

التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية

أ.م.د عبد العزيز شويش عبد الحميد/ كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة تكريت

م. بشرى عبد الباري احمد/ كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة تكريت

المستخلص:

يتناول هذا البحث موضوع التسهيل الكمي الذي هو احد أدوات السياسة النق دية المستحدثة التي تستخدمها بعض البنوك المركزية لمعالجة بعض المشكلات الاقتصادية في بلدانها . وهو أداة مكملة لأدوات السياسة النقدية التقليدية، وصممت لمعالجة المشكلات التي عجزت تلك الأدوات عن حلها.

لقد كانت أسعار الفائدة في الولايات المتحدة واليابان ود ول الاتحاد الأوروبي منخفضة جدا منذ نهاية التسعينات، وهذا ما حدّ من فعالية الأدوات التقليدية. مما حدا بالبنوك المركزية لاستخدام التسهيل الكمي للوصول إلى الأهداف التي تريدها.

إن التسهيل الكمي يقوم على أساس قيام البنك المركزي باستخدام النقود المصدرة من قبله لشراء الأوراق المالية التي ت عثرت أسعارها ولاسيما طويلة الأمد ، لتحقيق عدة أهداف منها رفع أسعار الأوراق المالية بسبب ازدياد الطلب عليها وزيادة سيولة المصارف التجارية التي تحوز تلك السندات. وبالتالي معالجة أزمات السيولة التي عصفت بتلك المصارف وقادت إلى ا لأزمات الاقتصادية في الولايات المتحدة ودول الاتحاد الأوروبي والى الانكماش الاقتصادي في اليابان . لقد عالجت هذه الأداة كثيرا من المشكلات التي عانتها اقتصادات هذه الدول منذ بداية الألفية الثالثة . إلا إن الدراسات التي حاولت تتبع آثار التسهيل الكمي في المتغيرات الاقتصادية لم تثبت بعد نتائج نهائية ومؤكدة عن أثره في التضخم وفي أسعار الموجودات المالية وأسعار الصرف وأسعار الفائدة على المدى الطويل ولا زالت الآراء بشأن ذلك في طور التكهّنات.

Abstract:

This paper deals with the quantitative easing, which is a monetary policy tool developed and used by some central banks, to treat some of the economic problems in their own countries, It is complementary tool in

addition to the traditional monetary policy tools, designed to treat the problems that these tools failed to solve.

Interest rates have been very low in the United States, Japan and the EU countries since the end of the nineties, and this is what limited the effectiveness of traditional tools. Prompting central banks to use quantitative easing to reach the goals they want.

The quantitative easing is based on using money issued by central banks to buy securities which prices have stalled, especially those of long-term, for the purpose of rising their prices and increase the liquidity of commercial banks that hold those bonds. And thus treat the liquidity crises that engulfed those banks and eased the economic crisis in the United States and the countries of the European Union and the economic downturn in Japan.

This tool solved many problems experienced by the economies of these countries since the beginning of the third millennium. However, studies that tried to track the effects of quantitative easing on economic variables did not prove final and certain results about its impact on inflation and the prices of financial assets, exchange rates and interest rates on long-term and views on it still as a expectations.

المقدمة:

تزداد المشكلات الاقتصادية تعقيدا ويتعمق أثرها في الدول والمجتمعات وذلك تزامنا مع تطور الاقتصاد العالمي وتزايد وانتشار مظاهر العولمة وترابط الأسواق واشتداد المنافسة بين الدول والمؤسسات ولا سيما متعددة الجنسية معها.

إن اثر تلك المشكلات يظهر أولا في القطاع المالي والنقدي إذ تقع على عاتق البنوك المركزية مهمة إدارة السياسة النقدية بأساليب متجددة ومبتكرة، وذلك في ضوء عجز الأساليب التقليدية عن مجابهة مشكلات متجددة بعوامل متغيرة . وفي هذا السياق ظهر التسهيل الكمي في بداية القرن الحادي والعشرين كأداة جديدة استخدمتها البنوك المركزية في اليابان أولا ثم في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة والاتحاد الأوروبي . وقد أسهمت هذه الأداة في تجاوز أزمات مالية ومصرفية خطيرة .

وفي هذا البحث سنحاول تعريف هذه الأداة وبيان ظروف ومبررات استخدامه ثم استعراض طبيعة استخدامها في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة واليابان والاتحاد الأوروبي ثم بيان أثرها في بعض المتغيرات الاقتصادية واستعراض سلبياتها المحتملة. وقد ختم البحث ببعض ما تراءى لنا من استنتاجات وتوصيات.

أولاً: منهجية البحث:

١ - مشكلة البحث: تقوم المصارف المركزية بممارسة عملها في إدارة السياسة النقدية لبلدانها من خلال أدوات متعددة، كسعر إعادة الخصم ونسبة الاحتياطي القانوني وعمليات السوق المفتوحة وغيرها. لغرض التحكم في كميات الائتمان المتاحة في البلد والتأثير في النشاط الاقتصادي عموماً، ويتجسد هذا التأثير خاصة في التحكم بأسعار الفائدة . إن أسعار الفائدة في البلدان التي تعاني من الركود، تتجه إلى الانخفاض الشديد، فنجد إن أسعار الفائدة الأساسية في اليابان كانت صفراً أو قريبة من الصفر لعدد من السنين، وكذلك أسعار الفائدة في الولايات المتحدة فهي متدنية إلى حد بعيد منذ التسعينات من القرن الماضي. إن هذا يعني إن أدوات السياسة النقدية التقليدية لن تكون فعالة في تحفيز أو تنشيط الاقتصاد أو أنها تفقد فعاليتها في التأثير فيه . ومن هنا لابد من إيجاد أدوات بديلة عنها. إن سياسة التسهيل الكمي Quantitative Easing قد وجدت للقيام بهذا الدور وفي مثل الظروف الاقتصادية التي وصفناها.

فكيف تعمل هذه الأداة؟ ما هو أثرها على حالة الاقتصاد في الدول التي استخدمتها؟ وما هي ظروف استخدامها؟ وما هي الظروف التي أملتتها؟ أو حتمت وجودها؟ وما هو دورها في تحقيق أهداف السياسة النقدية؟ هذا ما سيتناوله هذا البحث.

٢ - هدف البحث: يهدف البحث إلى التعرف على أداة التسهيل الكمي من حيث نشوءها وطبيعتها ومكوناتها وآلية استخدامها وكذلك آلية عملها وكيف تؤثر في السياسة النقدية وكذلك آثارها القصيرة والبعيدة المدى في السياسة النقدية والإنفاق وأسعار الفائدة وأسعار الصرف وغيرها من المتغيرات الاقتصادية.

٣ - أهمية البحث: تكمن أهمية البحث في إنه يدرس أداة حديثة جداً من أدوات السياسة النقدية مستخدمة على نطاق ضيق في عدد محدود من الدول، ومع ذلك فلن أثرها هام لأن الدول المذكورة هي التي تقود الاقتصاد الدولي نظراً لأن السياسة النقدية غدت اليوم أهم السياسات الاقتصادية بسبب الأزمات المالية والنقدية التي تعصف بالعالم الرأسمالي، فإن بحث هذه الأداة تعتبر ضرورة لكل باحث ومهتم بلمور السياسة النقدية ومتغيراتها.

٤ - فرضية البحث: يفترض البحث الآتي:

- أ. يؤثر التسهيل الكمي في حالة الاقتصاد العامة في الدول التي استخدم فيها.
- ب. للتسهيل الكمي دور مكمل لأدوات السياسة النقدية وليس بديلاً عنها .
- ج. إن تباین حالة الاقتصاد ومؤثراته من دولة لأخرى يجعل استخدام التسهيل الكمي ممكناً في بعض الاقتصادات وغير ممكن في اقتصادات أخرى .

٥- عينة البحث: تتألف عينة البحث من الدول الرئيسية التي استخدمت هذه الأداة وهي (الولايات المتحدة، اليابان، انكلترا، دول منطقة اليورو).

