

أثر أدوات السياسة النقدية غير تقليدية على استقلالية البنك المركزي (دراسة حالة النظام الفيدرالي الأمريكي)

The impact of unconventional monetary policy tools on the independence of the central bank (case study of the FED)

د. عز الدين وادي^{1*}، د. سعدية حديوش²

¹ جامعة البويرة، a.ouadi@univ-bouira.dz

² جامعة البويرة، hadiouchesadia@gmail.com

تاريخ النشر: 2022-12-25

تاريخ القبول: 2022-12-03

تاريخ الاستلام: 2022-09-30

ملخص:

تبرز أهمية الدراسة من خلال الدور الكبير والفعال الذي تلعبه استقلالية البنك المركزي في تحقيق فعالية السياسة النقدية، فعدم خضوع البنك المركزي لاعتبارات وتدخلات سياسية سيزيد من شفافية ومصداقية السياسات النقدية، فالأزمة المالية العالمية لسنة 2008 والتي عصفت بمعظم الاقتصاديات الكبرى، قد أثرت في أداء البنوك المركزية لمختلف الدول وظهر اتجاهات حديثة في استقلاليتها، وكذا تبرز الأهمية من خلال عرض تجربة النظام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي الذي يعتبر من بين أهم البنوك المركزية الذي استطاع الصمود في وجه الأزمة المالية أمام اتجاهات حديثة سواء في سياسته النقدية أو استقلاليتها وخلصت دراستنا أن اتباع السياسات النقدية غير تقليدية تؤدي إلى تقييد استقلالية البنك المركزي وهذا ما تبين على النظام الفيدرالي الأمريكي.

الكلمات المفتاحية: سياسة نقدية غير تقليدية؛ التسيير الكمي؛ استقلالية؛ مساءلة؛ النظام فيديرالي الأمريكي؛

تصنيف JEL : E52 ؛ E58

Abstract:

The importance of the study is highlighted by the significant and effective role played by the independence of the Central Bank in achieving the effectiveness of monetary policy. The failure of the Central Bank to be subject to political considerations and interventions will increase the transparency and credibility of monetary policies. For different countries and the emergence of modern trends in their independence, as well as the importance highlights by presenting the experience of the FED, which is considered among the most important central banks that was able to withstand the financial crisis in front of modern trends, whether in its monetary policy or its independence. Our study concluded that following monetary policies is not This traditionally leads to restricting the independence of the central bank, and this is what was shown in the FED.

.Keywords: unconventional monetary policy; quantitative easing; independence; accountability; FED;

JELClassification Codes : E52 ؛ E58

1. مقدمة:

تصاعدت المشكلات وانتشرت الأزمات الاقتصادية والمالية بشكل سريع والتي عرفت انتقالاً وانتشاراً من دولة إلى أخرى، وذلك بسبب تعاضم مظاهر العولمة والتحرير المالي، حيث تظهر معالمها بشكل كبير في القطاع المالي والنقدي، فقد واجه الاقتصاد العالمي سنة 2008 أزمة مالية حادة اعتبرت أسوأها، فقد كانت بدايتها في الاقتصاد الأمريكي منتصف سنة 2007 بانفجار الفقاعة العقارية لتتحول إلى أزمة مالية عالمية سنة 2008، فمن أجل الخروج من تداعياتها والحد من أثارها اتجهت مختلف البنوك المركزية في العديد من الدول الاعتماد على سياسات نقدية جديدة تمثلت في السياسات النقدية غير تقليدية وكذا سعيها إلى تحقيق الاستقرار المالي، في ظل هذه الظروف ظهرت تحديات واتجاهات جديدة حول استقلالية البنوك المركزية. وباعتبار النظام الفيدرالي الأمريكي أول البنوك المركزية التي عصفت به الأزمة والذي اتخذ أول رد فعل ومحاولته الخروج من حزم الأزمة وإرجاع التعافي في ظل ظروف اقتصادية جديدة أثرت على استقلاليته، التي بدورها أثرت على فعالية سياسته النقدية وتحقيق أهدافه النهائية.

