

## تقييم فعالية سياسة التيسير الكمي في تخفيف أثر الأزمات

Assessing the effectiveness of quantitative easing policy in mitigating the impact of crises

د. صاري علي

جامعة سوق أهراس

sariali83@yahoo.com

تاريخ القبول: 2018/08/17

تاريخ الإرسال: 2018/02/27

### الملخص:

يعتبر التيسير الكمي إحدى أدوات السياسة النقدية غير التقليدية التي تستخدم في أوقات الأزمات، فالسياسة النقدية إما أن تستهدف سعر النقود بمعدل الفائدة، من خلال رفع أو تخفيض معدلات الفائدة حسب مقتضيات النشاط الاقتصادي؛ أو تستهدف كمية النقود المتداولة في الاقتصاد، والتيسير الكمي هو الأداة المناسبة لتحقيق هذه الأهداف في حالة الأزمات؛ وعادة ما تتبع البنوك المركزية سياسة التيسير الكمي عندما لا يمكن خفض أسعار الفائدة أقل من الصفر، وعلى الرغم من مفعولها الإيجابي في المدى القصير والمتوسط إلا أن آثارها الضارة التي تتمثل بارتفاع قوي في معدلات التضخم وانخفاض القوة الشرائية للعملة وارتفاع معدلات البطالة تظهر في المدى الطويل؛ وبهذا فإن التيسير الكمي ما هو إلا أداة من أدوات البنوك المركزية للمحافظة على صحة الاقتصاد في حالة الأزمات.

الكلمات المفتاحية: السياسة النقدية، التيسير الكمي، نماذج من التيسير الكمي.

رموز JEL: F3, F5, E11.

### Abstract:

*quantitative easing is one of the tools of unconventional monetary policy used in times of crisis. Monetary policy is either to target the price of money by interest rate, by raising or lowering interest rates according to the requirements of economic activity; to target the amount of money traded in the economy; quantitative easing is the appropriate tool To achieve these objectives in a crisis situation; central banks usually follow a quantitative easing policy when interest rates can not be reduced below zero, and despite their positive effect in the short and medium term, their adverse effects of strong inflation and Khvad purchasing power of the currency and high unemployment rates appear in the long-term; thus, the quantitative easing is only a tool of central banks tools to maintain the health of the economy in the event of crisis.*

**Key Words :** Monetary policy, quantitative easing, models QE..

**(JEL) Classification :** F3, F5, E11.

المقدمة:

دفع استمرار الظروف الاقتصادية والمالية الصعبة في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو من جهة، وتراجع معدلات النمو الاقتصادي العالية في بعض الدول الصناعية الصاعدة خصوصاً دول «البريكس» (البرازيل وروسيا والهند والصين) من جهة أخرى، الاحتياطي الفيدرالي وعدد من البنوك المركزية إلى إتباع سياسات نقدية غير تقليدية لتوفير الحوافز لتنشيط الطلب، هذه السياسات التي تنطوي على التوسع الكبير لموجودات البنك المركزي، لمعالجة الخلل في النظام المالي، وخفض أسعار الفائدة على المدى طويل، وتعزيز تدفق الائتمان إلى الأسر والشركات.

ويعد التيسير الكمي إحدى أدوات السياسة النقدية التي تستخدم في أوقات الأزمات؛ ونظراً إلى أنه نادراً ما يستخدم، فإنه يعد من الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية، حيث تلجأ إليه البنوك المركزية في الظروف غير الطبيعية مثل الأزمة الحالية، فالسياسة النقدية إما أن تستهدف سعر النقود (معدل الفائدة) من خلال استخدام أدوات تؤدي إلى رفع أو تخفيض معدلات الفائدة، حسب مقتضيات النشاط الاقتصادي، وعندما يتغير معدل الفائدة ينتقل أثر ذلك إلى النشاط الاقتصادي (الطلب الكلي) من خلال قناة معدل الفائدة التي تتولى نقل تأثير تغير معدل الفائدة إلى الطلب الكلي، ومن ثم معدلات النمو والتوظيف؛ أو قد تستهدف السياسة النقدية كمية النقود المتداولة في الاقتصاد، والتيسير الكمي هو أنسب أداة لتحقيق ذلك. حيث أقر البنك الفيدرالي الأمريكي منتصف سنة 2013م جولة جديدة من التيسير الكمي تميزت بأنها غير محددة المدة أو في حجم الضخ الكلي للسيولة، وإنما حددت بمبلغ شهري يصل لأربعين مليار دولار، واشترط الفيدرالي إيقاف هذه الجولة بتحسّن سوق العمل الذي سيشير تلقائياً لتحسّن الاقتصاد الأمريكي، كما مدد الفيدرالي خفض الفائدة عند مستواها الحالي (0,25%) إلى نهاية العام 2015 م وللعام السادس على التوالي. كما تهدف سياسة التيسير الكمي إلى خفض الفائدة طويلة الأجل على الأدوات المالية ذات العائد الثابت مثل السندات الحكومية وغير الحكومية وبالتالي تصبح هذه السندات غير جاذبة للاستثمارات لأن العائد عليها ضئيل مقارنة بالعوائد الاستثمارية المتغيرة في الأسهم والقطاعات الإنتاجية وإقراض الشركات؛ وهذا يتم التحول من الاستثمار في الأدوات المالية إلى الاستثمار في القطاعات الإنتاجية، وبالتالي رفع معدل النمو الاقتصادي وخلق فرص عمل جديدة.

إشكالية الدراسة: تنبع إشكالية هذه الدراسة من مشكلة رئيسية تتمثل في: هل تمثل سياسة التيسير الكمي المتبعة في عدد من البنوك المركزية العالمية حلاً مثالياً، أو طريق غير تقليدي لتجاوز مخلفات الأزمة المالية؟

فرضية الدراسة: بنيت هذه الدراسة على فرضية أساسية مفادها أنه من الممكن أن استخدام سياسة التسهيل الكمي تساهم في التخفيف من أثر الأزمة المالية من خلال توفير التمويل اللازم والسهل وبأسعار فائدة صفرية، والذي يعمل على تشجيع الاستهلاك لدى الأسر والإنتاج لدى المؤسسات، وفي نفس الوقت الانتقال من الاستثمار المالي إلى الاستثمار الحقيقي.

أولاً: السياسات النقدية بعد الأزمة المالية.

بعد انفجار الأزمة المالية اضطرت البنوك المركزية إلى الابتعاد على نحو متزايد عن استهداف التضخم، وتنفيذ عدد لا يُحصى من السياسات النقدية غير التقليدية من أجل تخفيف العواقب الناجمة عن الانهيار وتيسير التعافي الاقتصادي، ومع سعي الاقتصاديات المتقدمة الحثيث من أجل تجنب الانهيار المالي، والإفلات من الركود، وخفض مستويات البطالة، واستعادة النمو، تطلب من البنوك المركزية معالجة العديد من اختلالات التوازن والمتزامنة أحياناً، كل هذه المهام أدت إلى البحث عن إعادة تعريف جذرية لأهداف البنوك المركزية وإلقاء علامات من الشك على مدى أهمية الحفاظ على استقلالها؛ حيث كان أداء البنوك المركزية خلال الأزمة سبباً في التساؤل حول ما إذا كان استهداف التضخم إطاراً فعالاً في ظل الصدمات المتكررة وما إذا كان من الممكن استمرار هذا الهدف على مدى الدورات الاقتصادية المتعاقبة؛ وعلى أية حال فإن السياسة التي تفرد هدفاً وحيداً خلال الأزمة فإنها بالتأكيد لن تستطيع التغلب على تحديات تأتي غير متوقعة.

1- مفهوم السياسة النقدية: يقصد بالسياسة النقدية مجموعة الوسائل التي تطبقها السلطات النقدية المكلفة بتسيير شؤون النقد والائتمان، وتكون إما بإحداث تغييرات في كمية النقود أو في كمية وسائل الدفع بما يتلاءم والظروف الاقتصادية المحيطة<sup>1</sup>.