ثانياً: السياسة النقدية وأدواتها التقليدية وموقعها في السياسات الاقتصادية:

تعد السياسة النقدية من ابرز متغيرات البيئة الاقتصادية وإحدى أدوات السياسة الاقتصادية العامة المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل . ويتحدد مفهوم السياسة النقدية بجميع القرارات والإجراءات النقدية سواء أكانت أهدافها نقدية أم غير نقدية، كذلك جميع الإجراءات غير النقدية المتخذة للتأثير في النظام النقدي (السيد علي وآخرون ، ٢٠٠٤ ، ٣٥١). وتعرف بأنها أي قرار نقدي مهما كان هدفه وأي قرار مهما كان إذا كان هدفه نقدياً، كما تعرف بأنها العملية التي تستخدمها البنوك المركزية للتأثير على عرض النقد لغرض تحقيق أهدافها الاقتصادية . وقد عرف فريدمان أدوات السياسة النقدية بأنها القوى التي تمكن البنك المركزي من تحديد الكمية الكلية من النقود في التداول أو تغيير تلك الكمية (Keisler et al,2008,41).

إن السياسة النقدية : تتضمن التغيرات المقصودة في عرض النقد للتأثير في أسعار الفائدة وبالتالي حجم الإنفاق في الاقتصاد. والهدف هو الحصول على والمحافظة على استقرار مستوى الأسعار والاستخدام الكامل والنمو الاقتصادي (Campbell R, McConell & Brne) (Stanley.L,2008,259).

وتتمحور الأهداف الأساسية للسياسة النقدية كالاتي(السيد علي، ٣٩٠، ١٩٩٩):

تحقيق مستوى مقبول من الاستقرار النقدي والاقتصادي، من خلال تجنب التغيرات المؤثرة في قيمة العملة المحلية، داخليا وخارجيا، والتي تنشأ عن التغيرات في المستوى العام للأسعار . الإسهام في تطوير المؤسسات المصرفية والمالية، والأسواق التي تتعامل فيها هذه المؤسسات، بما يخدم تطوير الاقتصاد الوطني، الإسهام في تحقيق معدلات نمو اقتصادية مناسبة في القطاعات الاقتصادية المختلفة، بما يحقق زيادة في حجم الدخل القومي ونمو الناتج المحلي، مساندة عملية التنمية الاقتصادية، وذلك بتوفير المناخ المناسب لتنفيذ مشاريع وبرامج التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وتوجيه الاستثمارات نحو القطاعات التي يتوجب تطويرها وزيادة معدلات نموها بشكل يؤدي إلى زيادة الأهمية النسبية لمساهمة هذه القطاعات في تكوين الدخل القومي، رفع معدلات الادخار من خلال جمع المدخرات المحلية وتعبئتها بواسطة المؤسسات المالية والمصرفية القائمة، الإسهام في تحقيق التوازن المطلوب في ميزان المدفوعات.

وللسياسة النقدية نوعان من الوسائل أو الأدوات التقليدية تتمثل في :

١. الوسائل الكمية أو العامة :General or Quantitative tools

ويطلق على هذه الوسائل أحيانا بالوسائل غير المباشرة، ويتحدد الغرض الأساسي من استخدام هذه الوسائل في التأثير في كمية الائتمان المصرفي أو حجمه، أي التأثير في حجم عمليات الإقراض والاقتراض التي تقوم بها الأجهزة والمؤسسات المصرفية والمالية والحكومات والأفراد مما يؤثر على عرض النقد.

إلا إن البنوك المركزية لم تعد تركز على عرض النقد فقط بل أخذت تركز على أسعار الفائدة قصيرة الأجل أيضا (Keisler et al,2008,41). وذلك لأن أسعار الفائدة في ظل التوجه النقودي تعد أداة توزيع الموارد في النظام الاقتصادي . وخلال السنوات الخمسين الماضية الأداة الأساسية للسياسة النقدية في الولايات المتحدة كانت سعر الفائدة على الأموال الفدرالية* (Gertler & Karadi, 2012,2).

إن الوسائل الكمية أو العامة تتضمن الأدوات الآتية:

أ. سعر إعادة الخصم Rediscount Rate

يقصد بسعر إعادة الخصم الفائدة التي يتقاضاها البنك المركزي من المصارف التجارية عند لجوء الأخيرة إلى إعادة خصم الأوراق التجارية التي بحوزتها لديه ، أو الاقتراض منه بضمان الأوراق المالية الحكومية من أجل الحصول على موارد نقدية جديدة أو إضافية لتدعيم احتياطياتها النقدية وبالتالي زيادة مقدرتها على منح الائتمان وخلق ودائع جارية جديدة (الحسيني والدوري، ٢٠٠٠، ٣١).

* الأموال الفدرالية : هي فوائض الاحتياطيات القانونية للمصارف التجارية المودعة لدى بنوك الاحتياطي الاتحادي الأمريكي والمتاحة للإقراض الليلي وتعد أسعار الفائدة عليها هي الفائدة الأساسية.

ب. عمليات السوق المفتوحة :Open Market Operations

ويقصد بها تدخل البنك المركزي في السوق النقدية ببيع أو شراء السندات الحكومية والخاصة بهدف تقليص أو زيادة حجم المبالغ ال سائلة أو الاحتياطيات النقدية لدى المصارف التجارية والتأثير في مقدرتها على خلق الائتمان ، وبالتالي تغيير كمية المتداول النقدي بما ينسجم ومستوى النشاط الاقتصادي (غزلان، ٢٠٠٢، ١٨٧).

ج. نسبة الاحتياطي القانوني The Legal Reserve Ratio:

وتتمثل في نسبة الاحتياطي النقدي القانوني الواجب الاحتفاظ به من لدن المصارف التجارية لدى البنك المركزي كنسبة من الودائع لديها ، إذ يقوم البنك المركزي بتغيير هذه النسبة بالزيادة والنقصان تبعاً للأوضاع الاقتصادية السائدة (عجمية والعقاد، ١١٠، ٢٠٠٣)، وتغير هذه النسبة يؤدي بدوره إلى التأثير على قدرة المصارف التجارية على منح الائتمان المصرفي . وفي الغالب يخفض البنك المركزي من نسبة الاحتياطي القانوني المفروض على المصارف التجارية في أثناء أوقات الركود والكساد الاقتصادي، بهدف تمكينها من منح المزيد من الائتمان المصرفي، وعلى العكس من ذلك يعتمد إلى زيادة هذه النسبة في أثناء أوقات التضخم الاقتصادي بهدف تقليص حجم الائتمان المصرفي وبالتالي تخفيض كمية وسائل الدفع المتاحة في الاقتصاد.

٢. الوسائل النوعية Selective Tools:

تستهدف الوسائل النوعية للسياسة النقدية توجيه الائتمان إلى بعض القطاعات الاقتصادية التي تمثل أهمية استراتيجية، والتأثير في حجم القروض الممنوحة إلى قطاعات خاصة في الاقتصاد وكلفة الحصول عليها وأمد استحقاقها (العاني، ٢٠٠٢، ٤٠)، وبذلك تعمل تلك الوسائل على التمييز بين أنواع الائتمان المصرفي وتوزيعه بين مختلف الفعاليات والأنشطة المكونة للاقتصاد الوطني، بحسب أفضليتها وأهميتها.

وبهذا المعنى تتضمن الوسائل النوعية للسياسة النقدية مجموعة من الإجراءات التي تتخذها السلطات النقدية بقصد تشجيع أنواع من الإنفاق أو الاستثمارات المنتجة وتوجيه تدفق الائتمان إليها وإحداث التوسع المرغوب فيها، أو وقف التوسع غير المرغوب فيه ضمن أنواع أخرى من الاستخدامات عن طريق التأثير المباشر في الائتمان المصرفي نفسه. وتتزايد أهمية هذه الوسائل في البلدان النامية حين تتضاءل فعالية الوسائل الكمية أو العامة، فيمكن استخدام تلك الوسائل للحد من القروض التي لا تخدم عملية التنمية الاقتصادية، وتوجيه الائتمان المصرفي نحو القطاعات الأساسية التي تستند إليها عملية التنمية الاقتصادية.

٣. أهمية السياسة النقدية وموقعها بين السياسات الاقتصادية:

تعتبر السياسة النقدية بمثابة حجر الزاوية في بناء السياسة الاقتصادية الكلية إذ أن لها تأثيراً على حالة الاقتصاد الوطني على المستوى الكلي. ولقد اختلفت نظرة الفكر الاقتصادي إلى السياسة النقدية عبر مراحل تطوره المختلفة، حيث نجدها ما قبل كينز تنظر إلى النقود على أنها عنصر محايد لا يؤثر على حركة النشاط الاقتصادي، وإذا زادت كمية النقود المتداولة مع ثبات الإنتاج فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار.