مما سبق يمكننا طرح الأشكال التالية: "ما هو أثر أدوات السياسات النقدية غير تقليدية على استقلالية النظام الفيدرالي الأمريكي"

وكإجابة أولية حول إشكاليتنا نطرح الفرضية التالية: "عند اتباع أدوات السياسة النقدية غير تقليدية تتقيد استقلالية البنك المركزي"

نهدف من خلال دراستنا إلى إبراز ما يلي:

- تحديد مفهوم السياسة النقدية غير تقليدية وأدواتها؛
- البحث عن المفاهيم الحديثة لاستقلالية البنوك المركزية؛
- دراسة الاتجاه الجديد لاستقلالية النظام الفيدرالي الأمريكي.

بالنظر إلى طبيعة الموضوع سيتم الاعتماد على مجموعة من المناهج العلمية التي تتوافق مع موضوع الدراسة، والمتمثل في المنهج الوصفي الذي يعني بوصف الظاهرة المدروسة وتفسيرها لمعرفة الأسباب واستخلاص النتائج التي يمكن تعميمها، كذلك استخدمنا المنهج التحليلي لتحليل مجموعة من المعطيات من أجل إعطاء رؤية واضحة ومجملّة لتسلسل الوقائع، وهذا ما سيتم التركيز عليه في هذه الدراسة.

2. السياسة النقدية غير تقليدية

1.2 مفهوم السياسة النقدية غير تقليدية:

في الحالة العادية ومن خلال السياسة النقدية التقليدية، يمكن للبنك المركزي أن يؤثر على مسار السياسة النقدية بتأثيره على معدلات الفائدة وتغيرها وبدوره سيعمل على انتقال الأثر إلى الاقتصاد الحقيقي عبر قنوات انتقال أثر السياسة النقدية (عبر قناة أسعار الفائدة). لكن في ظل الأزمة المالية العالمية سنة 2008 تعطلت هذه القنوات بالرغم من قيام البنوك المركزية من تخفيض أسعار الفائدة الاسمية، لكن لم

يكن له أي أثر على الأسعار السوقية (لم ينتقل الأثر إلى الاقتصاد الحقيقي)، وهذا ما أدى بالبنوك المركزية بالبحث عن بدائل لمعالجة الخلل في آليات النقل وتحقيق أهداف السياسة النقدية ومنه أهداف السياسة الاقتصادية الكلية. (Derya, Emin, & Filiz, 2017, p. 67) والتي كان بالتوجه إلى استعمال سياسات نقدية غير تقليدية (The Unconventional monetary policy).

ويمكن تعريف السياسة النقدية غير تقليدية من جانب المستهدفات والأدوات المستخدمة كما يلي: (صاري، 2013، صفحة 60)

أ. من جانب المستهدفات: تعرف بأنها مجموعة من الوسائل والإجراءات غير المعتادة في السياسة النقدية التقليدية تستخدمها السلطة النقدية للتأثير في النشاط الاقتصادي خلال فترة زمنية معينة، ومن هذا التعريف نجده ينطوي على استهداف تحقيق متغير اقتصادي حقيقي محدد.

ب. من جانب الأدوات المستخدمة: هي سياسة نقدية تستخدم في زمن الأزمات يتم من خلالها تنفيذه دعماً ائتمانياً معزلاً، وتسهيلات ائتمانية، وتسيير كمي، وتدخلات في العملة، وفي أسواق الأوراق المالية، وتوفير السيولة بالعملة المحلية والأجنبية، كل هذا بهدف دعم سير عمل القطاع المالي وحماية الاقتصاد الحقيقي من تداعيات الأزمات المالية.

