



المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية
Iraqi Journal For
Economic Sciences



PISSN : 1812-8742

EISSE : 2791-092X

Arcif : 0.375

Evaluating the effectiveness of unconventional monetary policy tools in addressing financial crises (Review article)

تقييم فاعلية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في مواجهة الازمات المالية مقال مراجعة

أ.م. د. احسان جابر عاشور

Ehsan Jabr Ashoor

ehssan_jabbar@coadec.uobaghdad.edu.iq

كلية الادارة والاقتصاد / جامعة بغداد

Abstract

This article aims to provide a literature review, presented in an analytical style, of the most important economic and financial literature that has discussed the topic of unconventional monetary policy tools. It begins with the foundational conceptual and theoretical principles, then proceeds to a detailed analysis of the nature and characteristics of these tools, tracing the channels through which their monetary impact is transmitted to economic activity. Finally, it assesses the effectiveness of their application in addressing financial and economic crises, particularly the 2008 financial crisis and the 2020 COVID-19 pandemic. This is achieved by examining and monitoring some of the academic and field debates that have discussed the extent of success of these tools, as well as the potential negative side effects if they are used excessively. This article adopts a descriptive-analytical approach. The article concludes that these tools have been successful in addressing severe liquidity shortages, reducing risk margins, and thus preventing the collapse of the financial system. However, it is unable to maintain its true stimulating effect, and therefore cannot be relied upon excessively to establish sustainable development behaviours.

Keywords: quantitative easing, financial crises, zero interest rates.

المستخلص

تهدف هذه المقالة الى تقديم مراجعة ادبية وبأسلوب تحليلي لأهم الادبيات الاقتصادية والمالية، التي ناقشت موضوع الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية، ابتداءً من الاسس والمبادئ المفاهيمية والنظرية، مروراً بتفصيل وتحليل ماهية وطبيعة هذه الأدوات وتتبع القنوات التي ينتقل عبرها الاثر النقدي المترتب على استخدامها الى النشاط الاقتصادي، وصولاً الى تقييم فاعلية تطبيقها في مواجهة الازمات المالية والاقتصادية خصوصاً أزمة 2008 وازمة جائحة كورونا 2020. وذلك من خلال تتبع ورصد بعض السجلات الاكاديمية والميدانية التي ناقشت مديات النجاح لهذه الادوات، او ما يمكن ان يترتب عليها من اثار جانبية سلبية اذا ما تم

استعمالها بافراط، تبنت هذه المقالة الأسلوب الوصفي التحليلي. وتوصلت المقال الى ان تلك الادوات قد نجحت في معالجة النقص الحاد في السيولة وفي تقليل هوامش المخاطرة ومن ثم التصدي لانهايار النظام المالي. الا انها غير قادرة على الاحتفاظ بتأثيرها التحفيزي الحقيقي ، وعليه لا يمكن الاعتماد المفرط عليها في التأسيس لسلوكيات تنموية مستدامة

الكلمات الرئيسية: التيسير الكمي، الأزمات المالية، الفائدة الصفرية.

المقدمة

أكدت الآثار غير المتوقعة التي نجمت عن الازمة المالية العالمية عام 2008 وازمة جائحة كورونا وما رافقها من ركود اقتصادي، على فشل الادوات التشغيلية التقليدية للسياسة النقدية في مواجهة تلك الآثار ، ودفع هذا الامر بعض البنوك المركزية وفي مقدمتها المجلس الاحتياطي الأمريكي وبنك المملكة المتحدة وبنك اليابان والبنك المركزي الاوربي، الى ابتكار واعتماد ادوات جديدة للسياسة النقدية قادرة على تحفيز النشاط الاقتصادي من خلال ضخ مقادير من السيولة تتناسب وحجم التحديات والمخاطر التي تواجه النظام المالي.

المحور الأول – الإطار النظري للادوات غير التقليدية للسياسة النقدية

اتجهت بعض الدول المتقدمة الى اتباع سياسة نقدية غير تقليدية ، من خلال تبني حزمة من الادوات الجديدة القادرة على تحفيز الطلب الكلي ومن ثم النشاط الاقتصادي، بعدما اصاب كل منهما الركود والتراجع بسبب الازمة المالية 2007-2008، واصبحت هذه الادوات احدى السمات المميزة للازمة المالية، وتختلف هذه الادوات بحسب الاختلاف في هياكل الانظمة المالية والاقتصادية في الدول المتقدمة، وتم استخدام هذه الأدوات في البداية في دعم القطاع المالي بهدف انقاذ الإقتصاد الحقيقي لكن في النهاية تم الاعتماد عليها كأدوات استقرارية للأسعار في الاجل المتوسط (T. Jean-Claude, 2012, pp230-231).

