التضخم الذي لا يزال في مستوى منخفض لم يتجاوز 1.1 % سنة 2018 (مقابل 0.5 % في سنة 2017) نتيجة الفجوة الإيجابية التي أصبحت هيكلية بشكل متزايد بين العرض والطلب في سوق السلع والخدمات لهذا البلد وذلك على الرغم من تواصل التيسير الكمي من قبل بنك اليابان.

بينما في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو، فقد مكن تطور الأسعار من تفادي وضعية الانكماش التي كانت تهددها وخاصة خلال سنة 2015. حيث بلغ معدل التضخم 2.5 % في سنة 2018 مقابل 2.1 % في سنة 2017 في الولايات المتحدة و 1.6 % في سنة 2018 مقابل 1.5 % في سنة 2017 في منطقة اليورو، مدعوما بالارتفاع الهام لأسعار الطاقة، فيما ظل التضخم الأساسي (دون اعتبار التغذية والطاقة) أقل بشكل طفيف من المستويات المستهدفة المرسومة من قبل بنك الاحتياطي الفيدرالي والبنك المركزي الأوروبي وقدرها 2 %.

### الخاتمة:

منذ اندلاع أزمة الرهن العقاري منذ عشر سنوات وبداية الركود الاقتصادي، كانت البنوك المركزية في الدول المتقدمة نشطة للغاية، حيث تم تخفيض أسعار الفائدة بشكل ملحوظ في غضون بضعة أشهر لتصل إلى مستويات قياسية خصوصا في كل من اليابان ومنطقة اليورو. ونظرا لعدم كفاية التعامل مع الوضع الاقتصادي، استكمل هذا الإجراء بتنفيذ سياسات نقدية غير تقليدية من بينها سياسة التيسير الكمي التي تهدف إلى الحفاظ على معدلات أسعار الفائدة طويلة الأجل في السوق عند المستوى المستهدف، من خلال شراء السندات، وبالتالي زيادة الطلب عليها، مما يؤدي إلى الارتفاع في السعر والانخفاض في العائد.

وقد زودت برامج التيسير الكمي مختلف البنوك المركزية العالمية بديناميكية في إدارة السياسة النقدية في ظل الظروف الصعبة التي سادت خلال الأزمة المالية العالمية، وقد اختلفت فعاليتها من دولة إلى أخرى تبعا لخصوصية كل اقتصاد. ففي الولايات المتحدة ومنطقة اليورو أدت هذه البرامج إلى تفادي وضعية الانكماش التي كانت تهددهما، حيث بلغ معدل التضخم 2.5 % في الولايات المتحدة و 1.6 % في منطقة اليورو في نهاية 2018، بينما لا يزال في مستوى منخفض لم يتجاوز 1.1 % في اليابان نهاية 2018 نتيجة للفجوة الإيجابية التي أصبحت هيكلية بشكل متزايد بين العرض والطلب في سوق السلع والخدمات لهذا البلد. وهذا ما يثبت صحة الفرضية الرئيسة التي تنص على اختلاف فعالية سياسة التيسير الكمي من دولة إلى أخرى تبعا لظروف وطريقة استخدامها.



وعلى ضوء هذه الدراسة، يمكن القول بأن حدوث الموت المفاجئ لأحد البنوك التجارية بسبب نقص السيولة أصبح أمراً مستبعداً للغاية، ولكن من الصعب جداً تشجيع البنوك والمؤسسات المالية على الإقراض حتى مع التوسع في التسهيلات الكمية. ويجب أن يتم تعزيز أهداف سياسة التيسير الكمي من خلال سياسة الرقابة المالية على أعمال وأنشطة البنوك والمؤسسات المالية، خصوصاً تلك التي استفادت من التسهيلات الكمية. بالإضافة إلى ضرورة العمل على جذب وتوجيه المستثمرين من خلال تقديم كافة المعلومات لهم والتركيز على زيادة الوعي الاستثماري لزيادة ثقتهم والتأثير بشكل إيجابي على النمو الاقتصادي.

---

المراجع:

- AFEP. (2013). Le quantitative easing de la Réserve fédérale. *FLASH ECO, Association française des entreprises privées (AFEP)*.
- Al-Jassar, S. A., & Moosa, I. A. (2018). The effect of quantitative easing on stock prices: a structural time series approach. *Applied Economics Journal*, 1817-1827.
- Allegret, J. P. (2017). *Le renouvellement de la politique monétaire (I): quelle place pour la politique monétaire non conventionnelle dans le futur?* Retrieved 10/9/2018, from SES-ens, École normale supérieure de Lyon: <http://ses.ens-lyon.fr/articles/>.
- Azzeddine, N., & Aoulmi, B. (2019). Relationship between quantitative easing and monetary stability in USA: an econometric study. *Journal of Financial, Accounting and Managerial Studies*, vol. 6(3), Oum El Bouaghi University, Algeria.
- Banque de France. (2017). *Cadre opérationnel de la politique monétaire*. Retrieved 10/ 12/2018, from Banque de France: <https://www.banque-france.fr/politique-monetaire/cadre-operationnel-de-la-politique-monetaire/>
- Darmet, M. (2018). *Bank of Japan asset purchases continue to slow sharply*. Retrieved 11/12/2018, from Fitch Ratings: <https://www.fitchratings.com/site/pr/10036031>
- Denise, F.O. (2012). Le Japon face à la crise, nouvelles responsabilités, nouvelles menaces. *Centre des Professions Financières, Vol. 7*.
- ECB. (2018). *Asset purchase programmes*. Retrieved 13/1/2019, from European Central Bank: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>
- Griffiths, A., & Wall, S. (2004). *Applied Economics*. England: Pearson Education.
- Guo, J. (2015). *Essays on the impacts of quantitative easing on financial markets*. New York, USA: PhD Thesis in Economics, City University of New York.
- Hancock, D., & Passmore, W. (2014). How the federal reserve's large-scale asset purchases (LSAPs) influence mortgage-backed securities (MBS) yields and U.S. mortgage rates. *Finance and Economics Discussion Series, Board of Governors of the Federal Reserve System (US)*.
- Haruhiko, K. (2017). Quantitative and qualitative monetary easing and economic theory. *Speech at the University of Zurich in Switzerland*.
- Hideyuki, S. (2017). *BOJ's balance sheet tops 500 trillion yen, on cusp of overtaking Fed*. Retrieved 3/9/2018, from Reuters: <https://www.reuters.com/article/us-japan-boj-balancesheet/bojs-balance-sheet-tops-500-trillion-yen-on-cusp-of-overtaking-fed-idUSKBN18T04D>