كذلك يمكن تعريفها على أنها قيام البنك المركزي بتمويل ميزانيته العمومية من خلال شراء الأصول التي تتمثل في سندات حكومية أو أصول يصدرها القطاع الخاص، وبهذا يقوم بتمويل الخزينة بالسيولة (زيادة العرض النقدي) وتمويل الاقتصاد بشكل عام، ويكون بذلك قد استطاع التأثير في احتياطات الجهاز المصرفي. (Joyce, Miles, Scott, & Vayanos, 2012, p. 276) وعموماً يمكن للبنك المركزي القيام بدور الوساطة في عملية الائتمان لتعويض انقطاع الوساطة الخاصة، والميزة الأساسية في وساطة البنك المركزي هو سهولة الحصول على الأموال عن طريق إصدار سندات حكومية بلا قيود ولا مخاطرة وذلك لتوفير وسيلة تحفيز الاقتصاد. (صاري، 2013، صفحة 60)

2.2 أهداف السياسة النقدية غير التقليدية وشروط تنفيذها:

لهذا النوع من السياسات النقدية أهداف وشروط يجب التقيد بها من أجل ضمان نجاحها وفعاليتها والتي نذكرها فيما يلي:

أ. أهداف السياسة النقدية غير التقليدية: للسياسة النقدية غير التقليدية عدة أهداف نذكرها فيما يلي: (Bouvret, 2009, pp. 163-164)

• إن ضخ (حقن) السيولة في الاقتصاد سيخفض من تكلفة الائتمان لدى البنوك، وبدوره سيؤثر على حجم الائتمان في الاقتصاد والتحكم فيه؛

عز الدين وادي، سعدية حدويش أثر أدوات السياسة النقدية غير تقليدية على استقلالية البنك المركزي (دراسة حالة النظام الفيدرالي الأمريكي)

• ستسمح سياسة الشراء المباشر لأذونات الخزينة (المعروفة بانخفاض مخاطرها)، بتخفيض عائدها ويقلل الطلب عليها، مما يشجع المستثمرين إلى تنويع محافظهم الاستثمارية بأوراق مالية عالية المخاطر، وبالتالي سيؤدي إلى زيادة تمويل المؤسسات المالية؛

• إن شراء الأوراق المالية عالية المخاطر سيزيد من سيولتها ويخفض من مردويتها، وهذا ما سيؤدي إلى التأثير على شروط تمويل الأسواق وذلك بالتأثير على جانب الطلب على هذه الأوراق.

فبالرغم من إجراءات السياسة النقدية غير تقليدية غير المعروفة من حيث الحجم والنطاق، وقلة الدراسات والتجارب التي يمكن استخدامها للحكم على تأثيرها المتوقع، فالتقييم الأولي أجمع أن هذه السياسة تعبر فعالة. (Kozicki, 2011, p. 13) حيث أنه بينت التجارب أنه يمكن لهذه السياسة النقدية غير التقليدية أن تستعيد فعالية قنوات السياسة النقدية التقليدية كقناة أسعار الفائدة، وتلبية احتياجات الاقتصاد من السيولة وخفض أقساط الديون السيادية، وبصفة خاصة يعتبر الهدف الأساسي هو التأثير على تكلفة الائتمان. (Kanga & Levieuge, 2017, p. 99)

ب. شروط تنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية: يجب أن يتم قياس إجراءات تنفيذ السياسات النقدية غير تقليدية بدقة للحد من الخلل في قنوات نقل السياسة النقدية، ويجب عدم الإفراط في ضخ السيولة عن حدها، الذي يمكن أن يسبب مشاكل اقتصادية عند إيقاف هذه الإجراءات، فعلى المستفيدين من هذه السيولة أن يمنح لهم الوقت الكافي من أجل الاستفادة منها وعدم تضييعها، ويشمل المستفيدين منها جميع الأعوان الاقتصاديين سواء بنوك أو مؤسسات غير بنكية، وبالموازاة يجب على الحكومة أن تعمل على تحسين أوضاع المالية العامة وتحديد أهداف سياستها المالية. (Trichet, 2013) وعليه يجب أن تتوفر مجموعة من الشروط لتنفيذ السياسة النقدية غير تقليدية وهي كما يلي: (صاري، 2013، صفحة 61)

• لا بد أن تكون متناسبة قدر الإمكان مع درجة التفكك والاضطراب التي تعاني منها السوق التي تسعى إلى إنقاذها، وفي أغلب الحالات لا بد من تفصيل التدابير من أجل التعطيل الكلي للأسواق، والواقع أن البنك المركزي يجب أن لا يتردد في توسيع أو تقليص أدواته غير التقليدية - خاصة مدة توفير غير الاعتيادي للسيولة، اعتمادا على حجم الخلل في عمل النظام المالي.