أولاً. مفهوم الادوات غير التقليدية للسياسة النقدية: يعرف (لورينزو سماغي، 2009) الادوات غير التقليدية للسياسة النقدية بأنها مجموعة الاجراءات التي تستهدف بشكل مباشر تكلفة وتوافر التمويل الخارجي للبنوك والأسر والشركات غير المالية. وتشمل مصادر التمويل هذه سيولة البنك المركزي، والقروض، وسندات الدخل الثابت، أو الأسهم، ولأن هذه الاجراءات تهدف إلى التأثير على شروط التمويل في اوقات الازمات، يجب عليها ان تراعي الهيكل المالي للاقتصاد. كما عرفها (صاري علي، 2013، 60) بأنها كل الوسائل والاجراءات غير المعتادة التي تعتمد عليها البنوك المركزية في اوقات الازمات بهدف التأثير المباشر وغير المباشر في النشاط الاقتصادي الحقيقي وصولاً الى تحقيق اهداف اقتصادية وخلال مدة زمنية محددة. ويرى (Mark Gertler, 2010, p2 and Peter Karadi) بان هذه الادوات ما هي الا وسائل تمكن البنك المركزي من القيام بدور الوساطة المالية في عملية الائتمان بعد انقطاع الوساطة التي كانت تقوم بها المؤسسات المالية الخاصة، لما يتمتع به المركزي من القدرة الكافية على توفير السيولة اللازمة لتنشيط الاقتصاد عن طريق اصدار السندات الحكومية دون قيود او مجازفة. ويعتقد كل من (MICHAEL Joyce, David Miles, 2012, 276) بانها تلك الادوات التي تستخدم في اوقات الازمات بهدف دعم واسناد سير نشاط القطاع المالي ودعم وحماية الاقتصاد الحقيقي من تداعيات واثار تلك الازمات، وذلك من خلال: تنفيذ برامج ائتمانية تعزيزية، تسيرات كمية، التدخل في سوق العملة والاسواق المالية، وتوفير العملات المحلية والاجنبية.

ثانياً: انواع الادوات غير التقليدية: قبل الخوض في انواع هذه الادوات يجب الاشارة الى وجود ثلاث استراتيجيات بديلة لتحفيز الإقتصاد عندما تفشل الادوات التقليدية اوقات الازمات: الاولى، هي تشكيل او ادارة توقعات اسعار الفائدة من خلال توفير تأكيد للمتعاملين بان

اسعار الفائدة ستكون اقل مستقبلاً. والثانية، تركز على توسيع حجم الميزانية العمومية للبنك المركزي عن طريق شراء الأصول التقليدية مثل اذون الخزانة، بما يتجاوز المستوى المطلوب لسعر فائدة صفري. فيما تلجأ الثالثة الى تغيير تكوين الميزانية العمومية للبنك المركزي بطريقة تزيد ملكية البنك المركزي للأصول غير التقليدية وذلك بهدف التأثير على حجم المعروض من الاوراق المالية في السوق (U. Kazuo, 2009,5). وضمن اطار هذه الاستراتيجيات تنبثق ادوات معينة غير تقليدية وهي كالآتي:

أولاً: التيسير الكمي: تهدف هذه الاداة الى ضخ السيولة بصورة مباشرة في النظام المصرفي، لأجل تشجيع المصارف على زيادة عمليات اقراض الشركات والافراد، اذ يقوم المركزي عن طريقها بخلق اموال الكترونية جديدة واستخدام تلك الاموال في عمليات شراء الاوراق المالية طويلة الاجل، وتتميز هذه الاداة عن الادوات التقليدية بانها تحافظ على سعر الفائدة السوقي عند القيمة المحددة، تؤدي هذه الاداة الى زيادة الالتزامات النقدية للبنك المركزي مع الحفاظ على ثبات تركيبة اصوله وهو ما يزيد من ميزانيته العمومية. (Mahajan. Amit, 2015, 79)