وتعرف السياسة النقدية بأنها: "مجموعة من القواعد والوسائل والإجراءات والتدابير التي تقوم بها السلطة النقدية للتأثير (التحكم) في عرض النقود بما يتلاءم مع النشاط الاقتصادي لتحقيق أهداف اقتصادية معينة، خلال فترة زمنية معينة"<sup>2</sup>، ومن هذا التعريف، نجد أن السياسة النقدية تنطوي على استخدام عرض النقود لتحقيق أهداف اقتصادية معينة، كما يمكن أن تستهدف السلطة النقدية تحقيق نوع معتدل من التضخم؛ أي وجود ارتفاع طفيف في الأسعار (Re-flation)، أو نوع معتدل من الانكماش؛ وهو نوع من الانكماش ظهر سنة 1930 وكان مصحوباً بالكساد، ويُعرف بـ (Disinflation).

من هذا نستنتج أن أي تعريف للسياسة النقدية يجب أن يلخص أهم العناصر المكونة لها، والتي تتمثل في مجموعة الإجراءات المتبعة، والأدوات المستخدمة حسب هدف السياسة الاقتصادية، ووجود سلطة مشرفة على هذه السياسة، ووضوح الهدف الذي ترغب في الوصول إليه.

2- الأزمة المالية والتحول في السياسة النقدية للبنوك المركزية: بعد اندلاع الأزمة المالية العالمية تبنت أغلب بنوك المركزية للاقتصاديات المتقدمة في إطار سياساتها النقدية استهداف متغيرات اقتصادية كمية غير معتادة في السياسات النقدية من قبل؛ وأعطيت لها تعبيرات اقتصادية مختلفة -مثل سياسة سعر الفائدة صفر (ZIRP)، والتيسير الكمي (QE)، والتيسير الائتماني (CE)، والتوجيه المسبق (FG)، وسعر الفائدة السلبي على الودائع (NDR)، والتدخل غير المحدود في الصرف الأجنبي (U-FX Int)؛ هذه المستهدفات هي التصرفات أو الأدوات الخاصة بالسياسات النقدية المعتمدة من طرف البنوك المركزية المتقدمة بعدة الأزمة المالية.

حيث مثل اتخاذ البنوك المركزية الرئيسية في العالم لتدابير غير تقليدية واسعة النطاق في السياسة النقدية سمة مميزة للأزمة المالية العالمية الأخيرة 2007-2009، فقد تم القيام بتقديم دعماً أثمانياً معززا للنظام المصرفي، وتيسيرات ائتمانية، وتيسيرات كمية، وتدخلات في العملة، وفي أسواق الأوراق المالية، وتوفير

السيولة بالعملة المحلية والأجنبية. وهذا على سبيل المثال لا الحصر من التدابير المتخذة. ويرى البعض في هذه التدابير استمراراً للسياسة المعتادة ولكن بوسائل أخرى غير تقليدية، فبمجرد أن يصبح من غير الممكن خفض أسعار الفائدة الاسمية إلى مستويات أدنى اقل من الصفر، تستخدم البنوك المركزية أدوات أخرى لتحديد موقف السياسة النقدية، لذا فقد تحولت إلى استخدام أدوات غير تقليدية، فوسعت موازنتها العامة وضخت السيولة للتأثير على بنية الإيرادات والعائدات وبالتالي تحفيز الطلب الكلي.

ومنه يمكن استنتاج أنه:

✓ بعدما كان هدف السياسة النقدية التقليدية هو استهداف معدل التضخم (استقرار الأسعار) أصبح هدف السياسة النقدية غير التقليدية التركيز على استهداف المتغيرات الكمية (معدل تشغيل أو مستوى إنتاج معين ومحدد).

✓ بعدما كانت أدوات السياسة النقدية التقليدية أدوات مباشرة وغير مباشرة أصبحت أدوات السياسة النقدية غير التقليدية أدوات غير تقليدية (تيسير كمي، حرب عملات، أسعار فائدة صفرية... الخ):

✓ التوسع الهائل في الميزانيات العمومية للبنوك المركزية ومحاولات التأثير على أسعار الفائدة الأخرى من المعدلات الرسمية المعتادة على المدى القصير.

✓ استخدام التيسير الكمي والتيسيرات الائتمانية والفائدة الصفرية في التعامل مع مشكلة السيولة في النظام المصرفي بما يوفر تمويل كافي وبدون تكاليف للأنشطة الاقتصادية.

✓ في فترة الضائقة المالية التي قد تتعطل فيها الوساطة المالية، يمكن للبنك المركزي التدخل لدعم تدفقات الائتمان، والعمل كوسيط عن طريق اقتراض الأموال من المدخرين ثم إقراضها للمستثمرين.

## ثانياً: البنوك المركزية الرئيسية وسياسة التيسير الكمي.

يشهد العالم حالياً سباقاً محموماً نحو التسهيل النقدي في المراكز المالية الرئيسية في العالم، حيث فاجأ البنك المركزي الياباني في ديسمبر 2008 الأسواق بإعلانه موجة أخرى من التسهيل النقدي هو الآخر، حيث قرر بنك اليابان المركزي تخصيص 128 مليار دولار لشراء السندات، فمع ارتفاع قيمة الين الياباني نتيجة السياسات التوسعية الأمريكية تتعقد مشكلة اليابان، حيث سيتراجع الطلب الكلي بفعل تراجع صافي صادراتها؛ لذلك قرر البنك المركزي الياباني عدم الانتظار واتخاذ إجراءات عاجلة لمواجهة تلك الإجراءات.

في الأسبوع ذاته أعلنت الصين خطوة مماثلة للتسهيل النقدي من خلال إعلان البنك المركزي الصيني نيته ضخ نحو 100 مليار رينمينبي (يوان)، وكانت الصين قد أبدت قلقها أيضاً من الإجراءات التي اتخذتها الاحتياطي الفيدرالي، على أساس أن تراجع قيمة الدولار الأمريكي سيرفع من قيمة اليوان وهو ما يؤثر على سوق الصادرات الصينية، كما أن الصين قلقة أيضاً على القيمة السوقية لاستثماراتها، حيث يترتب على قرارات الاحتياطي الفيدرالي تخفيض قيمة السندات الأمريكية التي تملكها الصين حالياً.

كما أعلن البنك المركزي الأوروبي بدء برنامج لشراء سندات الدول المدينة في أوروبا دون حد أقصى، بالنسبة للبنك المركزي الأوروبي، هذا لا يعني أن البنك المركزي الأوروبي سيباشر بعملية تيسير كمي، وإنما هي عملية تهدف إلى شراء السندات بكميات غير محددة وذلك لرفع فرص إنقاذ الدول التي تعاني أزمة ديون سيادية؛ وفي الأسبوع ذاته أعلن الاحتياطي الفيدرالي إطلاق موجة جديدة من التيسير الكمي<sup>3</sup>.

أما في باقي دول العالم فنجد أن البنك المركزي السويسري ما يزال يتبع سياسة التسهيل لتجنب مخاطر الانكماش، والحال نفسه بالنسبة للبنك المركزي الأسترالي والبنك المركزي السويدي، كذلك قام البنك المركزي في الفلبين وتايلاند والبيرو بشراء الدولار لإضعاف العملة المحلية، بينما خفضت جنوب إفريقيا من معدلات الفائدة بخمسين نقطة، وقامت تركيا بخفض الحد الأعلى لمعدل الفائدة، أما الهند فخفضت معدل الاحتياطي القانوني على المودعات في بنوكها، وأعلنت كوريا الجنوبية أنها ستخفض معدل الفائدة لخفض معدل صرف عملتها مع الدولار، في الوقت الذي أعلنت فيه تاوان ونيجيريا وإندونيسيا قلقها من التحرك الذي قام به الاحتياطي الفيدرالي الذي سترتب عليه تدفق الدولار إلى الدول الناشئة، والذي يمكن أن يهدد الاستقرار المالي لهذه الدول.