• لا بد أن تكون التدابير مصحوبة بوسائل قوية إلى البنوك التجارية لمعالجة قضاياها الخاصة بإعادة التمويل وإصلاح الموازنات في الأمد المتوسط، ولأن البنوك تعد إلى حد كبير الأداة الأساسية لدى البنك المركزي لإعادة التمويل غير التقليدي، فإن هذه الرسالة تشكل أهمية خاصة في حالة الأزمات.

وبقدر ما تعمل مجموع التدابير غير التقليدية التي تتخذها البنوك المركزية في الدول المتقدمة على تغيير بنيوي في البيئة النقدية والمالية للاقتصاد العالمي، فمن حقها أن تكون مدافعة صريحة عن الإصلاحات الضرورية للتمويل العالمي والتعديل الضروري للخلل في التوازن العالمي، والمساهمة الحاسمة من جانب الجهات المقرضة المتعددة الأطراف.

3.2 أدوات السياسة النقدية غير تقليدية:

يعتبر التحول إلى تبني أدوات نقدية غير تقليدية ضروريا وهذا ما أثبتته من خلال الدور الذي لعبته في السياسة النقدية، حيث توفر للبنوك المركزية خيارا لتسيير الشروط النقدية لتخفيض أسعار الفائدة قصيرة الأجل، وذلك بتوسيع ميزانية البنك المركزي أو تغيير مكوناتها من خلال شراء للأصول والموجودات العامة والخاصة، وهذا ما يسمح للبنوك المركزية التأثير على أسعار الفائدة على المدى الطويل والتحكم في أسعار الأصول المالية (سندات أو أسهم)، ويختلف تصميم سياسة نقدية غير تقليدية باختلاف أهداف السياسة الاقتصادية وخصائص النظام المالي. (Da Silva & Rungcharoenkitkul, 2017, p. 2)

أ. **التسيير الكمي أو التسهيل الكمي (Quantitative Easing):** يعرف التسيير الكمي بأنه سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد الوطني عندما تصبح السياسة النقدية غير فعالة، حيث يشتري البنك المركزي الأصول المالية لزيادة كمية الأموال المتدفقة إلى الاقتصاد. وتتميز هذه السياسة المعتادة في شراء وبيع الأصول المالية على معدلات الفائدة في السوق عند المستوى المحدد والمستهدف. فالبنك المركزي ينفذ عمليات التسيير الكمي من خلال شراء الأصول المالية من البنوك ومن شركات القطاع الخاص بالنقود الجديدة المنشأة إلكترونيا (أي الأرصدة المودعة بالحسابات إلكترونيا من قبل مصدرها)، ويزيد هذا الإجراء من الاحتياطات الفائضة بالبنوك، وكذلك يرفع الأصول المالية التي تم شراؤها مما يخفض من عائداته. (شويش عبد الحميد و عبد الباري أحمد، 2014، صفحة 52) فخلال الانكماش الاقتصادي (حالة التضخم التي يكون فيها منخفضا جدا)، فإن البنك المركزي يلجأ إلى التسيير الكمي بشرائه كمية محددة من السندات أو الأصول المالية من المؤسسات المالية بغض النظر عن سعر الفائدة، بهدف زيادة المعروض النقدي بدلا من خفض معدل الفائدة (لأن أسعار الفائدة الاسمية تكون عند الصفر أو قريب منه ولا يمكن تخفيضه أقل من ذلك وهذه الحالة معروفة بفخ السيولة). (محمود، 2019، صفحة 52)