ثم جاءت المرحلة الثانية إثر أزمة ١٩٢٩ بظهور الفكر الكينزي الذي اهتم بالسياسة المالية ليؤكد أنها الأكثر فعالية من خلال التمويل بعجز الميزانية.

وفي المرحلة الثالثة خلال مطلع الخمسينيات ١٩٥١ أخذت السياسة النقدية مكانها في الطليعة بين السياسات الاقتصادية الكلية على يد " ميلتون فريدمان " الاقتصادي الأمريكي زعيم المدرسة النقدية الحديثة الذي صعد من الخلاف بين أنصار السياسة النقدية وأنصار السياسة المالية، هذا الخلاف أدى إلى ظهور مذهب ثالث بزعماء الاقتصادي الأمريكي " والتر هيلر " الذي نادى بعدم التعصب لسياسة معينة، بل طالب بضرورة عمل مزج لكل من أدوات السياسة النقدية وأدوات السياسة المالية كي يتسنى التأثير على النشاط الاقتصادي . إلا أن سياسات التثبيت الهيكلي تجعل من السياسة النقدية أكثر إيقاعاً في خدمة السياسات التي يضمها برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي يطرحه صندوق النقد الدولي وخاصة تلك السياسات الهادفة إلى علاج التضخم وتحقيق الاستقرار الاقتصادي.

أ - دور السياسة النقدية في علاج التضخم:

تقوم المصارف المركزية ببيع الأوراق المالية الحكومية للمصارف والأفراد، وبذلك تزداد ديون المصارف التجارية قبل البنك المركزي ويقل رصيدها لدى هذا الأخير وتقل قدرتها على خلق الائتمان، فيقل خلق النقود، وينخفض عرضها وبالتالي يميل مستوى الأسعار أو معدل التضخم إلى الانخفاض، أما إذا استخدمت نسبة الاحتياطي القانوني، وإذا استخدم سعر إعادة الخصم فإن البنك المركزي في هذه الحالة يرفع من سعر الخصم. ويترتب على كل ذلك انخفاض كمية النقود وبالتالي انخفاض عرض النقود مما يؤدي إلى هبوط المستوى العام للأسعار أو معدل التضخم ، ومن ثم يمكن المحافظة على استقرار المستوى العام للأسعار بما يتناسب مع تحقيق استقرار معدل زيادة عرض النقود أو كما يطلق عليه المعروف النقدي (http://jps-dir.com/forum/forum_posts.asp)

وبالتالي فإن هدف السياسة النقدية تجاه التضخم هو الحد من خلق أدوات نقدية وبالتالي يتم الحد من إنفاق الأفراد والهيئات على شراء السلع والخدمات ، ويلاحظ أنه في نفس الوقت الذي يتم فيه تخفيض عرض النقود ، يتم أيضا رفع سعر الفائدة ، وهو ما يؤدي إلى خفض معدل التضخم النقدي في الغالب.

ويعتقد النقديون أيضا أن الانخفاض المنتظم في معدل نمو عرض النقود سوف يخفض معدل التضخم، ويحقق الحد الأدنى للتكاليف المرتبطة بتخفيض معدل التضخم.

ب - دور السياسة النقدية في علاج الانكماش:

وهنا تقوم البنوك المركزية بشراء الأوراق المالية الحكومية من المصارف والأفراد، وبذلك تقل ديون المصارف التجارية قبل البنك المركزي ويزداد رصيدها لدى الأخير، ونتيجة لذلك فإن مقدرة المصارف التجارية على خلق الائتمان، وخلق النقود تزداد فيزداد عرض النقود، وبالتالي تنتهي حالة الانكماش، ويزداد مستوى التشغيل داخل الاقتصاد القومي (http://jps-dir.com/forum/forum_posts.asp)

وإذا استخدمت نسبة الاحتياطي القانوني، فإن البنك المركزي في هذه الحالة يخفض من نسبة الاحتياطي القانوني، وإذا استخدم سعر الخصم فإن البنك المركزي في هذه الحالة يخفض من سعر الخصم، وبترتب عن ذلك زيادة كمية النقود، وتزول بالتالي حالة الانكماش.

٤ - فعالية السياسة النقدية:

تقوم السياسة النقدية في الاقتصاديات الرأسمالية على أساس استخدام الأدوات الكمية و الخاصة للتأثير على عرض النقود، وبالتالي على الائتمان، ويعتمد نجاحها على التعاون التام والثقة المتبادلة بين البنوك المركزية والمصارف التجارية وغيرها من المؤسسات المالية من ناحية ومن ناحية أخرى يعتمد على وجود أسواق مالية ونقدية منتظمة ومتقدمة.

إن تجاوب المصارف التجارية والمؤسسات المالية مع البنك المركزي، يؤدي إلى تحقيق الأهداف المرسومة للسياسة النقدية، وبالتالي تزيد فعالية السياسة النقدية في التأثير على النشاط الاقتصادي.

ويؤدي وجود سوق نقدية كاملة ومنتظمة إلى زيادة فعالية سعر الخصم في التأثير على الائتمان عن طريق ما يحدثه من أثر على تكلفة خصم الأوراق التجارية الذي يمثل ائتماناً قصير الأجل. كذلك يؤدي إلى زيادة فعالية عمليات السوق المفتوحة في التأثير على الائتمان، ومن ثم على عرض النقود، عن طريق البنك المركزي عندما يدخل مشترياً أو بائعاً لهذه الأوراق. أما في الدول النامية فيمكن اعتبار السياسة النقدية عموماً أقل فعالية منها في الاقتصاديات الرأسمالية المتقدمة. إذ نجد أن بعض الأدوات الكمية للسياسة النقدية، مثل سعر الخصم وعمليات السوق المفتوحة ليس لها تأثير كبير وإن الاعتماد كله ينصب على نسبي الاحتياطي والسيولة من ناحية وعلى الأدوات الخاصة (النوعية والمباشرة) من ناحية أخرى.

وهناك العديد من الأسباب التي قد تحد من سلطة البنك المركزي و تحد من دور الجهاز المصرفي في القيام بالدور المطلوب، وبالتالي الحد من فعالية السياسة النقدية في الدول النامية، وأهم هذه الأسباب نقص أو ضيق الأسواق المالية وضعف نشاطها وبالتالي قلة التعامل في الأوراق

التجارية والأوراق المالية ، وقلة ما تصدره الحكومات والشركات المساهمة من أوراق مالية . وتبعية كثير من الدول النامية إلى مناطق نقدية تابعة للعالم الخارجي كمناطق اليورو والدولار الأمريكي وبالتالي ارتباط القيمة الخارجية للعملة الوطنية عندئذ بقيمة العملة الأجنبية كما يخضع التطور النقدي لتطور الأحوال النقدية في البلد المتبوع، لذلك تتضاءل سيطرة السلطات النقدية الوطنية على بعض الشؤون النقدية وعدم مرونة الاستثمار لتغيير سعر الفائدة بسبب ارتفاع درجة المخاطر وانخفاض الكفاية الحدية لرأس المال (<http://www.startimes.com/f.aspx>).

ثالثاً: التسهيل الكمي (QE) :

١. مفهوم التسهيل الكمي:

يعرف التسهيل الكمي بأنه سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة . حيث يشتري البنك المركزي الموجودات المالية لزيادة كمية الأموال المتدفقة إلى الاقتصاد. وتتميز هذه عن السياسة المعتادة في شراء أو بيع الموجودات المالية بأنها تهدف إلى الحفاظ على معدلات الفائدة في السوق عند المستوى المحدد والمستهدف (<http://www.economist.com/node>).

إن البنك المركزي ينفذ عمليات التسهيل الكمي من خلال شراء الموجودات المالية من المصارف ومن شركات القطاع الخاص بالنقد الجديدة المنشأة إلكترونياً (أي الأرصة المودعة بالحسابات الكترونية من قبل مصدرها) (<http://www.bankofengland.co.uk>) ويزيد هذا الإجراء من الاحتياطيات الفائضة للمصارف، وكذلك يرفع أسعار الموجودات المالية التي تم شراؤها مما يخفض من عائداتها.