وبهذا فقد أصبح من الواضح اليوم أن أي دولة في العالم لا تقدم على التسهيل النقدي سوف تجد عملتها تميل نحو الارتفاع بالنسبة للدولار والعملات الأخرى، وهو ما يؤثر على تنافسيتها، الأمر الذي سوف يضع ضغوطاً على الدول بأن ترد على مثل هذه السياسات لحماية عملاتها، وهو ما يمكن أن يجبر دول العالم على الدخول في سلسلة غير منضبطة من تخفيض العملات والتخفيض المضاد، ويمكن أن تنتقل هذه الموجة العالمية من سياسات التيسير الكمي من دولة إلى أخرى على نفس سياق التسابق في تخفيض قيمة العملات الذي حدث في فترة ما بين الحربين العالميتين، ومما لا شك فيه أن التحرك الذي قام به الاحتياطي الفيدرالي وردود الفعل من الكثير من البنوك المركزية في العالم تمثل جميعها إشارات لاحتمالات قيام حرب عملات بين المراكز التجارية الرئيسية في العالم<sup>4</sup>.

1- تعريف التيسير الكمي: التيسير الكمي أو التسهيل الكمي Quantitative Easing أو (QE): هو سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة؛ حيث يشتري البنك المركزي الأصول المالية لزيادة كمية الأموال المتاحة في الاقتصاد؛ ويتميز هذا الأسلوب عن السياسة النقدية المعتادة بأكثر شراء أو بيع للأصول المالية من أجل الحفاظ على معدلات الفائدة في السوق عند القيمة المستهدفة بجوار الصفر<sup>5</sup>.

كما يعتبر التيسير الكمي ممارسة يقوم بها البنك المركزي عند محاولته للحد من تأثير الركود الاقتصادي على الأنشطة الاقتصادية الحقيقية، عن طريق إصدار فائض من النقود (إصدار كمية جديدة من النقود وطرحها في الاقتصاد دون مقابل)، وقد تم استخدام هذا الأسلوب في بداية القرن الحادي والعشرين، عندما تم استخدام برنامج التسهيل الكمي الأول (QE1) بقيمة 1700 مليار دولار) للتخفيف من أثر الأزمة المالية من 2008-2009 من قبل الولايات المتحدة واليابان والمملكة المتحدة<sup>6</sup>.

فوفق سياسة التيسير الكمي ومن الناحية النظرية فإن النقود الجديدة يمكن توزيعها بين السكان، وهي تستخدم أساساً لشراء الأصول من المؤسسات المالية، والفكرة هي أن هذه الأموال سوف تتدفق إلى قطاعات أخرى من الاقتصاد، بهدف زيادة تشجيع الطلب والاستثمار.<sup>7</sup>

وعليه فإن التيسير الكمي يعمل بطريقتين على قيمة العملة<sup>8</sup>: الأولى أنه يشجع المضاربين على تخفيض قيمة العملة. والثاني أن وجود أكبر مبلغ من المال في التداول يخفض أسعار الفائدة، هذين الطريقتين (تخفيض قيمة العملة، وتخفيض أسعار الفائدة) يمكن من خلالهما للشركات المحلية اقتراض المال في البلاد وتقديمه (استثماره أو توظيفه) في بلد آخر حيث سعر الفائدة أعلى، وتحقيق ربح من خلال الفرق في أسعار الفائدة، كما أنه من الناحية الفنية، فهي تبيع العملة الوطنية في السوق الدولية، مما يقلل من قيمتها (حرب عملات بطريقة ذكية).

وفي هذا السياق قال باي مينغ، الباحث بمعهد التعاون الاقتصادي والتجاري الدولي التابع لوزارة التجارة الصينية<sup>9</sup>: إن سياسات التيسير الكمي التي اعتمدها بعض الدول مؤخراً تهدف في الأساس إلى إنعاش الاقتصاد الداخلي، لكنه أوضح أن سير مزيد من الدول على طريق تطبيق السياسات نفسها يؤدي إلى المنافسة على خفض قيمة العملات، وهو ما يثير المخاطر الكامنة إزاء وقوع "حرب عملات عالمية".

وعليه فإن التيسير الكمي (QE) هو عملية خلق النقود من فراغ، حيث سيقوم الاحتياطي الفيدرالي بزيادة الأساس النقدي (Monetary Base) في الولايات المتحدة، واستخدامه لشراء السندات الحكومية من المؤسسات المالية، التي يفترض أن تستخدم هذه الزيادة في الأساس النقدي في عمليات الإقراض وزيادة حجم الائتمان، وهو ما يؤدي إلى زيادة عملية خلق النقود بصورة مضاعفة، يعتمد ذلك على قيمة المضاعف النقدي<sup>10</sup>.

2- نماذج من سياسات التيسير الكمي: هناك أربعة نماذج أساسية من البنوك المركزية التي تبنت سياسة التيسير الكمي ونتج عنها صدى وتأثير (ردة فعل) في الاقتصاديات الأخرى، وهي الولايات المتحدة والصين واليابان والبنك المركزي الأوروبي عموماً؛ وتعتبر هذه البنوك نماذج نتيجة تأثر اقتصادياتها بالأزمة المالية الأخيرة وكذلك نتيجة رد فعل دولة تجاه دولة أخرى.

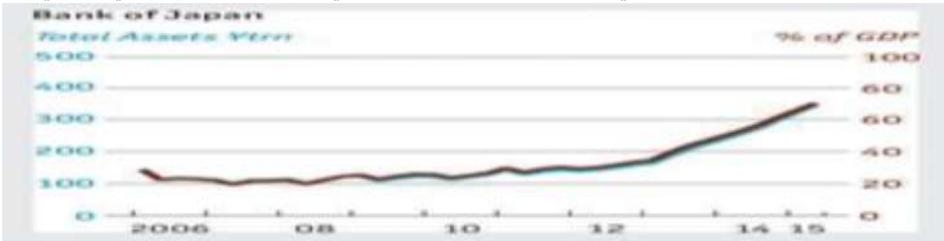
أ- النموذج الياباني QEP: يعبر بنك اليابان أول بنك اتبع سياسة التيسير الكمي وذلك في أعقاب انفجار اقتصاد الفقاعة المالية في اليابان في عام 1990م، ضعف النشاط الاقتصادي وأسعار السلع الاستهلاكية، وحدث الانكماش في مستوى النمو الاقتصادي؛ ما دفع بنك اليابان إلى تخفيض سعر الفائدة إلى الصفر بحلول عام 1999م، غير أن هذه العملية لم تأتي بالنتائج المرجوة؛ وفي مارس 2001، ونتيجة استمرار انخفاض أسعار السلع الاستهلاكية، وضعف النظام المصرفي، واحتمال تجدد الركود في أعقاب انهيار فقاعة تكنولوجيا المعلومات العالمية، دفعت البنك المركزي الياباني لإطلاق سياسة التيسير الكمي QEP، حيث تألفت QEP من ثلاثة عناصر رئيسية هي<sup>11</sup>:

1- عزز بنك اليابان مشترياته من السندات الحكومية، بما في ذلك السندات طويلة الأجل، وبعض الأصول الأخرى، من أجل المساعدة في تحقيق ضخ الزيادات المستهدفة، ورفع أرصدة الحسابات الجارية والاحتياطيات التي تحتفظ بها المؤسسات المالية في البنك المركزي الياباني؛

2- تم رفع هدف التضخم المستهدف إلى 2% بفعل زيادة حجم ميزانيته العمومية وانخفاض قيمة الين؛

3- بعد التسهيل الكمي انخفضت قيمة الين مقابل الدولار وانخفض مؤشر نيكبي بنسبة 28% بين عامي 2002 – 2004 وبعد هذه الفترة انخفض الدولار بنسبة 22% وبالتالي بدأ الاقتصاد المالي الياباني في تحقيق الاستقرار وخلال ذلك تعافى مؤشر نيكبي بحوالي 20%.

الشكل رقم(1): حجم التسهيل الكمي من طرف البنك المركزي الياباني كنسبة من الناتج المحلي الياباني.