ب. **معدل الفائدة الصفري أو القريب من الصفر (Zero Interest Rate):** من المعروف أن بعض البنوك المركزية في العالم تقوم باتباع سياسة استهداف التضخم، حيث يتم ضبط وتعديل أسعار الفائدة لتحقيق مستوى العام الأسعار المستهدف، ويضاف إلى ذلك وجود هوامش واسعة في أسعار الفائدة بين الدول، يجعل اقتصاديات الدول ذات الفائدة المرتفعة عرضة للتدفقات المالية السريعة أو الأموال الساخنة (Hot Money) الذي ينتج عنه مشاكل مالية كثيرة في بعض الأحيان. وتتبع البنوك المركزية سياسة أسعار الفائدة الصفرية في حالة الأزمات من أجل التوسع في الائتمان، لأن العلاقة بين أسعار الفائدة على الائتمان والكمية المطلوبة منه ترتبط بعلاقة عكسية. (صاري، 2013، صفحة 67)

3.3 الاتجاهات الحديثة لاستقلالية البنك المركزي

1.3 ملامح الاتجاهات الحديثة لدور البنك المركزي:

عز الدين وادي، سعدية حدويش أثر أدوات السياسة النقدية غير تقليدية على استقلالية البنك المركزي (دراسة حالة النظام الفيدرالي الأمريكي) تشكلت من خلال آثار وتداعيات الأزمة أوضاعاً وظروفاً جديدة تأثرت بها صلاحيات البنوك المركزية وتوسعت أدوارها والجعل منها عنصراً فعالاً لتحقيق الاستقرار المالي.

أ. **توسيع صلاحيات البنك المركزي:** قبل الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، كانت السياسة النقدية والبنك المركزي يمثلان بشكل أساسي وجهين لعملة واحدة، فكان محافظ البنك المركزي مسؤولاً على السياسة النقدية الذي بدوره يهدف إلى تحقيق استقرار الأسعار والذي يمكن تحقيقه عن طريق توجيه أسعار الفائدة في المدى القصير. (Ernest & Donato, 2016, p. 08) لكن السيناريو بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 أصبح مغايراً لما كان قبلها، فإنه تم التركيز على تجنب حالات جديدة من عدم الاستقرار المالي، ومعالجة الأزمة المالية في نفس الوقت، فقد ظهر اهتماماً جديداً على بنية البنك المركزي مما جعل صناع السياسة أمام واقع إعادة تشكيل هذه الأنظمة وسن مقترحات جديدة لإصلاحها وهذا ما حدث في الدول المتقدمة، حيث قامت بتوسيع صلاحيات بنوكها المركزية واتخاذ السياسات النقدية التوسعية وهذا لمنع استمرار عدم الاستقرار النقدي والمالي. (Ernest & Donato, 2016, p. 09) فقد أظهرت الأزمة صعوبات واجهت السياسات الاقتصادية الكلية في عالم يسعى إلى العولمة، وحتى مع ما أبدته الحكومات والبنوك المركزية من قوة غير مؤلفة للسياسات، فقد عجزت عن السيطرة على الوضع بسبب الترابط بين النظام المالي وآثار التطورات الخارجية (سواء إيجابية أو سلبية) على إجراءات السياسة الداخلية. (سوبارو، 2010، صفحة 27)

لذا فقد أدت الأزمة وتداعياتها الخطيرة إلى تغيير جذري في مسار الاقتصاد العالمي، فقد أظهرت مرحلة الركود الكبير لصناع القرار أن هدف استقرار الأسعار ليس كافياً ولا يضمن وحده تحقيق الاستقرار المالي وتجنب حدوث أزمات مالية جديدة. (Ernest & Donato, 2016, p. 303)

تعتبر أهداف السياسة النقدية في الوقت الحالي أقل وضوحاً مما كانت عليه قبل عقد مضى، فلا يوجد هناك أي هدف تشغيلي يستهدف الاستقرار المالي، ولا توجد مقاييس كمية لقياسه، وهذا ما يبرر صعوبة المهمة، فتحقيق الاستقرار المالي الذي يكون مرتبطاً باستهداف التضخم سيكون أصعب لعدم وضوح الأهداف الذي سيجعل البنك المركزي المستقل أمام موقف صعب في تحديد الأهداف بشكل صحيح. وهذا ما سيزيد من احتمالية خطأ القرارات المتخذة من طرف البنك المركزي اتجاه السياسة النقدية فسياسة الاستقرار المالي تستهدف المؤسسات المالية والمصرفية (القطاع المالي) وكذلك الشركات الفردية وهذا ما سيؤثر على مصالحهم فكلما ازداد التداخل بين الأهداف والأدوات كلما زاد خطر تعارض السياسات. (Cecchetti, 2013, p. 04)