وعادة ما تتطوي السياسة النقدية التوسعية على شراء البنك المركزي للسندات الحكومية قصيرة الأجل من أجل خفض معدلات فائدة السوق قصيرة الأجل (باستخدام مزيج من تسهيلات الإقراض الثابتة وعمليات السوق المفتوحة). ومع ذلك، فعندما تكون معدلات الفائدة قصيرة الأجل إما عند صفر أو قريبة منه، فإن السياسة النقدية العادية لا تكون قادرة على خفض معدلات الفائدة من جديد. ثم قد تستخدم السلطات النقدية التسهيل الكمي لزيادة تنشيط الاقتصاد بشراء موجودات ذات فترات استحقاق أطول بدلا من السندات الحكومية قصيرة الأجل، وبالتالي تخفيض معدلات الفائدة ذات الأجل الأطول بالإضافة إلى منحني العائد لتلك السندات.

ويمكن استخدام التسهيل الكمي للمساعدة على ضمان ألا يقل التضخم عن الهدف.

ويعتبر التسهيل الكمي أحد أدوات السياسة النقدية الكمية إضافة إلى سعر الفائدة

فبعد أن خفضت المصارف المركزية أسعار الفائدة نحو الصفر لجأت إلى آخر أسلحة السياسة

النقدية في محاربة الانكماش الاقتصادي وتتم عملية التسهيل الكمي في ظل أسواق مفتوحة بمعنى أن البنك يتحول من صانع للسياسة النقدية إلى بائع ومشتري للأوراق المالية . فعند حدوث ركود اقتصادي أو كساد تتبخر الثقة من الأسواق وتصاب بنقص حاد في السيولة نتيجة لاستمرار نزيف الخسائر وتحبس السيولة داخل الجهاز المصرفي وتتوقف عملية التمويل بكافة أشكاله بدعوى أن المصارف لن تستطيع استعادة أموالها مرة أخرى في ظل استمرار الركود وبالتالي تبحث المصارف عن ملاذات آمنة وعن أدوات أقل خطورة وهو ما توفره السندات الحكومية وعندها تصاب القطاعات الاقتصادية الأخرى بشح السيولة فيتوقف الإنتاج والتصنيع ويحدث تسريح العمالة ولن تعود الشركات والمؤسسات قادرة على الوفاء بالتزاماتها . وعندما تستشعر المصارف المركزية خطورة تداعيات انحباس السيولة عن القطاع ات الاقتصادية فإنها تعمل على تخفيض أسعار الفائدة نحو الصفر ليسهل الحصول على السيولة بتكلفة إقراض بسيطة وتكاد تكون معدومة في ظل أسعار فوائد صفرية وبالتالي تستطيع المصارف التجارية الحصول على (أموال رخيصة). وتبدأ المرحلة الثانية من مراحل التسهيل الكمي بامتصاص الموجودات المتعثرة التسديد من القطاع المصرفي وذلك بشراء (الأوراق المالية المضمونة برهون عقارية) وهذه كما هو معلوم هي سبب أزمة الرهن العقاري الأخيرة التي ضربت الاقتصاد الأمريكي. إذ خصص بنك الاحتياطي الفيدرالي ما يعادل ٧٥٠ مليار دولار لشراء هذه الموجودات المتعثرة (<http://ar.wikipedia.org/wiki>). في ما يعرف بـ (QE1) أي خطة التسهيل الكمي الأولى والخطوة الأخيرة في تكتيك التسهيل الكمي هو قيام البنك المركزي أو بنك الاحتياطي بشراء سندات حكومية أو سندات خزانة حكومية.

٢- مبررات ممارسة التسهيل الكمي:

أن السيولة التي تحصل عليها المصارف التجارية من البنك المركزي لا تصل إلى القطاعات الاقتصادية المختلفة بل تقوم هذه المصارف بشراء سندات حكومية آمنة وأقل خطورة . فعندما يقوم المركزي بشراء السندات الحكومية فإن سعرها يرتفع وينخفض العائد عليها (وذلك لان سوق السندات يقوم على عنصرين هما السعر والعائد. فعندما يرتفع السعر يقل العائد فللذي تفعله المصارف المركزية هو أنها تكثف من عمليات الشراء ليرتفع السعر ويقل العائد) وبذلك تفقد السندات الحكومية بريقها وتقوم المصارف بالتخلص منها وتبدأ البحث عن خطوط ائتمان أخرى وقطاعات اقتصادية أخرى وهو ما يعرف بتمويل الاقتصاد الحقيقي وبالتالي يتحول مسار السيولة مره أخرى...

٣. نشوء التسهيل الكمي:

أ. التسهيل الكمي في اليابان:

منذ نهاية التسعينات وبداية الألفية الثالثة استخدم بنك اليابان سياسة نقدية توسعية لتقليل سعر الفائدة الحقيقية إلى (صفر). وحتى مع قروض خالية من الفائدة فإن معدلات الاقتراض من قبل الأفراد والمنشآت بقيت متدنية. واستمر الاقتصاد الياباني بمواجهة المشاكل.

استخدم البنك المركزي الياباني المصطلح الياباني الأصلي (التسهيل الكمي) للمرة الأولى في منشورات بنك اليابان . وقد أدعى بنك اليابان أن البنك المركزي اعتمد سياسة بهذا الاسم في ١٩ مارس ٢٠٠١. ومع ذلك، فإن إعلان السياسة النقدية الرسمي لبنك اليابان لهذا التاريخ لم يستخدم هذا المصطلح (أو أي عبارة تحتوي على كلمة كمي) في أي من البيان الأصلي الياباني أو ترجمته باللغة الإنجليزية. وفي الواقع، فقد أدعى بنك اليابان لسنوات، بما في ذلك أواخر شهر فبراير عام ٢٠٠١، أن التسهيل الكمي ... ليس فعالاً، ورفض استخدامه من أجل السياسة النقدية . وشددت خطابات قيادة بنك اليابان في عام ٢٠٠١ بشكل تدريجي، وبأثر رجعي، على الوضع الرسمي اللاحق لبنك اليابان بأن السياسة التي اعتمدها بنك اليابان في ١٩ مارس ٢٠٠١ كانت في الواقع التسهيل الكمي . وأصبحت هذه وجهة النظر الرسمية المقررة . ولم يكن استخدام بنك اليابان هو أصل مصطلح "التسهيل الكمي" فقد كان ناقداً بنك اليابان وسياسته النقدية يستخدمون هذا المصطلح منذ منتصف التسعينيات.

لقد كان بنك اليابان يستخدم التسهيل الكمي دون جدوى لمحاربة الانكماش الاقتصادي المحلي في بدايات الألفية الثالثة. وقد حافظ بنك اليابان على معدلات الفائدة قصيرة الأجل عند صفر أو ما يقرب منه منذ عام ١٩٩٩. وبالتسهيل الكمي، أغرق المصارف التجارية بالسيولة الفائضة لتشجيع الإقراض الخاص، وترك لها كميات كبيرة من الاحتياطي الفائضة، وبالتالي ليس هناك خطر من حدوث نقص في السيولة . وحقق بنك اليابان ذلك بشراء سندات حكومية أكثر من اللازم لضبط معدل الفائدة عند صفر . واشترى أيضاً أوراقاً مالية بضمان الموجودات وأسهم ومدّ آجال عمليات شراء السند الإذني التجاري.

وقد نسب أول سجل مكتوب لعبارة ومفهوم التسهيل الكمي لعالم الاقتصاد الدكتور ريتشارد فيرنر، أستاذ العمليات المصرفية الدولية في كلية الإدارة بجامعة ساوثهامبتون (بالمملكة المتحدة). وصاغ هذا التعبير في عام ١٩٩٤ خلال العروض التقديمية لمستثمري المؤسسات في طوكيو. بل أيضاً، من بين أمور أخرى، كان في عنوان مقال تم نشره في ٢ أيلول 1995، في صحيفة نيهون كيزاي شينبون (نيكي). ووفقاً لكاتبه، أنه استخدم هذا المصطلح

من أجل اقتراح شكل جديد للسياسة النقدية من قبل البنك المركزي الذي لا يعتمد على تخفيض معدل الفائدة ، ولا على وصف السياسة النقدية التقليدية لتوسيع المعروض النقدي (على سبيل المثال، من خلال طباعة النقود، أو توسيع مجموع النقود المتداولة مضاف إليها الاحتياطيات النقدية لدى البنك المركزي، أو توسيع احتياطيات البنك أو زيادة السيولة المحلية الخاصة M2 التي أدعى فيرنر أيضا أن جميعها غير فعالة). وبدلا من ذلك، قال فيرنر، أنه كان من الضروري والكافي لتحقيق الانتعاش الاقتصادي دعم "توليد الائتمان" من خلال عدد من التدابير. كما أنه اقترح أن يقوم البنك المركزي بالشراء المباشر للموجودات المتعثرة من المصارف؛ والإقراض المباشر للشركات والحكومة؛ وشراء السندات الاذنية التجارية، والديون الأخرى، وأدوات حقوق الملكية من الشركات، والتوقف عن إصدار سندات حكومية لتمويل متطلبات اقتراض القطاع العام، بدلا من اقتراض الحكومة مباشرة من المصارف.