المصدر: أ.د: ابراهيم السقا، حجم التسهيلات الكمية في البنوك الاربعة (الامريكي، الاوربي، البياني، الصيني)، متاح على: [http://www.aleqt.com/22/09/2015/article\\_459118.html](http://www.aleqt.com/22/09/2015/article_459118.html)

ب- النموذج الأمريكي: ردا على الركود الكبير والنمو البطيء والبطالة المرتفعة الناجمة عن الأزمة المالية في الفترة 2008-2009، سارع الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي لتحفيز الإقتصاد من خلال خفض سعر الفائدة إلى أدنى قيمة بجانب الصفر (من 0% إلى 0,25%)، وبدأ بنك الاحتياطي الفيدرالي في شراء الأوراق المالية ذات العائد الثابت مثل السندات الحكومية وغير الحكومية من خلال برنامجا سمي ببرنامج التيسير الكمي (QE1) يمتد من 25 نوفمبر 2008 حتى مارس عام 2010، والذي يقوم على أساس طرح كميات كبيرة جداً من الدولار الأمريكي (إصدار 1,25 تريليون دولار<sup>12</sup> دون رصيد أو مقابل) للتداول من قبل الحكومة لإعادة شراء سندات الحكومة الأمريكية، كل ذلك بهدف التأثير (تخفيض) على سعر صرف الدولار، لجعل السلع الأمريكية المعدة للتصدير منافسة لسلع الدول الناشئة<sup>13</sup>. ثم انتقل بنك الاحتياطي الفيدرالي إلى الدورة الثانية من التيسير الكمي، والذي أصبح يعرف باسم - الدورة الثانية من التيسير الكمي (QE2) - ويتضمن شراء بقيمة 600 مليار دولار من السندات قصيرة الأجل. هذا البرنامج الذي يمتد من نوفمبر 2010 حتى يونيو 2011؛ وفي سبتمبر 2012 أطلق بنك الاحتياطي الفيدرالي الدورة الثالثة من التيسير الكمي (QE3)؛ بالإضافة إلى ذلك، أعلن بنك الاحتياطي الفيدرالي (البنك المركزي الأمريكي) أنه سيبقي على أسعار الفائدة قصيرة الأجل منخفضة خلال عام 2015؛ ووفقا لذلك فقد اعتمد البنك المركزي الفيدرالي ما يسمى « بالتيسير الكمي اللانهائي»، وهي خطة لشراء 85 مليار دولار من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت في الشهر، و 40 مليار دولار من السندات المدعومة

بالرهن العقاري، و45 مليار دولار من سندات الخزنة بالولايات المتحدة لأجل غير مسمى بناء على الظروف الاقتصادية<sup>14</sup>.

ويأمل البنك الفيدرالي من خلال برامج سياسة التيسير الكمي الثلاثة حل أو التخفيف من أزمته المالية عبر ثلاثة محاور رئيسية هي<sup>15</sup>:

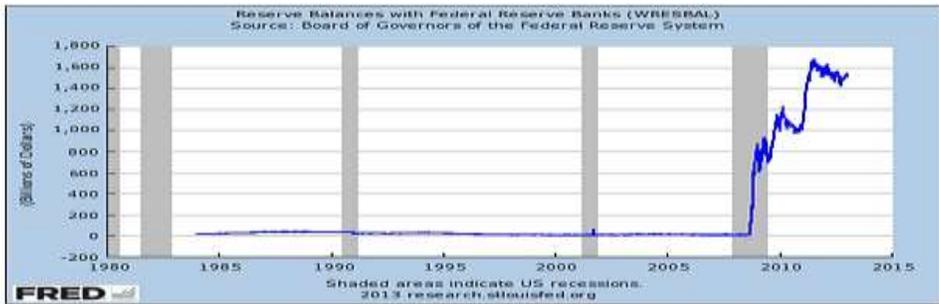
- أولها: تغيير مسار التدفقات المالية من أدوات الاستثمار الثابتة إلى القطاعات الإنتاجية التي توفر فرص عمل للعاطلين وترفع من حجم الصادرات؛

- وثانيا: خفض سعر صرف الدولار لزيادة القوة التنافسية للبضائع الأميركية مقارنة بنظيراتها الآسيوية والأوروبية في السوق المحلية الأميركية وفي الأسواق العالمية. ووفقا للمنطق الاقتصادي، كلما زاد المعروض النقدي من عملة ما، انخفض سعر صرف العملة حسب معادلة العرض والطلب، وكلما كانت عملة الدولة ضعيفة، كانت بضاعتها أرخص؛

- وثالثا: الضغط على الصين صاحبة الحصص الأكبر من الصادرات إلى السوق الأميركية والأسواق العالمية لرفع سعر عملتها اليوان، من أجل خفض الصادرات الصينية وزيادة الواردات الأميركية.

وفي هذا الصدد طالبت أميركا في اجتماع قمة العشرين الماضية (في سنغافورة 2014) بوضع سقف للفائض في الحساب الجاري، بحيث لا يتجاوز 40% من إجمالي الناتج المحلي، وهذا الشرط رفضته الدول صاحبة الفوائض وعلى رأسها الصين «50,0% نسبة الفائض إلى الناتج المحلي»، كما رفضته كذلك ألمانيا؛ ويلاحظ أن هذا الشرط الذي لا يتوافق مع حرية التجارة، حيث وضعه وزير الخزنة الأميركي تيموثي غايتنر على أمل خفض صادرات الصين إلى الولايات المتحدة، لمساعدة الشركات الأميركية على زيادة مبيعاتها في السوق المحلية؛ إضافة إلى هذه الأهداف التي تأمل أميركا تحقيقها من سياسة التيسير الكمي وتبني سعر الفائدة المنخفضة على الدولار لأجل طويل، هنالك هدف آخر وهو تقليل حجم أقساط الديون القومية التي تدفعها للدائنين باعتبارها أكبر الدول مديونية في العالم.

الشكل رقم(2): حجم التسهيلات الكمية الموفرة من طرف الاحتياطي الفيدرالي



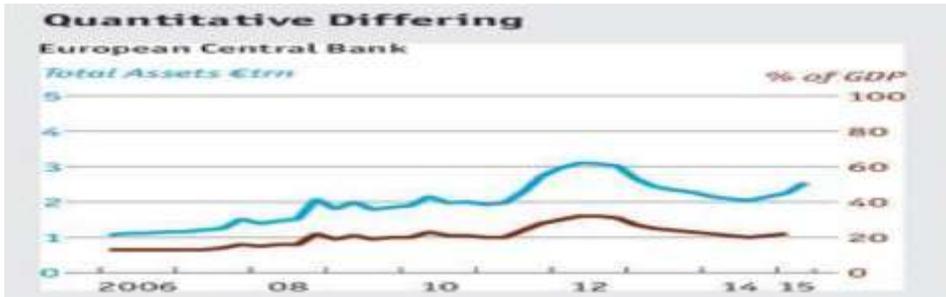
Source: Amy Hennessy, Nontraditional Monetary Policy: Paying Interest on Reserves,

<https://www.frbatlanta.org/education/publications/extra-credit/2014/spring/primer-on-nontraditional-monetary-policy-tools-paying-interest-on-reserves.aspx>.

3- النموذج الأوروبي: عقب التردد المتواصل منذ سنة 2009، أقر المركزي الأوروبي أخيراً برنامج "التيسير الكمي" لإخراج أوروبا من ورطة الركود الاقتصادي العميق الذي ارتفعت فيه معدلات البطالة، وانحصر فيه النمو، ودفع الاستثمارات إلى الهجرة؛ حيث يتجه البرنامج الكمي الأوروبي إلى شراء سندات حكومية وخاصة بقيمة 60 مليار يورو (حوالي 70 مليار دولار) شهرياً بدايةً من مارس 2015 حتى سبتمبر 2016. وتقدر قيمته الإجمالية بحوالي ترليون يورو (1.1 ترليون دولار).