ثانياً: التوجيه المستقبلي: يعلن البنك المركزي من خلال هذه الاداة عن توجهاته وتوقعاته المستقبلية، وعليه تعتبر هذه الاداة وسيلة اتصال جماهيرية وتكتيك نفسي. تهدف الى تقليل حالة عدم اليقين في السوق، وطمأنة المستثمرين بأن أسعار الفائدة ستبقى منخفضة لفترة طويلة مما يشجعهم على الاستثمار، ولا تؤثر هذه الاداة على ميزانية البنك المركزي باي شكل من الاشكال، اذ ان الهدف الاساسي منها هو التأثير على توقعات اسعار الفائدة. (B. Marco, 2015 ,8-10)

ثالثاً: التيسير الائتماني : تهدف هذه الاداة الى دعم الاسواق الائتمانية التي تضررت من الازمة لأجل الحفاظ على استمرارية تدفق السيولة والقروض الى القطاعات الاقتصادية الحيوية، وتمثل سياسة الميزانية العمومية للبنك المركزي وينقسم الى نوعين هما: التيسير المباشر، والذي يغير فيه البنك المركزي تركيب ميزانيته عن طريق بيع الأصول الاقل خطورة كالسندات قصيرة الاجل وشراء الأصول الاكثر خطورة، وبذلك تتحمل ميزانية البنك المركزي مخاطر الائتمان، اما التيسير غير المباشر، فهو عملية تقديم الاموال الى المصارف مقابل استبدال الأصول الخطرة، الامر الذي لا يترتب عليه انتقال مخاطر الائتمان الى ميزانية البنك المركزي. (B. Marco, 2015 ,8-10)

رابعاً: اسعار الفائدة الصفرية: لجأت بعض البنوك المركزية كالبنك الاوربي والمركزي الياباني، الى اعتماد الفائدة الصفرية وفي بعض الاحيان الفائدة السالبة على الودائع الفائضة التي تحتفظ فيها المصارف التجارية، كأجراءات عقابية على الاحتفاظ بالاموال بشكل راكد لدى البنك المركزي وبالتالي اجبارها على اقراضها للشركات الاستثمارية والافراد المستهلكين، مما يعزز من حركة عجلة النشاط الاقتصادي. (D.Mathias, and others, 2009,69)

ثالثاً: قنوات الادوات غير التقليدية: اتضح من خلال العرض المختصر. لأنواع الادوات غير التقليدية بأن اثرها ممكن ان ينتقل عن طريق عدد من القنوات من اهمها: Joyce, M.and (others, 2011)

1. قناة إعادة توازن المحفظة الاستثمارية: تنقل هذه القناة الاثر المترتب على استخدام اداة التيسير الكمي، اذ يشتري البنك المركزي الاوراق المالية طويلة الاجل خصوصاً السندات الحكومية من المؤسسات المالية المتعثرة، يؤدي الى ارتفاع الطلب عليها ومن ثم ارتفاع اسعارها وانخفاض العائد المتوقع منها، الامر الذي يقلل من جاذبيتها لدى المستثمرين لذلك يتوجهون الى شراء اصول بديلة يرتفع حجم العائد الذي تدره كأسهم الشركات والسندات العقارية، وهو ما يترتب عليه ارتفاع اسعار الأصول الأخرى وانخفاض تكاليف التمويل للشركات مما يحفزها على زيادة الاستثمار.

2. قناة الائتمان : ترتبط هذه القناة بسياسة التيسير الائتماني عن طريق استهدافها الميزانيات

العمومية للمصارف والشركات مباشرة، إذ يقوم البنك المركزي بضخ حجم كبير من السيولة في القطاع المصرفي مما يزيد من حجم احتياطات المصارف ويتم ذلك من خلال شرائه للأصول المتوفرة لديها، هذه الوفرة في السيولة منخفضة الكلفة تدفع المصارف الى تخفيض شروط الاقتراض واسعار الفائدة، الامر الذي يشجع كل من الانفاق الاستثماري والاستهلاكي وينعكس ايجاباً على النشاط الاقتصادي.