لقد كانت سياسة بنك اليابان تعتمد على ثلاث ركائز:

١. المحافظة على عرض جيد من السيولة باستخدام أرصدة الحساب الجاري لدى البنك.
 ٢. المحافظة على عرض جيد للسيولة بهدف زيادة مؤشر أسعار المستهلك الأساسية.
 ٣. زيادة المشتريات الحالية من سندات الحكومة اليابانية طويلة الأمد عندما تكون هناك حاجة للسيولة (3, 2005, et al, Maeda).
- إن للتسهيل الكمي ثلاث تأثيرات على الأسواق المالية:

١. انه قد يحافظ على معدلات فائدة منخفضة على المدى البعيد.
٢. إن وفرة السيولة سيجعل المستثمرين في سوق النقد مطمئنين حول استمرار توفر النقود المستمر.
٣. إن عمليات السوق المفتوحة من قبل البنك المركزي سوف تغير عرض الموجودات التي يحتفظ بها الجمهور. وما قد يقود إلى تغيرات في أسعار الموجودات (Kimura, Takish, 2004, 1-54).

جدول (١) العمليات قصيرة الأجل لبنك اليابان المركزي* (ترليون ين)

ت	العمليات	السنوات	٢٠٠٠	٢٠٠١	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤
١	صافي الأرصدة القائمة للعمليات قصيرة الأمد.		٤٧,٥	٥٦,٨	٥٦,٧	٤٨	٥٨
٢	احتياطيات الأموال قصيرة الأمد.		٥٠,٧	٥٧,١	٥٨,٤	٤٨	٥٩,١
٣	مشتريات الأوراق المالية للحكومة اليابانية مع		٤٣,٢	١١,٥	٣,٧	٣,٣	٢,٨

					اتفاقيات إعادة شراء JGS.
٤	٤	٢٠,٧	٢٨	٢٣,٨	٣٦,١
٥	٣,٦	٣,٦	٣,٨	٢,٨	٢,٧
٦	-	٢١,٤	٢٢,٨	١٨	١٧,٥
٧	-	-	-	٠,١	٠,١
٨	٣,٢	٠,٣	١,٧	-	١,١

المصدر: إعداد الباحثين اعتماداً على البيانات المنشورة لبنك اليابان.

* تمثل غالبية العمليات التي تتم في إطار التسهيل الكمي (مكونات عملية التسهيل الكمي في اليابان).

أما في عام ٢٠١١ فقد كانت عمليات التسهيل الكمي قد بلغت بمجموعها حوالي ٥٠ ترليون ين. وفي عام ٢٠١٢ وصلت إلى ٨٠ ترليون ين. لقد ترتب على التسهيل الكمي في اليابان عدة استنتاجات منها:

١. لا يمكن اعتبار الزيادة في الأساس النقدي عملية سهلة.
٢. إن النظام المصرفي عامل أساسي في نجاح العملية.
٣. إن استخدام التسهيل الكمي يؤدي إلى تقليل عوائد السندات طويلة الأمد مما ينتج عند تحسين تمويل القطاع الخاص متوسط وطويل الأمد.
٤. لم تتضح بعد كيفية وضع توقعات دقيقة للتضخم الناشئ تحديداً عن هذه العملية.
٥. إذا نظرنا إلى التسهيل الكمي على أنه سياسة دائمة فإن له أثر توسع من خلال تسهيل القيود المالية، وبالتالي تعزيز الطلب المتراكم خلال فترة الكساد (Maghi, 2009).

ب. التسهيل الكمي في الولايات المتحدة:

يقول (Anderson) بلن هذه الحملة من التسهيل الكمي Quantitative Easing1 (QE1) ليست الأولى بل هي الثانية، ذلك إن السلطات النقدية الأمريكية وبدعم من الكونغرس قامت عام ١٩٣٣ بشراء (١) مليار دولار من الأوراق المالية الصادرة عن الخزينة الأمريكية (Richard G. Anderson, 2010, 17).

وفي الآونة الأخيرة، استخدمت الولايات المتحدة والمملكة المتحدة ومنطقة اليورو سياسات مماثلة خلال الأزمة المالية في الفترة ٢٠٠٧ - ٢٠١٠. وكانت هذه البلدان تستخدم التسهيل

الكمي عندما كانت معدلات الفائدة الاسمية قصيرة الأجل الخالية من المخاطر إما عند صفر أو قريبة منه. وفي الولايات المتحدة، يعتبر معدل الفائدة هذا هو معدل الأموال الاتحادية الفيدرالية *Federal Funds .

* انظر صفحة (٨) .

وفي المملكة المتحدة، يعتبر معدل الفائدة المصرفية الرسمي هو اللايبور LIBOR . خلال ذروة الأزمة المالية عام ٢٠٠٨، في الولايات المتحدة، قام الاحتياطي الاتحادي (الفيدرالي) بالتوسع في ميزانيته العمومية بشكل كبير بإضافة موجودات جديدة والتزامات جديدة . في شهر تشرين الأول ٢٠٠٨ أعلنت اللجنة الفدرالية للسوق المفتوحة FOMC برنامج بمبلغ ٦٠٠ مليار دولار لشراء أوراق مالية مضمونة بعقارات Mortgage Backed Securities (MBS) ودين عام، وفي آذار ٢٠٠٩ وسعت اللجنة الفدرالية للسوق المفتوحة Federal Open Market Committee (FOMC) برنامج الشراء هذا بصورة كبيرة معلنة أنها ستشتري ١.٢٥ ترليون دولار من MBS و ٢٠٠ مليار دولار من دين الوكالات والى ٣٠٠ مليار دولار من ديون الخزينة طويلة الأمد . وقد اكتملت هذه المشتريات بتخمينات أدنى . في بداية ٢٠١٠، وفي تشرين الثاني ٢٠١٠ أعلنت FOMC أنها ستوسع محفظة الاحتياطي الاتحادي بشراء ٦٠٠ مليار دولار إضافية من الأوراق المالية طويلة الأمد للخزينة الأكبر في فترة تمتد لنهاية ٢٠١١ ومنذ سنة أدخلت FOMC بعض التغيرات على برنامج مشترياتها دعي MEP (برنامج توسيع الاستحقاق Maturity Exertion program) (شراء أوراق مالية ذات أمد أطول مع بيع أوراق مالية ذات أمد أقصر) والذي بموجبه تم شراء ٤٠٠ مليار دولار من الأوراق المالية طويلة الأجل للخزينة وبيع مقدار مساوي من الأوراق المالية قصيرة الأمد للخزينة وذلك للفترة التي انتهت في حزيران ٢٠١٢ .

ومن خلال تقليل الاستحقاق المتوسط (معدل الاستحقاق) للأوراق المالية المحتفظ بها من قبل الجمهور فان برنامج MEP قد وضع ضغطاً إضافياً على معدلات الفائدة طويلة الأمد وتسهيلاً إضافياً على الحالة المالية العامة (www.frb.org/bulletin) .

إن QE1, QE2 قد أحدثت أثراً هاماً في أسعار الموج ودات وفي الحالة المالية، وكانتا فعالتان في تقديم الدعم للاقتصاد ، وقد أنهت QE2 ما يمكن وصفه مشكلات ركود تضخمي عندما بدأ بها . وهكذا فإنها فعالة وإن هذا النوع من البرامج سيستمر بتقديم دعم إضافي (Ben. Bernanke, June 20, 2012).

إن المشتريات من MBS المترافقة مع برنامج توسيع الاستحقاق وإعادة استثمار المدفوعات الأساسية من دين الوكالات وكذلك ما يحتفظ به الاحتياطي الاتحادي من MBS، فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة ما تحتفظ به من الأوراق المالية طويلة الأجل إلى ٨٥ مليار دولار كل شهر ولغاية نهاية السنة ٢٠١٢ (Ben. Bernanke, September , 31,2012).