- IMF. (2013). *IMF, Global financial stability report - old risks, new challenges-, April 2013, p.95.*  
International Monetary Fund.
- IMF. (2013). Unconventional monetary policies - Recent Experience and Prospects. *International Monetary Fund.*
- Jeffers, E. (2012). Sur la BCE et son nouveau programme OMT (Out right Monetary Transactions). *Les économistes atterrés.*
- Joyce, M., Miles, D., Scott, A., & Vayanos, D. (2012). Quantitative easing and unconventional monetary policy: an introduction, *The Economic Journal.*
- Kozicki, S., & Suchanek, L. (2011). L'expérience internationale du recours à une mesure de politique monétaire non traditionnelle: l'achat d'actifs par les banques centrales. *Revue de la Banque du Canada.*
- Krishnamurthy, A., Nagel, S., & Vissing-Jorgensen, A. (2018). ECB policies involving government bond purchases: impact and channels. *Review of Finance, Vol.22, Issue 1.*
- La finance pour tous. (2017). *Une succession de «quantitative easing» dans les économies développées.* Retrieved 23/12/2018, from La finance pour tous: <https://www.lafinancepourtous.com>
- Magavi, A. (2012). Quantitative easing - a blessing or a curse? *Crisil Young Thought Leader*, 1-10.
- Montet, V. (2015). *Politique monétaire: la Fed à contre-courant.* Retrieved 2/11/2018, from La Presse: <https://www.lapresse.ca/affaires/economie/>
- Rubino, M. (2015). *The effects of quantitative easing in the United States: Implications for future central bank policy makers.* Senior Honors Projects, James Madison University.
- Sayuri, S. (2018). *Mission incomplete: Reflating Japan's economy.* Tokyo, Japan: Asian Development Bank Institute.
- Schaible, A. A. (2014). *Quantitative easing's effect on shadow banking: have federal reserve purchases caused a collateral shortage in the repurchase agreement market?* California: Scripps Senior Theses, Paper 423.
- Schenkelberg, H., & Watzka, S. (2001). Real effects of quantitative easing at the zero lower bond: structural VAR based evidence from Japan. *Leibniz institute for economic research at the university of Munich.*
- Shogbuyi, A., & Steeley, J. (2017). The effect of quantitative easing on the variance and covariance of the UK and US equity markets. *International Review of Financial Analysis, vol. 52(C), 281-291.*

- Toshihiko, F. (2013). Challenges for monetary policy in Japan. *Speech at the Spring Meeting of the Japan Society of Monetary Economics, on the occasion of its 60th anniversary.*
- Ugai, H. (2006). Effects of quantitative easing policy: a survey of empirical analyses. *Bank of Japan Working Paper Series, No. 06-E-10.*
- Williamson, S. (2017). Quantitative easing: How well does this tool work? *The Regional Economist.*
- Woodford, M. (2016). Quantitative easing and financial stability. *Journal Economía Chilena (The Chilean Economy), Central Bank of Chile, vol. 19(2), 04-77.*
- حازم الببلاوي. (2008). الأزمة المالية الحالية "مأولة للضهم". تاريخ الاسترداد 2018/11/15، من موقع الإمام الشيرازي: <http://www.alshirazi.com/world/article/308.htm>
- إبراهيم عبد العزيز النجار. (2009). الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي. الإسكندرية، مصر: الدار الجامعية للنشر والتوزيع.
- إبراهيم بن حبيب الكروان السعدي. (2009). قراءة في الأزمة المالية المعاصرة: فح القروض المصرفية، التسليف وعمليات الإفلاس، أزمة الائتمان. عمان، الأردن: دار جرير للنشر والتوزيع.
- المركز المصري للدراسات الاقتصادية. (2008). الأزمة التمويلية العالمية وسبل مواجهة آثارها على مصر. سلسلة آراء في السياسة الاقتصادية، العدد 22.
- أنيسة سدره. (2019). حوكمة الشركات كآلية لحماية أسواق الأوراق المالية من الأزمات - دراسة حالة الأزمة المالية العالمية 2008. مجلة المالية والأسواق، المجلد 5، العدد 10، 104-126.
- بنك قطر الوطني. (2016). السياسة النقدية في اليابان تصل إلى سقف إمكاناتها. تاريخ الاسترداد 2018/11/21، من الخليج الاقتصادي: <http://www.alkhaleej.ae/economics/page/ca8d96d9-3849-49c2-816b-754cd4508cd7#>
- سامر مظهر قنطقي. (2008). ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية. سوريا: دار النهضة للطباعة والنشر والتوزيع.
- شويش عبد الحميد عبد العزيز، و عبد الباري احمد بشرى. (2014). التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية. مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 4، العدد 2.
- عبد القادر بلطاس. (2009). تداعيات الأزمات المالية العالمية: أزمة Sub-prime. الجزائر: ليجوند للطباعة والنشر والتوزيع.