3-قناة التوقعات: تعمل هذه القناة من خلال الاعتماد على التوجيه المستقبلي الذي يمارسه البنك المركزي عبر الاعلان عن التزامه بالابقاء على اسعار الفائدة عند مستوياتها المنخفضة لفترة زمنية طويلة، او لحين تحقيق الاهداف المرسومة كالبطالة والتضخم، وينتقل اثر هذه القناة من خلال تقليل حالات عدم اليقين التي تسود الاسواق ابان الازمات، وبالشكل الذي يخلق حوافز جيدة للمستثمرين والشركات على وضع خطط استثمارية طويلة الأجل.

4-قناة سعر الصرف: تعمل هذه القناة بشكل فعال في الاقتصادات المفتوحة، إذ يؤدي الانخفاض في اسعار الفائدة المحلية الى انتقال بعض رؤوس الأموال الأجنبية الى الخارج بحثاً عن عوائد أعلى، الامر الذي يترك اثره المباشر في انخفاض قيمة العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية وهو ما يحسن من الميزة التنافسية للسلع المحلية في الأسواق العالمية، مما يحفز الطلب الداخلي ويزيد من الإنتاج المحلي.

المحور الثاني: تقييم آثار أدوات السياسة النقدية غير التقليدية

اثار التحول في العقيدة المصرفية الذي شهدته البنوك المركزية في البلدان الاكثر تقدماً باتجاه تبني أدوات غير تقليدية للسياسة النقدية في اوقات الازمات، جديلاً فكرياً واسعاً بين المؤيدين والمعارضين لها ، إذ يرى المؤيدون أنها تعد الحصن الأمن الذي يمنع انهيار الاقتصاد، بينما يحذر المعارضون بأنها يمكن ان تنشأ عنها انحرافات هيكلية اشد خطورة قادرة على خلق ازمات اكثر عمقاً وتعقيداً، وسيتم عرض اهم الحجج لكلا الفريقين كالآتي:

أولاً- الآثار الايجابية والحجج المؤيدة: يعتقد (Ben S. Bernanke , 2015, p. 142) بأن نقص السيولة هو المحرك الاول للانكماش والعدو المباشر للنشاط الاقتصادي، وعليه يجب ضخ الاموال في شرايين النظام المصرفي عبر سياسات التيسير الكمي لمنع انهيار هذا النظام بشكل ذاتي، ونتيجة لرأيه هذا اعتبر الاب الروحي للتيسير الكمي الحديث، كما دافع رئيس البنك المركزي الاوربي الاسبق (4, p. 2012, Mario Draghi) وبقوة عن التيسير الكمي والتوجيه المستقبلي معتقداً بأنها الادوات الفعالة القادرة في الحفاظ على تماسك منطقة اليورو، وجسد رأيه هذا عبر مقولته الشهيرة سنفعل كل ما يمكننا لانقاذ اقتصاديات اليورو. واكد الاقتصادي الكينزي (Paul Krugman , 2012, p. 115) في العديد من المرات بأن كل المخاوف من حدوث التضخم نتيجة طباعة النقد في اوقات الركود هي مخاوف باطلة وواهية، إذ يعتقد بأن النقص في الطلب الكلي الفعال هو المشكلة الرئيسية في اوقات الازمات، ولا نستطيع سوى استخدام الادوات غير التقليدية في معالجة هذا النقص وارجاع الحوافز الاقتصادية الى مستوياتها الطبيعية.

ثانياً- الآثار السلبية والحجج المعارضة: تعد المدرسة النمساوية والمدرسة النقدية ومدرسة اقتصاديات جانب العرض من ابرز المعارضين لهذه الادوات، فهم يعتقدون بأنها لا تعد الا مخدر وقتي يزول اثره الايجابي سريعاً لكنه سيخلق تشوهات خطيرة في الهياكل المالية والاقتصادية على المدى الطويل. فالتوسع المفرط في القاعدة النقدية حسب رأي النقوديون سيؤدي حتماً بمرور الزمن الى تآكل القوة الشرائية وارتفاع معدلات التضخم بشكل كبير بمجرد عودة سرعة دوران النقود للمعدل الطبيعي. (White, Lawrence H., 2012, p. 31) كما حذر كبير الاقتصاديين في صندوق النقد الدولي ورئيس البنك المركزي الهندي بشدة من الآثار السلبية الجانبية غير المتعمدة لهذه الادوات، بل اكد بانها ممكن ان تدفع بعض المستثمرين الى ممارسة أنشطة المضاربة نتيجة للبحث