وفيما يلي عمليات التسهيل الكمي التي قام بها الاحتياطي الاتحادي الأمريكي .

جدول (٢) عمليات التسهيل الكمي التي قام بها الاحتياطي الاتحادي الأمريكي (مليار دولار)

QE3		QE2		QE1	
المبلغ	التاريخ	المبلغ	التاريخ	المبلغ	التاريخ
٤٠ شهريا	أيلول / ٢٠١٢	٦٠٠	٢٠١٠/٢	٧٥٠	٢٠٠٨/ ٢

المصدر: إعداد الباحثين بناءً على بيانات الاحتياطي الاتحادي الأمريكي.

ج. التسهيل الكمي في الاتحاد الأوروبي:

إن المصارف المركزية لبلدان منطقة اليورو لا يمكنها ممارسة التسهيل الكمي بأي صيغة إذ أنها تعتمد على البنك المركزي الأوروبي في ذلك لضبط السياسة النقدية لبلدانها.

لقد استخدم البنك المركزي الأوروبي (ECB) عمليات إعادة تمويل طويلة الأجل لمدة ١٢ شهرا (وهذا شكل من التسهيل الكمي بدون الإشارة إليه بهذا الاسم) خلال عملية توسيع الموجودات التي يمكن أن تستخ دمها المصارف على أنها ضمان إضافي يمكن أن يتم تقديمها إلى البنك المركزي الأوروبي (ECB) في مقابل اليورو . وفيما يلي جدول بأنشطة التسهيل الكمي للبنك المركزي الأوروبي التي يدعوها (عمليات إعادة التمويل طويلة الأمد LTRO).

جدول (٣) مشتريات البنك المركزي الأوروبي في برنامج (LTRO) عمليات إعادة التمويل

طويلة الأمد (Long Term Refinancing Operations).

التاريخ	المقدار (مليار يورو)
٢٠١١/١٢/٢٢	٤٨٩,١٩
٢٠١٢/٣/١	٥٢٩,٥٣
٢٠١٢/١١/١	٦,١٥
٢٠١٢/١١/٢٩	٧,٣٧
٢٠١٢/١٢/٢٠	١٤,٩٦
٢٠١٣/١/١٦	١٠,٤٦
المجموع	١٠٥٧,٦٦

المصدر: الموقع الرسمي للبنك المركزي الأوروبي www.ECB.org.

د. التسهيل الكمي في المملكة المتحدة :

خلال برنامج التسهيل الكمي، اشترى بنك إنجلترا أوراقا مالية مضمونة القيمة من المؤسسات المالية مع كمية أقل من الديون ذات النوعية الممتازة نسبيا أصدرتها الشركات الخاصة. إذاً يمكن للمصارف وشركات التأمين وصناديق التقاعد استخدام الأموال التي قد تلقتها من أجل الإقراض أو حتى لشراء مزيد من السندات - التي كانت قد باعها - من البنك. ويمكن أيضا لبنك إنجلترا إن يستخدم التسهيل الكمي لإقراض أموال جديدة للمصارف الخاصة أو شراء الموجودات من المصارف في مقابل العملة المصدرة إلكترونيا عبر عمليات التسهيل الكمي.

إن ممارسة بنك إنجلترا للتسهيل الكمي جاءت كرد فعل للهبوط الحاد في الطلب الناشئ عن قيام مؤسسات الأعمال والمستهلكين بتقليل نفقاتهم، وكذلك لغرض معالجة النقص في كميات النقود في الاقتصاد البريطاني والهدف النهائي لبنك إنجلترا هو الحفاظ على نسبة تضخم بمقدار (٢%) والتي رفعها بنك إنجلترا كشعار للمرحلة (www. Bank of England). وفيما يلي جدول يبين عمليات التسهيل الكمي التي قام بها بنك إنجلترا:

جدول (٤) عمليات التسهيل الكمي التي قام بها بنك إنجلترا

ت	التاريخ	المبلغ (مليار باون إسترليني)	نوع الموجودات المشتراه
١	أيلول / ٢٠٠٩	١٥٠	Gilts أي (حوالات
٢	١ / ٢٠١٠	٧٥	خزينة انكلترا) + كمية
٣	١ / ٢٠١٠	٥٠	محدودة من الأوراق
٤	شباط / ٢٠١٢	٥٠	المالية ذات النوعية
٥	تموز / ٢٠١٢	٥٠	العالية التي يصدرها
	المجموع	٣٧٥	القطاع الخاص.

المصدر: الموقع الرسمي لبنك انكلترا www.Bank.of.England.

٣-العلاقة بين التسهيل الكمي وعمليات السوق المفتوحة والمقارنة بينهما:

إن التسهيل الكمي يعد قريبا من عمليات السوق المفتوحة في جانب منه ، إذ أن عملية

دخول البنك المركزي إلى السوق المالية لشراء الأوراق المالية المتنوعة منها، هو جوهر عمليات السوق المفتوحة، وكما رأينا فإن التسهيل الكمي يتضمن إجراء مماثلا رغم أنه جرى في بعض الأحيان التركيز على أوراق مالية محددة كالأوراق المالية المضمونة برهن عقاري ، لأنها هي التي

سببت أزمة السيولة للمصارف الحائزة لها. وهكذا فإن العمليتين تتشابهان من حيث آلية الدخول إلى الأسواق المالية، وكذلك من حيث الأثر المستهدف ومن حيث كيفية إحداثه.

٤ - العلاقة بين التسهيل الكمي والإصدار النقدي والمقارنة بينهما:

لقد أطلقت بعض وسائل الإعلام والبنوك المركزية والمحللون الماليون على التسهيل الكمي مصطلح (طباعة النقود). ومع ذلك، أعلنت المصارف المركزية أن استخدام الأموال التي تمت طباعتها حديثاً مختلف في التسهيل الكمي. حيث يتم استخدام الأموال التي تمت طباعتها حديثاً لشراء السندات الحكومية أو موجودات مالية أخرى، في حين أن مصطلح (طباعة النقود) عادة ما يعني أن يتم استخدام النقود المصدرة حديثاً لتمويل مباشر للعجز المالي الحكومي أو سداد الديون الحكومية (والتي تعرف أيضاً باسم تسييل الذي الحكومي).

ويحظر على المصارف المركزية في معظم الدول المتقدمة (مثل، المملكة المتحدة والولايات المتحدة واليابان والاتحاد الأوروبي)، بقانون شراء الديون الحكومية بطريقة مباشرة من الحكومة، ويجب بدلا من ذلك شراؤها من السوق الثانوية. وهذه عملية ذات خطوتين، حيث تبيع الحكومة سندات لهيئات القطاع الخاص ثم يشتريها البنك المركزي، وقد أطلق عليها العديد من المحللين مصطلح (تنقيد الديون). والسمة الفارقة بين التسهيل الكمي وتنقيد الديون هي أنه مع التسهيل الكمي، يطبع البنك المركزي النقود لتنشيط الاقتصاد، وليس لتمويل الإنفاق الحكومي، والفرق كبير بين الممارستين. ولقد أعلن البنك المركزي أن لديه النية لعكس التسهيل الكمي عندما يتعافى الاقتصاد (عن طريق بيع سندات حكومية وغيرها من الموجودات المالية مرة أخرى في السوق). والطريقة الفعالة الوحيدة لتحديد ما إذا كان البنك المركزي قد قام بتنقيد الديون هي مقارنة أدائه النسبي بأهدافه المعلنة. فقد عملت العديد من المصارف المركزية على الوصول إلى التضخم المستهدف. فمن المحتمل أن يقوم البنك المركزي بتنقيد الديون إذا استمر في شراء السندات الحكومية عندما يكون التضخم فوق المعدل المستهدف، ولدى الحكومة مشاكل مع التمويل بالاقتراض.

وقد أشار بن برنانكي * في عام ٢٠٠٢ إلى أن حكومة الولايات المتحدة لديها تقنية تسمى المطبعة، أو ما يعادلها اليكترونيا اليوم، بحيث إذا وصلت معدلات النمو عند صفر، وكان هناك تهديد بالانكماش الاقتصادي، فعلى الحكومة أن تنصرف دائما لضمان منع هذا الانكماش الاقتصادي. وقال، مع ذلك، فإن الحكومة لن تطبع نقود وتوزعها (طوعا أو كرها) لكنها بدلا من ذلك سوف تركز جهودها على مجالات معينة (على سبيل المثال، شراء سندات دين وكالة اتحادية فيدرالية وأوراق مالية مدعومة برهن عقاري) وهذا هو جوهر عملية التسهيل الكمي.