ويهدف برنامج التيسير الكمي الأوروبي إلى تحفيز النمو الاقتصادي في منطقة اليورو ومواجهة انخفاض التضخم الذي سجل 0.2% خلال ديسمبر 2014. عبر ضخ أموال مباشرة في خزائن حكومات منطقة اليورو من خلال شراء سندات الديون لمساعدتها على زيادة الإنفاق؛ كما يعمل البرنامج كذلك على شراء سندات الشركات الرئيسية والمهمة لاقتصاديات منطقة اليورو، حتى تتمكن من الاستثمار وتمويل مشاريع جديدة أو توسيع مشاريعها القائمة؛ ولكن كذلك من النقاط المهمة لهذا البرنامج، أنه سيوسع الكتلة النقدية، وهو ما يعني عملياً انخفاض قيمة اليورو التي ستعمل لاحقاً خلال العام الجاري على زيادة تنافسية البضائع الأوروبية، وبالتالي زيادة حجم الصادرات.

الشكل رقم(3): حجم التسهيل الكمي من طرف البنك المركزي الأوروبي كنسبة من الناتج المحلي الأوربي.



المصدر: أ.د. ابراهيم السقا، حجم التسهيلات الكمية في البنوك الاربعة (الأمريكي، الأوربي، الياباني، الصيني)، متاح على: [http://www.aleqt.com/22/09/2015/article\\_459118.html](http://www.aleqt.com/22/09/2015/article_459118.html)

كما أفاد مركز بحوث الاقتصاد والأعمال أن بنك بريطانيا (بنك أوف أنجلاند) قد دخل على خط سياسة التيسير الكمي، وذلك من خلال قراره بشراء سندات حكومية بمبلغ 100 مليون جنيه إسترليني (حوالي 160 مليون دولار). لمساعدة عملية النمو في الاقتصاد البريطاني، في الوقت الذي قامت فيه الحكومة بتخفيض الإنفاق العام؛ حيث تقوم الحكومة البريطانية حالياً بأكبر عملية تخفيض للإنفاق العام منذ الحرب العالمية الثانية، وذلك نتيجة لبلوغ العجز في الميزانية لمستويات قياسية، ومما لا شك فيه أن مثل هذه الإجراءات خلال الأزمة لا يعد إجراء مناسباً لأنه يمكن أن يجر الاقتصاد إلى تراجع مزدوج؛ ولإبعاد شبح هذا التراجع المزدوج يحاول البنك المركزي البريطاني تحفيز الاقتصاد من خلال هذه الإجراءات، حتى يتمكن الاقتصاد من

استعادة توازنه نتيجة لاحتمال أن يؤدي خفض الإنفاق إلى تقييد النمو، ويعتبر القرار البريطاني جزء من خطة التحفيز الاقتصادي لبريطانيا<sup>16</sup>.

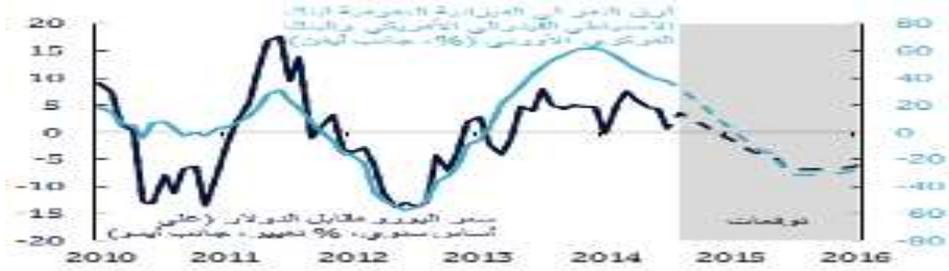
## ثانياً: آلية انتقال أثر سياسة التيسير الكمي إلى النشاط الاقتصادي.

تهدف سياسة التيسير الكمي التي تلجأ إليها الكثير من البنوك المركزية العالمية خاصة في الدول المتقدمة الغنية، إلى طبع المزيد من النقود واستخدامها في شراء الأصول الحكومية والخاصة عالية المخاطر والمعرضة للانهيار، بهدف توفير الاحتياطيات بما يعمل على زيادة معدلات السيولة بالمجتمع ومن ثم زيادة معدلات الطلب على هذه الأصول وما يترتب على ذلك من ارتفاع قيمتها من جديد.

وعلى هذا الأساس فمنذ بداية الأزمة المالية العالمية في العام 2008، حققت أربعة بنوك مركزية في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة ومنطقة اليورو واليابان ما يزيد على 4,7 تريليون دولار من السيولة في اقتصادياتها مما دفع أسعار الفوائد إلى مستويات منخفضة جداً (حوالي الصفر)؛ وتتوافق الآراء على أن هذه الإجراءات دفعت بنمو الناتج المحلي من 1% إلى 3% ومنعت فشلاً ذريعاً في النظام المالي العالمي؛ وبمجرد ما دفعت أسعار الفوائد نحو الصفر تحولت المصارف المركزية نحو سياسات نقدية غير تقليدية لتقديم المزيد من الحوافز للمال والاقتصاد، وتشمل هذه السياسات توفير السيولة ومنح التسهيلات الائتمانية للمصارف، والقيام بعمليات شراء واسعة النطاق للأصول (المعروفة بالتيسير الكمي).

وتتم آلية عمل سياسة التيسير الكمي بشراء السندات طويلة الأجل، ما يؤدي إلى زيادة سعرها، وتخفيض العائد عليها، وبالتالي يخفض من الحافز لوضع السيولة الموجودة في السوق في أدوات استثمار طويلة الأجل، ويحفز المستثمرين لاستثمارها في أصول حقيقية للحصول على عائد أكبر؛ وعلى عكس عمليات السوق المفتوحة الكبيرة، فهي تتم دون تحديد لمعدل الفائدة، إنما بتحديد قيمة حزمة التيسير الكمي التي ستتم على فترات محددة؛ في وقت يقوم الاحتياطي الفيدرالي بعملية التيسير الكمي الثالثة، كما يقوم بذلك كل من البنك المركزي الياباني، وبنك إنجلترا، ويقوم البنك المركزي الأوروبي بعملية مشابهة، لكن لشراء السندات السيادية لخفض ضغوط الأسواق عليها، لكنها في الأخير ستؤدي إلى سيولة أكبر في الأسواق<sup>17</sup>.

الشكل رقم(4): نمو الميزانية العمومية لبنك الاحتياطي الفيدرالي مقابل نمو ميزانية البنك المركزي الأوروبي نتيجة سياسة التيسير الكمي أدي الى التغيير في سعر صرف اليورو مقابل الدولار.



المصدر: البنك المركزي الأوروبي ويوروستات ومجلس بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي .

كما أنه في الحالة الطبيعية، يتم تنفيذ السياسة النقدية بتحديد معدل مستهدف للفائدة، ومن ثم يقوم البنك المركزي من خلال عمليات السوق المفتوحة بشراء وبيع السندات قصيرة الأجل بهدف الوصول إلى هذا المعدل، لكن في الوضع الحالي، فإن معدل الفائدة منخفض جداً، لكن مع ذلك فهناك مشكلة في أن هذا المعدل لا يؤدي إلى تحفيز الاستثمار، إنما يؤدي بمالكي رأس المال إلى الاحتفاظ بالسيولة لأجل طويلة لأن المخاطرة أقل؛ ومن هنا فالسياسة النقدية في هذه الحالة تكون أقل فاعلية، لأن البنك المركزي لا يستطيع تخفيض الفائدة أكثر مما هي منخفضة، وهنا يكون الاقتصاد قد وقع فيما يسمى مصيدة السيولة (Liquidity Trap)، وعندما يكون الاقتصاد قد استنفد وسائل التحفيز المالية، وعندما يكون العجز في الموازنة وحجم الدين كبيراً، فيكون هناك حاجة إلى اللجوء إلى أدوات غير تقليدية للسياسة النقدية لتحفيز الاقتصاد، مثل عملية التيسير الكمي .

### ثالثاً: أهداف وإنعكاسات سياسة التيسير الكمي:

تنطوي عملية استخدام سياسة التيسير الكمي على مجموعة من الأهداف الإيجابية للمتغيرات الاقتصادية خاصة في الظروف الصعبة كحالة الأزمات، لكن في نفس الوقت وعلى المدى المتوسط والطويل تنعكس محاسن سياسة التيسير الكمي إلى آثار سلبية وربما أزمات جديد تلحق بالاقتصاد المعني.