الجشع عن العوائد المرتفعة والسريعة، مما يولد فقاعات كبيرة للأصول خصوصاً في الاسواق المالية الناشئة، وان هذه الفقاعة ستنفجر عندما ستغير السياسة النقدية اتجاهها او ادواتها (Raghuram, 2013, p. 8)، ويرى ايضاً (Thomas Sargent) وهو احد اقتصادي مدرسة التوقعات العقلانية والحائز ايضاً على جائزة نوبل، بأن التأثير للأدوات النقدية غير التقليدية يتلاشى سريعاً خالفاً تشوهاً مضرراً لأسعار الفائدة الحقيقية، وبالتالي لا يمكن الاعتماد عليه في التأسيس لنمو اقتصادي حقيقي، ذلك لأن الافراد وحتى الاسواق يستوعبون قواعد اللعبة التي تلجأ اليها البنوك المركزية اوقات الازمات نتيجة لتكرارها (Sargent, T. J. 2010. p. 26-39).

الخاتمة

تأسيساً على ما تقدم، يمكن القول بأن الادوات غير التقليدية للسياسة النقدية قد نجحت وبشكل جيد كحزم انقاذ واجراءات اسعافية مؤقتة لامتناع الاثار المدمرة للالزمات المالية، لكن مديات هذا النجاح لا يمكن ان تستمر في الاجل الطويل كونها محدودة ويرافقها مخاطر هيكلية عديدة كتشويه أسعار الفائدة الحقيقية وتغذية التضخم، كما ان هذه الادوات سرعان ما تفقد تأثيرها التحفيزي الحقيقي لا سيما اذا ما اعتادت الاسواق عليها واستطاعت ان تتنبأ بحجمها واثارها، وعليه لا يمكن الاعتماد المفرط على هذه الادوات في التأسيس الى سلوكيات تنموية مستدامة داخل الانشطة الاقتصادية.

المصادر References

- 1-لورينزو بيني سماغي(2009)محاضرة رئيسية في المركز الدولي للدراسات النقدية والمصرفية (ICMB)، جنيف.
- 2-صاري علي،(2013)، السياسة النقدية غير التقليدية: الأدوات والاهداف، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد 4.
- 3-Ben S. Bernanke, (2015). The Courage to Act: A Memoir of a Crisis and Its Aftermath (New York: W. W. Norton & Company .
- 4-D.Mathias, Xavier Freixas, and others, (2009) °Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G20°, Centre for Economic Policy Research (CEPR), London.
- 5-Jean-Claude,T (2012), “Unconventional Monetary Policy Measures:Principles—Conditions—Raison d’etre”, Bank of France.
- 6-Joyce, M., Tong, M., & Woods, R. (2011). "The UK quantitative easing policy: design, operation and outcomes." Bank of England Quarterly Bulletin.
- 7-Mahajan. Amit, (2015), “Quantitative Easing: A Blessing or Curse”, Advances in Management Applied Economics, vol. 5, no.2.
- 8-Marco,B. (2015), “Unconventional monetary policies: a survey of quantitative and credit easing and methods of evaluation of the portfolio-rebalancing channel”, OP.CIT.
- 9-Mario Draghi, (2012). "Verbatim of the remarks made by Mario Draghi," Speech at the Global Investment Conference (London: European Central Bank.
- 10-Mark Gertler and Peter Karadi, (2010), Model of Unconventional Monetary Policy, NY ,University.
- 11-MICHAEL Joyce, David Miles, (2012), Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy, The Economic Journal, November .
- 12-Paul Krugman, (2012).End This Depression Now! (New York: W. W. Norton & Company .
- 13-Sargent, T. J. (2010). Interview with Thomas Sargent on modern macroeconomics and the financial crisis. Region (Federal Reserve Bank of Minneapolis), 24(3).
- 14-U. Kazuo, (2009), “ Non-Traditional Monetary Polices: G7 Central Banks during 2007-2009 and the Bank of Japan during 1998-2006 “, Faculty of Economics, The University of Tokyo .
- 15-White, Lawrence H., , (2012). The Clash of Economic Ideas: The Great Policy Debates and Experiments of the Last Hundred Years (Cambridge: Cambridge University Press .