وأظهر هذا الخطاب أن برنانكي كان على استعداد بالفعل لمنع الانكماش الاقتصادي والتعامل مع مشكلة معدلات الفائدة الصفرية والالتزام بطباعة النقود أو ما يعادلها إلكترونياً. وأدى هذا الخطاب إلى أن يطلق النقاد على برنانكي لقب "هليكوبتر بن". وقد أشارت بنوك مركزية أخرى وخبراء اقتصاد إلى طبع النقود في حين مناقشة السياسة النقدية خلال التسهيل الكمي.

* رئيس الاحتياطي الاتحادي الأمريكي / البنك المركزي .

وقال ريتشارد دبلو فيشر، رئيس بنك الاحتياطي الاتحادي (الفيدرالي) في دالاس، أن الولايات المتحدة تقوم بتقيد الديون من خلال التسهيل الكمي، مشيراً إلى ٦٠٠ مليار دولار أمريكي إضافية تم إنشاؤها للجولة الثانية من التسهيل الكمي (QE2)، وإن البنك المركزي للأمة سوف يقوم بتقيد الدين الاتحادي الفيدرالي.

ووفقاً لما قاله الخبير الاقتصادي روبرت ماكثير، الرئيس السابق للبنك الاحتياطي الاتحادي (الفيدرالي) في دالاس، لا بأس من طباعة النقود خلال فترة الركود الاقتصادي، ويختلف التسهيل الكمي عن السياسة النقدية التقليدية فقط في حجمها .

٥ - اثر التسهيل الكمي في بعض المتغيرات الاقتصادية:

أ - اثر التسهيل الكمي في التضخم:

يسبب التسهيل الكمي ارتفاع معدلات التضخم أكثر مما هو مرغوب فيه إذا تمت المبالغة في تقدير المبلغ المطلوب للتسهيل ويتم إنشاء أموال أكثر من اللازم. ومن ناحية أخرى، يمكن أن يفشل إذا كانت المصارف لا تزال مترددة في منح القروض إلى الشركات الصغيرة والأسر من أجل تحفيز الطلب. ويمكن للتسهيل الكمي أن يخفف بفعالية عملية تخفيض المديونية كما يخفف العائدات. ولكن في سياق الاقتصاد العالمي، قد تساهم معدلات الفائدة المنخفضة في استمرار الاحتفاظ بالموجودات في الاقتصاديات الأخرى.

ومن المعلوم في الأدبيات الاقتصادية إن الزيادة في المعروض النقدي لها تأثير تضخمي (كما يتضح من الزيادة في المعدل السنوي للتضخم). وهناك ثغرة زمنية بين النمو النقدي والتضخم، ويمكن بناء الضغوط التضخمية المرتبطة بالنمو النقدي من التسهيل الكمي قبل أن يعمل البنك المركزي على مواجهتها. ويتم تخفيف المخاطر التضخمية إذا كان اقتصاد النظام قد فاق نمو وتيرة زيادة المعروض النقدي من التسهيل. وإذا كان الإنتاج في اقتصاد ما يزداد بسبب زيادة

المعروض النقدي، فإنه قد تزداد أيضا قيمة وحدة العملة، حتى ولو كان هناك مزيدا من العملات المتاحة. وخلال أوقات ارتفاع الناتج الاقتصادي، لدى البنك المركزي دائما خيار استعادة الاحتياطي مرة أخرى إلى أعلى المستويات من خلال رفع معدلات الفائدة أو وسائل أخرى. ومن ناحية أخرى، فعندما يكون الطلب على النقود غير مرن للغاية فيما يتعلق بمعدلات الفائدة، أو معدلات الفائدة القريبة من صفر (الأعراض التي تتضمن فخ السيولة)، فإنه يمكن تنفيذ التسهيل الكمي من أجل مواصلة تعزيز المعروض النقدي.

إن زيادة المعروض النقدي قد يؤدي إلى خفض قيمة سعر الصرف لعملة البلد مقابل العملات الأخرى. وإضافة لذلك فإن الآثار المتوقعة للتسهيل الكمي في زيادة التضخم قد تؤدي إلى تقليل معدلات العائد الحقيقية (Faia, 2012,3).

إن بعض المراقبين يعتقدون إن مشتريات البنك المركزي من الموجودات المالية (في نطاق عملية التسهيل الكمي) سيؤدي إلى تنشيط وتوسيع عمليات الإقراض التي ستقوم بها المصارف التجارية وهذا ما يحفز الاستهلاك و/أو الاستثمار، لاسيما إذا كان الاقتصاد يتعافى (لأسباب أخرى) غير التسهيل الكمي، إن هذا سيؤدي بالنتيجة إلى التضخم (Kenneth Garbade, www. Federal reserve Bank of NEW YORK June 8,2011)

ب- اثر التسهيل الكمي في سعر الفائدة:

في العادة، ينفذ البنك المركزي السياسة النقدية برفع أو خفض معدل الفائدة المستهدف من أجل التحكم بأسعار الفائدة بين البنوك. وعموما، يحقق البنك المركزي معدل الفائدة المستهدف في الأساس من خلال عمليات السوق المفتوحة، حيث يقوم البنك المركزي بشراء أو بيع السندات الحكومية قصيرة الأجل من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى. وعندما يقوم البنك المركزي بصرف أو تحصيل هذه السندات، فإنه يضخ أو يسحب الأموال في الاقتصاد وهذا ما يؤثر على أسعار السندات الحكومية قصيرة الأجل وعوائدها. وهذا بدوره يؤثر على معدلات الفائدة بين البنوك. إذا كان معدل الفائدة الاسمية عند صفر أو قريب منه للغاية، فلا يمكن للبنك المركزي أن يجعله أقل من ذلك. ويمكن أن تحدث هذه الحالة، الذي يُسمى فخ السيولة، على سبيل المثال، خلال الانكماش الاقتصادي أو عندما يكون التضخم منخفض جدا. وفي هذه الحالة، فإن البنك المركزي قد يستخدم التسهيل الكمي لشراء كمية محددة من السندات أو الموجودات الأخرى من المؤسسات المالية بصرف النظر عن معدل الفائدة. والهدف من هذه السياسة هو زيادة المعروض النقدي بدلا من خفض معدل الفائدة الذي لا يمكن أن ينخفض أكثر من ذلك. وغالبا ما يعتبر ذلك "السبيل الوحيد الباقي" لتنشيط الاقتصاد.

ويمكن تنفيذ التسهيل الكمي، والسياسة النقدية بشكل عام فقط، إذا سيطر البنك المركزي على العملة المستخدمة.

ج . اثر التسهيل الكمي في عرض النقد:

من المعروف أن عرض النقد يتألف من النقد في التداول والحسابات الجارية وحسابات التوفير لدى الجهاز المصرفي وفقرات أخرى ... ونظرا لأن التسهيل الكمي يصب أساسا في الموجود النقدي للجهاز المصرفي فإن أثره مباشر على عرض النقد و إن عرض النقد يزداد فور إطلاق خطط التسهيل الكمي وتنفيذها.

د - اثر التسهيل الكمي في أسعار الصرف:

وتتفع ميزة التسهيل الكمي هذه بطريقة مباشرة المصدرين المقيمين في البلد الذي ينفذ التسهيل الكمي وأيضاً المدينين الذين لهم ديون صادرة بهذه العملة، حيث أنه عندما تنخفض قيمة العملة تنخفض الديون. ومع ذلك، فإنها تضر بطريقة مباشرة الدائنين وحائزي العملة حيث تنخفض القيمة الحقيقية لرصيدهم، كما أن تخفيض قيمة العملة يضر بطريقة مباشرة المستوردين حيث إن تكاليف البضائع المستوردة تتضخم بانخفاض قيمة العملة . ويمكن للبنوك أن تستخدم هذه الأموال الجديدة للاستثمار في الأسواق الناشئة والاقتصاديات القائمة على السلع الأساسية والسلع نفسها وفرص غير محلية بدلا من إقراض الشركات المحلية التي تواجه صعوبة في الحصول على القروض.