#### 1- الأهداف الإيجابية لسياسة التيسير الكمي<sup>18</sup>:

✓ تهدف سياسة التيسير الكمي إلى خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل على الأدوات المالية ذات العائد الثابت مثل السندات الحكومية وغير الحكومية، وبالتالي تصبح هذه السندات غير جاذبة للاستثمارات، لأن العائد عليها ضئيل مقارنة بالعوائد الاستثمارية المتغيرة في الأسهم والقطاعات الإنتاجية وإقراض الشركات، بهذه الحيلة يأمل رئيس مصرف الاحتياطي الفيدرالي أن يجبر البنوك الأمريكية على الاستثمار في القطاعات الإنتاجية عبر زيادة القروض إليها وإلى القطاع الخاص والشركات، وبالتالي يتمكن من رفع معدل النمو الاقتصادي وخلق فرص عمل جديدة لجيوش العاطلين عن العمل في أميركا الذين قارب معدلهم 10% من القوة العاملة.

✓ تهدف سياسة التيسير الكمي عموماً إلى تحقيق ثلاثة أهداف رئيسية، أولها تغيير مسار التدفقات المالية من أدوات الاستثمار الثابتة إلى القطاعات الإنتاجية التي توفر فرص عمل وترفع من حجم الصادرات، وثانياً خفض سعر صرف العملة لزيادة القوة التنافسية للبيضات الوطنية مقارنة بنظيراتها من الدول الأخرى في السوق المحلية والعالمية. ووفقاً للمنطق الاقتصادي، كلما زاد المعروض النقدي من عملة ما، انخفض سعر صرف العملة حسب معادلة العرض والطلب، وكلما كانت عملة الدولة ضعيفة، كانت بضاعتها أرخص. وثالثاً تسهيل الائتمان البنكي وتوفيره بما يكفي لبعث النشاط الاقتصادي (إنتاج، تشغيل، تصدير...) وبنسب فائدة مغرية (تقريب معدومة أو معدومة) لطالبي القروض البنكية، وهو ما يعزز الثقة المفقودة في النظام المالي.

✓ تقليل حجم أقساط الديون القومية التي تدفعها للدائنين؛ خصوصاً بالنسبة إلى الاستثمارات الأجنبية في سندات الخزينة الأميركية؛ إذ أشارت توقعات وحدة الأسواق العالمية في مصرف «سي آي بي سي»، إلى أن عائدات هذه السندات مقبلة على انخفاض تتراوح نسبته بين 5 و8 في المائة نهاية عام 2012، فقد بلغت قيمة الاستثمارات الأجنبية في سندات الخزينة الأميركية أربعة تريليون دولار في أوت 2012، لكنها في الواقع تتجاوز 10 تريليون دولار، مع الأخذ في الاعتبار سندات المؤسسات شبه الحكومية العاملة في مجال الرهن العقاري، وسندات الشركات الأميركية وأسهمها.

✓ إن من الأهداف الخفية الأساسية في خطة التيسير الحالية هي أنه من المتوقع أن يترتب عليها تغير واضح في الأوضاع النسبية للعملة العالمية بالنسبة للدولار، وهو ما ينعكس على القدرات التنافسية لعدد كبير من الدول بما فيها الصين، حيث ستؤدي خطة التيسير الكمي إلى تزايد الضغوط على اليوان نحو الارتفاع، وهو الأمر الذي حاولت الصين جاهدة طوال السنوات السابقة أن تتجنبه، وذلك من خلال التدخل المكثف في سوق الصرف الأجنبي للحفاظ على اليوان أقل من قيمته الحقيقية.

2- انعكاسات (سلبيات) سياسة التيسير الكمي على الاقتصاد المحلي والعالمي<sup>19</sup>:

❖ - أسهمت هذه السياسة بشكل مباشر في إضعاف الدولار كما رفعت أسعار السلع و على رأسها النفط والذهب والمعادن الأخرى.

❖ - ويقول اقتصاديون، وعلى رأسهم رئيس البنك المركزي الأميركي السابق آلان غرينسبان، إن سياسة التيسير الكمي ستعمل على رفع التضخم لمعدل قياسي سيكون من الصعب السيطرة عليه في المستقبل.

❖ - كما أن بعض الاقتصاديين، وعلى رأسهم رئيس البنك الدولي، يرى أن سلبيات سياسة «التيسير الكمي الثانية» ضخمة، خاصة أثارها في الاقتصاديات الناشئة. حيث يقول إن التدفقات الدولارية على الأسواق الناشئة نتيجة سياسة التيسير الكمي، لأنه ستندفق هذه الاستثمارات بسبب الفارق في معدلات النمو، وبالتالي الفارق في العائد الأعلى الذي ستحققه الشركات الأميركية في أسواق آسيا والأسواق الناشئة مقارنة بالسوق الأميركية.

❖ - ويقول اقتصاديون أميركيون إنه رغم مخاطر سياسة التيسير الكمي المتمثلة في إضعاف الدولار واحتمالات «التضخم الجامح» الذي سيأكل القيمة الحقيقية لمخدرات ودخول مواطني أميركا، لا تمنح السياسة ضمانات بشأن إنعاش الاقتصاد وتنشيط الإقراض للأعمال التجارية الصغيرة والمتوسطة.

❖ - أن الخطر الحقيقي لخطط التيسير الكمي ليس على معدلات التضخم في الولايات المتحدة، بقدر ما هو على معدلات التضخم العالمي؛ حيث من المتوقع أن تأخذ أسعار السلع التجارية الدولية في الارتفاع، مثلما حدث بالنسبة لأسعار النفط، ارتفاع أسعار السلع التجارية يعرض معظم دول العالم لصدمة تضخم مستورد، الأمر الذي سيرفع من درجة عدم التأكد ومن ثم يؤثر سلباً في الآفاق المستقبلية للنمو في العالم.

❖ - في الدول التي تحتفظ باحتياطيات ضخمة من الدولار، التي تشعر الآن أنها في ورطة كبيرة، مثل الدول الناشئة، بصفة خاصة الصين، التي تجد نفسها في موقف لا تحسد عليه؛ من وجهة نظر الصين فإن خطة التيسير الكمي ستؤدي إلى تحقيق أضرار أكثر من المنافع المتوقعة لها، والحقيقة عندما نحلل الآثار المحتملة للتيسير الكمي في الصين سنجد أن مخاوف الصين مبررة إلى حد كبير، فاحتياطياتها الضخمة من الدولار تتراجع في القيمة، بينما تجد أن الخيارات المتاحة أمامها للتعامل مع هذه المواقف محدودة جداً، حيث لا تستطيع للأسف أن تفعل شيئاً في الأجل القصير، لأن أي تحرك على نطاق واسع من جانب الصين للتخلص من احتياطياتها الدولية يمكن أن يترتب عليه انخفاض كبير في قيمة الدولار تدفع ثمنه الصين وليس الولايات المتحدة.

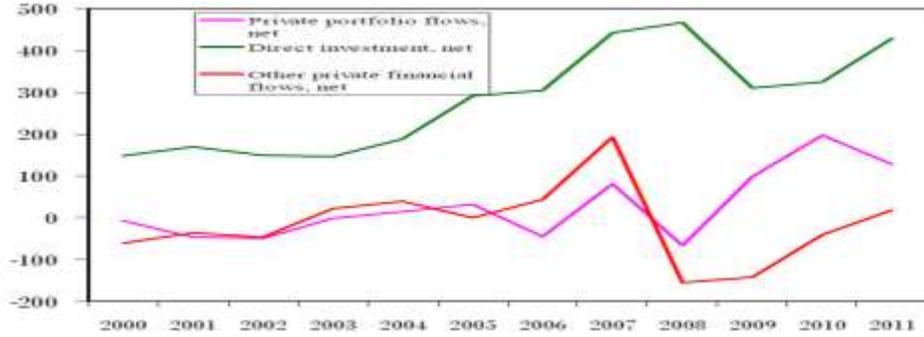
❖ - أسوأ نتائج التيسير الكمي، سيكون على الدول الفقيرة، حيث تمثل السلع الأولية مثل الغذاء، عماد الرقم القياسي للأسعار في تلك الدول، وبالتالي من المتوقع أن تواجه تلك الدول فاتورة غذاء ضخمة في موازين مدفوعاتها، فضلاً عن تزايد الضغوط التضخمية، مع تراجع قيمة الدولار.

❖ - أن هناك مخاوف حقيقية بأن تلجأ بعض دول العالم، بصفة خاصة الدول الناشئة، في محاولة منها للدفاع عن أسواق الأصول بها، إلى وضع قيود على تدفقات رؤوس الأموال لتفادي التدفقات الضارة لرؤوس الأموال الساخنة، بصفة خاصة الدولار، على أسواق المال بها، حيث يمكن أن يتسبب ذلك في فقاعة أصول في هذه الدول، ولا شك أن تقييد تدفقات رؤوس الأموال عبر العالم سيؤثر سلباً في معدلات النمو الكامن، و باختصار شديد، العالم كله، غنيه وفقيره، يقع الآن في مرمى النيران التي أطلقها الاحتياطي الفيدرالي في إطار خطته للتيسير الكمي.

❖ - وعلى الجانب الآخر، ستواجه دول الاقتصاديات الناشئة مشكلة التعامل مع هذه السيولة الضخمة التي ستندفق إلى اقتصادياتها، وذلك بسبب بحث المستثمرين عن عائد أكبر، بالطبع ليس كل تدفق رأسمالي ذا عائد إيجابي على الاقتصاد، خصوصاً إذا كانت طبيعته قصيرة الأجل؛ نتيجة ذلك سيحدث ارتفاعاً في أسعار صرف عملات هذه الدول، وانخفاض تنافسية منتجاتها، في مقابل رخص منتجات الدول التي تتبنى عملية التيسير الكمي، وزيادة تنافسية صادراتها. وهذا بالطبع ما يجعل الكثير من دول الاقتصاديات الناشئة تتخذ إجراءات مضادة لذلك من خلال فرض القيود على تدفقات رأس المال، وهو ما حدا بوزير مالية البرازيل القول إن الحزمة الثالثة من التيسير الكمي للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي هو عبارة عن إعلان حرب عملات.

الشكل رقم (5): حجم التدفقات المالية إلى الاقتصاديات النامية الناتجة عن سياسة التيسير

الكمي.



المصدر: الأمم المتحدة، حالة وأفاق اقتصاد العالم خلال عامي 2012-2013، ص 11.

### الخاتمة:

يعتبر التيسير الكمي إحدى أدوات السياسة النقدية غير التقليدية التي تستخدم في أوقات الأزمات؛ حيث تلجأ إليه البنوك المركزية في الظروف غير الطبيعية مثل الأزمة الحالية، فالسياسة النقدية إما أن تستهدف معدل الفائدة من خلال رفع أو تخفيض معدلات الفائدة، حسب مقتضيات النشاط الاقتصادي، أو تستهدف السياسة النقدية كمية النقود المتداولة في الاقتصاد، والتيسير الكمي هو الأداة المناسبة في حالة الظروف الاقتصادية غير العادية لتحقيق ذلك وفق ثلاثة محاور رئيسية هي:

- تغيير مسار الاستثمارات من الاستثمار في الأوراق المالية ذات العوائد الثابتة (قطاع غير منتج) إلى القطاعات الإنتاجية التي توفر فرص عمل وترفع من حجم الصادرات؛

- خفض سعر صرف العملة المحلية لزيادة القوة التنافسية للسلع المحلية مقارنة بنظيراتها الأجنبية في السوق المحلية والعالمية، ووفقاً للمنطق الاقتصادي، كلما زاد المعروض النقدي من عملة ما، انخفض سعر صرف العملة حسب معادلة العرض والطلب، وكلما كانت عملة الدولة ضعيفة، كانت بضاعتها أرخص (زيادة الصادرات وخفض الواردات)؛

- الدفع بالدول المجاورة صاحبة الحصص الأكبر من الصادرات إلى السوق المحلية لرفع سعر عملتها، من أجل خفض الصادرات إليها وزيادة الواردات منها وبالتالي عكس تدفقات رأس المال من وإلى البلد صاحب سياسة التيسير الكمي.

لكن النتيجة غير المرغوب فيها لسياسة التيسير الكمي هي أن مجموعة كبيرة من الدول تلجأ إلى التدخل لإضعاف عملتها عمداً، ومن خلال عدة وسائل، مثل بيع العملة المحلية وشراء عملات أجنبية، وخفض معدلات الفائدة، وطباعة المزيد من العملة لخفض قيمتها، والهدف من ذلك هو حماية اقتصادها ومؤشرات توازنه (خاصة الميزان التجاري) ودعم الصادرات وقطاع العمل؛ وهو ما ينبأ بأن أزمة حرب عملات تلوح في الأفق الاقتصادي الذي لم يتعافى بعد من الأزمة الاقتصادية التي يبحث عن الخروج منها بانتهاج سياسة التيسير الكمي.

## نتائج الدراسة وتوصياتها:

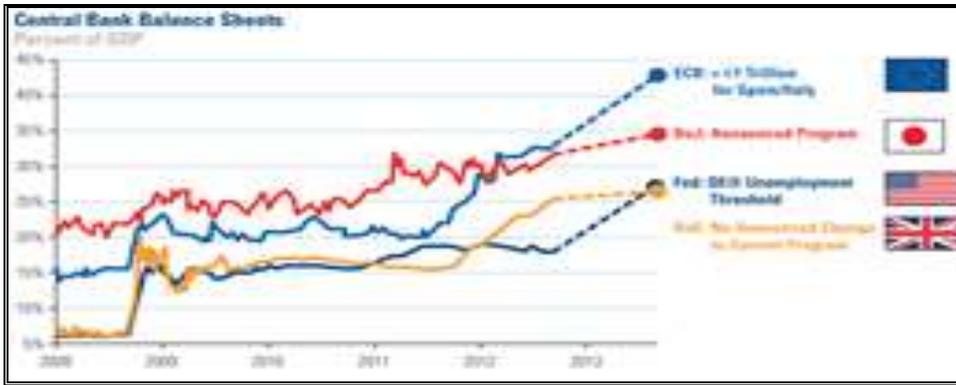
- على مجلس الاحتياط الفيدرالي أن يدعم القطاعات الإنتاجية، بدلا من التركيز فقط على ضخ الأموال في البنوك وأسواق المال، كما إن سياسة التيسير الكمي التي تسعى إلى تقليل العائد على السندات والأدوات المالية ذات العائد الثابت أملا في دفع البنوك والمستثمرين للاستثمار في القطاعات الإنتاجية قد لا تكون سياسة ناجحة.
- رغم أن حزمة التيسير الكمي الأولى التي قام فيها الاحتياط الفيدرالي بضخ 1,75 تريليون دولار، نجحت في وقف إفلاس العديد من الشركات عبر تنظيف محافظها من الأصول المالية الخطرة والسندات الفاسدة وجزء من رهونات العقارية، ولكنها لم تنجح في تحقيق أهداف النمو الاقتصادي وخفض معدل البطالة في أميركا الذي واصل الارتفاع إلى قرابة 10.0%.
- لضمان نجاح سياسة التيسير الكمي اتجهت الصين إلى الاستثمار مباشرة في الشركات الصينية لإنعاش التوظيف وحقت مكاسب مادية مباشرة من جباية الضرائب على الوظائف التي خلقتها من أموال التحفز، كما لجأت بريطانيا إلى شراء حصص رئيسية في الشركات المصرفية، وحقت أرباحا من ذلك.
- إن البنوك الأميركية التي حصلت على أموال رخيصة بنسبة فائدة تقارب الصفر، تسعى إلى دعم مراكزها المالية، كما تسعى إلى تحقيق أرباح من المتاجرة بالأموال في السلع والمعادن والمضاربة على الأسهم في الأسواق الناشئة. وهذا حقيقة ما يقلق بال الدول الناشئة التي تتخوف من حدوث فقاعة موجودات تسهم لاحقا في إنتاج أزمة مالية شبيهة بالأزمة التي ضربت الأسواق المالية الآسيوية في نهاية القرن الماضي.
- إن سياسة التيسير الكمي التي تواصل إضعاف الدولار على حساب العملات الرئيسية الأخرى مثل اليورو والين تزرع الرعب في اقتصاديات أوروبا التي ترى في هذه السياسة تشويها لسعر صرف الدولار وإحداث سياسة نقدية مصطنعة تعبر كثيرا عن سياسة حرب العملات؛ وبالتالي تهدد استقرار سوق الصرف العالمية وتضرب الصادرات الأوروبية و العالمية من خلال تقليل تنافسية البضائع المسعرة بالعملات غير الدولار خاصة الأورو.
- إن استمرار تراجع قيمة الدولار بصورة حادة في أسواق الصرف الأجنبي، وهو ما يضع الدول التي تربط عملاتها بالدولار مثل دول الخليج، وكثير من الدول النامية في العالم في خطر، حيث تصبح تلك الدول مجبرة الآن على أن تستورد السياسة النقدية للاحتياطي الفيدرالي الذي يتبع سياسات فضفاضة، والتي ربما تكون سياسات مناسبة لأوضاع الاقتصاد الأمريكي، ولكنها بالتأكيد تعد غير مناسبة لتلك الاقتصاديات، خاصة بالنسبة للاقتصاديات الناشئة، ومن المؤكد أن مثل هذه السياسات سيترتب عليها آثار معاكسة في النمو، نتيجة ارتفاع أسعار الأصول.