إن زيادة مؤثرات التضخم التي هي أحد أهداف التسهيل الكمي وأحد نتائجه ستعكس على أسعار صرف العملات التي هي النتيجة الطبيعية للتضخم.

٦ - الجوانب السلبية في التسهيل الكمي:

- ١ - عند شراء سندات بكميات غير مدروس تأثيرها في العملة قد يدفع أسعار السلع إلى الارتفاع وتفقّد العملة قيمتها الحقيقية بسبب زيادة المعروض النقدي وإحداث التضخم.
- ٢ - إقرار التسهيل الكمي في دولة مثل الولايات المتحدة ذات التأثير القوي في الاقتصاد العالمي فالتأثير سوف يكون في أسعار الغذاء والنفط والذهب بشكل مباشر وبالتالي على كل القطاعات الاقتصادية للدولة.

٣ - إن التسهيل الكمي يضعف قيمة الدولار وبالتالي ترتفع أسعار النفط والذهب والغذاء والتي تتم معظم التعاملات المالية به وهو ما يضيف عبئا على الاقتصاد الذي لا يكون قد تعافى من الأزمة الخائفة بشكل كامل.

٣ -إن المبالغة في الاعتماد على التسهيل الكمي قد يؤثر على الثقة في الاقتصاد مما قد يقود إلى نتائج عكسية.

الاستنتاجات والتوصيات

أولاً : الاستنتاجات:

١. إن ممارسة التسهيل الكمي قد زودت البنوك المركزية بأدوات إضافية لإدارة السياسة النقدية في ضوء قصور الأدوات الأخرى في تحقيق أهداف السياسة النقدية التي تستهدفها هذه البنوك.
٢. إن الأهداف المباشرة للتسهيل الكمي كانت:
 - أ . الحفاظ على معدلات الفائدة ضمن الحدود التي يرغبها البنك المركزي المعني ك ما في الولايات المتحدة واليابان.
 - ب . الحفاظ على معدل التضخم المستهدف كما في المملكة المتحدة.
 - ج . المحافظة على معدلات سيولة مناسبة لدى الجهاز المصرفي كما في الولايات المتحدة.
 - د. تحسين أسعار الموجودات المالية في الأسواق المالية كما في الولايات المتحدة والاتحاد الأوربي واليابان.
٣. بينت الأبحاث النظرية والتحليلات الأولية إن للتسهيل الكمي تأثيرات مباشرة وغ ير مباشرة في التضخم وأسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الموجودات المالية ، إلا إن أبعاد ومدد هذه الآثار لم تشخص بدقة . ولا زالت الأبحاث تجري على قدم وساق لتعميق فهم آثار التسهيل الكمي ونتائجه.
٤. رغم المزايا ال مباشرة والفورية للتسهيل الكمي فإن كثيرا من الاق تصاديين والمحللين يعارضون التوسع في استخدامه أو تكرار استخدامه بسبب نظرتهم المتشائمة للآثار بعيدة المدى له على أسعار صرف العملات وعلى معدلات التضخم، لأنه يساهم في زيادة الكتلة النقدية.
٥. لقد أعلن المسؤولون في البنوك المركزية التي مارست التسهيل الكمي مرارا بأن هذا الإجراء مؤقت ومرهون بزوال الأسباب التي بررت اللجوء إليه، إلا أن توالي الأزمات المالية وعدم الوصول إلى حلول جذرية لها، قد يجعل من عملية استخدامه (سياقا) مستمرا لهذه البنوك لا تستطيع التخلي عنه بسبب افتقارها (على الأقل في المستقبل المنظور) إلى أدوات بديلة واضطرارها لاستخدامه تحت وطأة الظروف الاقتصادية الصعبة.

ثانياً: التوصيات:

١. الإستمرار بدراسة الآثار القريبة والبعيدة المدى للتسهيل الكمي ، بغية التوصل إلى تشخيصها بدقة والاعتماد على تلك النتائج لاتخاذ القرار بشأن ما يلي:
أ. الاستمرار في اعتماده أم لا.
- ب. المقادير المثلى من التسهيل الكمي التي تستخدم كل مرة وبالحدود التي لا تؤثر سلباً على المتغيرات الاقتصادية.
٢. إن التسهيل الكمي هو شكل من أشكال الإصدار النقدي في نهاية المطاف وهذا مدعاة لدراسة مستقبل وظيفة الإصدار النقدي للبنوك المركزية وضوابطها ومحدداتها، ولاسيما مع تطور وسائل الدفع الالكترونية وقيامها بكثير من الوظائف الأساسية للنقد.
٣. إن نشوء التسهيل الكمي قد جاء لغرض مجابهة بعض الأزمات المالية وبما أن بذرة هذه الأزمات قد نبتت في بيئة الجهاز المصرفي فإن من الضروري دراسة السبل الكفيلة بتحسين وضعية هذا الجهاز وتطوير إجراءات السلامة والشفافية فيه ووضع الضوابط اللازمة لمنع الممارسات الضارة في النشاط المصرفي .. وتنسيق السياسات المصرفية وضوابطها على مستوى دولي، لان الأزمات تصيب الجميع وعليهم مجابهة تحدياتها معاً.

المصادر

١. الحسيني، فلاح حسن عداي والدوري، مؤيد عبد الرحمن، ٢٠٠٠، إدارة المصارف: مدخل كمي واستراتيجي معاصر، دار وائل للنشر، عمان، ط.١
٢. السيد علي، عبد المنعم و سعد الدين ، نزار، ٢٠٠٤، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، ط.١
٣. السيد علي، عبد المنعم، اقتصاديات النقود والمصارف، ١٩٩٩، الأكاديمية للنشر، المفرق، المملكة الهاشمية، ط.١
٤. العاني، عماد محمد علي، ٢٠٠٢، اندماج الأسواق المالية : أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي، بيت الحكمة، بغداد، ط.١
٥. عجمية، محمد عبد العزيز والعقاد ، مدحت محمود، ٢٠٠٣، النقود والمصارف والعلاقات الاقتصادية الدولية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت.
٦. غزلان، محمود عزت، اقتصاديات النقود والمصارف، ٢٠٠٢ ، دار النهضة العربية، بيروت ، ط ١ .

٧. Ben S. Bernanke : August 31/2012, speech at fed of kansas city Economic symposium . Jnckso hole , Wyoming.(www.frb.baard.org of journal fed).
٨. Ben. Bernanke: June 20,2012 , press conference , ([www.frb.New York fed: org](http://www.frb.NewYorkfed.org)).
٩. Ben. Bernanke: september,31,2012, press conference, ([www.frb.New York fed: org](http://www.frb.NewYorkfed.org)).
١٠. Campbell R, Mc Conell & Brne ,Stanley.L, 17 th edition,2008, Economics principles , problems , and policies, Mc Graw - Hill/ Irwin. New York.USA.
1١. Faia , Ester: 2012, Comment on " The Effect of Q.E on interest rates " Frankfurt University & CFS.
1٢. Gertler , Mark & Karadi, peter " QE1 Vs2 Vs3 A Framework for Analyzing large Scale Asset purchases as a Monetary Policy Tool".
1٣. Keisler Todd, Martin, Antonio, & Mc Andrew. Jam-Divorcing Money From Monetary Policy in " FRBNY Economic Policy Review " September.
1٤. Kimura,Takish and Small, David, September2004,Topics in Macroeconomics,B.E. Journals in Macroeconomics, VOL.6.NO.PP1-54.
1٥. Kenneth Garbade, June 8,2011, Quantities easing Trigger inflation , [www. Federal reserve Bank of NEW YORK](http://www.federalreservebankofnewyork.org).
1٦. Maeda , Eiji,Fujiwara,Bunya,& Minshima,Aiko&Taniguchi ken: April 2005, Japan's open market operations under the QE policy Bank of Japan Working paper series NO.5- E.3.
1٧. Maghi: 2009, Conventional and Un Conventional (Monetary Policy . keynotes at the ICMB) , Geneva, (www.ECB.int.org).
1٨. Richard G.Anderson, 2010, The first U.S. Quantities easy : the 1930s in Economic synopses, federal reserve basic of Santo Louis, NO.17.
19. http://jps-dir.com/forum/forum_posts.asp.
20. <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Documents/pdf/qe-pamphlet.pdf>.
21. <http://www.startimes.com/f.aspx>.
22. <http://www.economist.com/node>.