- بدأت الآن الأمم المتحدة و مجموعة من الدول في البحث عن كيفية بناء نظام نقدي عالمي جديد من خلال إنشاء عملة دولية موحدة تحت رعاية الأمم المتحدة تم بها التبادل و التحويل المالي الدولي بين جميع الدول.

وفي الأخير يمكن القول إن سياسة التيسير الكمي، رغم مخاطرها العديدة وما جلبته من انتقادات وتوتر في علاقات أميركا مع حلفاء رئيسيين لها في أوروبا وآسيا، ليست هنالك ضمانات كافية تشير إلى نجاحها في تحقيق أهداف زيادة معدل النمو وتوفير فرص عمل جديدة، ما يجعلها سياسة غير مؤكدة النتائج.

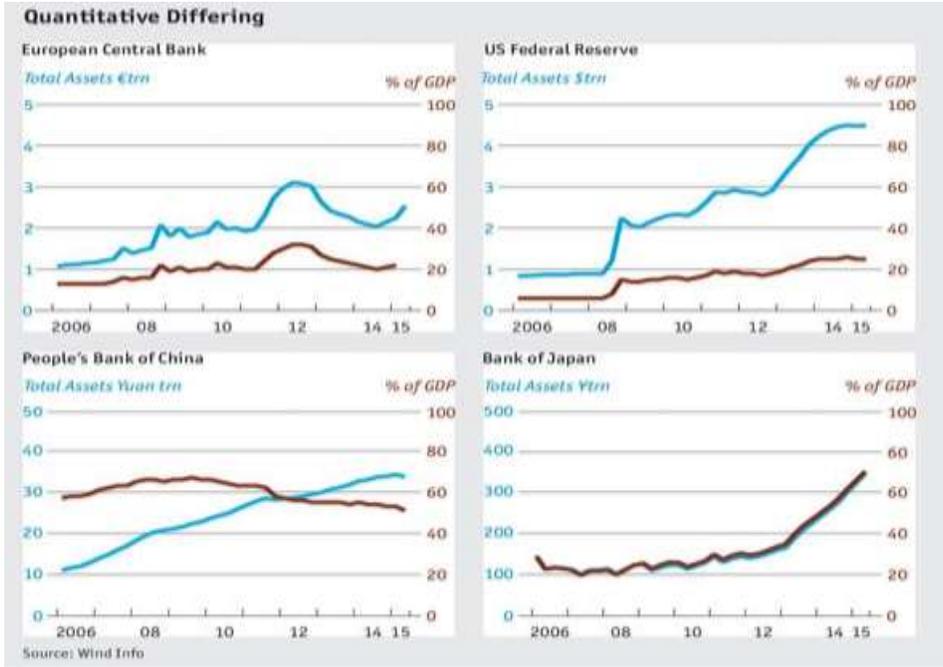
الملاحق:

الملحق رقم(1): حجم موازنات البنوك المركزية في بعض الدول المتقدمة كنسبة من الناتج في الفترة 2008-2013.



المصدر: صندوق النقد العربي، تقرير أفاق الاقتصاد العربي، افريل 2015، ص 8.

الملحق رقم(2): حجم التسهيلات الكمية كنسبة من الانتاج المحلي (GDP) في نماذج البنوك السابقة.



المصدر: أ.د. ابراهيم السقا، حجم التسهيلات الكمية في البنوك الاربعة (الامريكي، الاوربي، الياباني، الصيني)، متاح على: [http://www.aleqt.com/22/09/2015/article\\_459118.html](http://www.aleqt.com/22/09/2015/article_459118.html)

### قائمة المراجع والإحالات:

1. عقيل جاسم، النقود والبنوك، منهج نقدي ومصرفي، مكتبة الخamad للنشر، عمان 1999، ص 207.
2. عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية على المستوى القومي، تحليل كلي، مجموعة النيل العربية، القاهرة 2003، ص 90.
3. REUTERS Yuriko Nakao, **GLOBAL CURRENCY WAR**, october 2010,P3.
4. Ronald McKinnon, and Zhao Liu, **Modern Currency Wars**, The United States versus Japan, ADBI Working Paper Series437, October 2013, P8 .
5. موسوعة ويكيبيديا، بتصرف، متاح على: [www.ar.wikipedia.org](http://www.ar.wikipedia.org) 05/02/2014
6. URI DADUSH aned Vera eldelman. **CURRENCY WARS**.carnegie endowmentmeet 2011.P13.
7. DANIEL Gro (Director CEPS, Brussels, Belguim), **Currency Wars?**, Intereconomics6- 2010, P339.
8. RONALD McKinnon, and Zhao Liu, **op cit** , p4.
9. الدكتور جواد العناني، حرب العملات بين الصراع الاقتصادي والانكفاء القومي، متاح على: <http://arabic.news.cn/big/2013.htm> 03-02-2014
10. ANUCHA Magavi, **Quantitative Easing-A Blessing or a Curse?** CRISIL Young Thought Leader 2012, P3.

11. David Bowman, **Quantitative Easing and Bank Lending: Evidence from Japan**, Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers, Number 1018, June 2011.
12. بدأ البرنامج الذي أعلن عنه بنك الاحتياطي الفيدرالي ب 600 مليار دولار ثم توسيع البرنامج إلى 1.25 تريليون دولار في 18 مارس 2009. نتيجة بروز ملامح التحسن في مؤشرات الاقتصاد الأمريكي.
13. Kristie Pelletier and Michael Coffman. **The Global Financial Death Spiral?. Part II-China, Currency Wars and the U.S. Dollar**. 26August 2013,
14. Marcel Fratzscher, **On the international spillovers of US Quantitative Easing**, Working Paper SerieS, NO 1557 / june 2013, P4.
15. BY JOSEPH E. Gagnon, **Paper Currency Wars**. Peterson Institute for International Economics. January 2013.
16. اد. محمد إبراهيم السقا، بريطانيا تدخل على خط التيسير الكمي، متاح على (2014-03-02):  
<http://alphabetargam.com/article/>
17. د.فهد إبراهيم الشثري، التيسير الكمي وتدفقات رأس المال وحرب العملات، متاح على:  
[http://www.aleqt.com/2012/11/03/article\\_706441.html](http://www.aleqt.com/2012/11/03/article_706441.html) (2014-02-26):
18. Kapetanios, George, Haroon Mumtaz, Ibrahim Stevens, and Konstantinos Tehodoridis, **Assessing the Economy-wide Effects of Quantitative Easing**, Economic Journal 122, History 2012 ,pp 316-347.
19. Fratzscher, Marcel, Marco Lo Duca and Roland Straub, **A Global Monetary Tsunami? On the Spillovers of US Quantitative Easing**, European Central Bank ,November 2012.