ب. **الاستقرار المالي كتحدٍ جديد للبنك المركزي:** قبل انفجار الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، كان لمعظم البنوك المركزية هدف وحيد وهو تحقيق استقرار الأسعار (سياسة استهداف التضخم) أي الحفاظ على معدل التضخم بنسبة 2%، فالبنوك المركزية تسعى إلى تحقيق استقرار مستوى العام للأسعار من شأنه

سيساهم في تحقيق الاستقرار المالي من خلال إدارته للسياسة النقدية، أما بالنسبة لاستقرار المالي تركز البنوك المركزية على انضباط الأسواق المالية، مع أخذ بعين الاعتبار شدة المنافسة التي تعرفها فيما بينها بسبب التحرير المالي كمظهر من مظاهر العولمة المالية، وهذا ما فرض زيادة حجم المخاطر المالية. (Beitone & Rodrigues, 2017, p. 301)

ج. الإطار الحديث لوظائف البنوك المركزية: يتضمن الإطار الحديث لعمل البنوك المركزية مجموعة من الضوابط والإجراءات الهادفة لتحقيق الاستقرار المالي، والحد من آثار وتداعيات الأزمات على الاقتصاد، كما يتضمن هذا الإطار تنظيم عمليات منح الائتمان والرافعة المالية وأسعار الأصول، علاوة على مجموعة من الأدوات الاحترازية المستحدثة في إطار الاستقرار المالي والتي يمكن باستخدامها الحد من انتقال تداعيات الأزمات المالية من القطاع المالي إلى القطاعات الاقتصادية الأخرى، بخلق إطار عام يوضح طبيعة التأثير المتبادل بين القطاع المالي وباقي قطاعات الاقتصاد. (الشاذلي، 2014، صفحة 50) ففي الفترة ما بعد الأزمة، أعطيت للبنوك المركزية مهام ومسؤوليات جديدة إلى جانب مهامها التقليدية المتفق عليها سابقاً، فاليوم لدى البنوك المركزية إضافة إلى تفويض أو صلاحية للإشراف والرقابة على المؤسسات المالية المصرفية وغير مصرفية ضمان الاستقرار المالي، وعلى هذا الأساس اكتسبت مجموعة من الصلاحيات الجديدة بما في ذلك متابعة أو الرقابة المخاطر النظامية، التنظيم الاحترازي الكلي، إدارة الأزمات وإدارة السياسة المالية، وأيضاً القيام بآليات للتنسيق بين السياستين المالية والنقدية وسياسة إدارة الديون. (Balls, Howat, & Stansbury, 2016)

كما يتضمن الإطار الجديد لعمل البنك المركزي قيامه بإجراءات احترازية، بتوسيع نطاق الأهداف التي يناط بالسياسة النقدية تحقيقها، ليشمل تحقيق الاستقرار المالي إلى جانب الهدف الرئيسي وهو استقرار الأسعار، واعتماد آليات تسهم في التأكد من استقرار أسعار الأصول، إلى جانب الآليات المتعلقة بمتابعة التطورات في حجم الائتمان. وفي هذا الإطار يتعين على البنك المركزي عند تحديد المدى الزمني لتحقيق الاستقرار المالي (يكون على المدى الطويل) أن يفوق المدى الزمني اللازم لتحقيق استقرار الأسعار (يكون على المدى القصير). (الشاذلي، 2014، صفحة 51)

2.3 تحديات استقلالية البنك المركزي:

يمكن لصلاحيات الجديدة للبنوك المركزية أن تندمج مع السياسة النقدية واستقلالية البنك المركزي بشكل معقد، فيمكن لهذه الصلاحيات والدور الجديد أن تتعارض مع الوظائف الأساسية للبنوك المركزية أو المخاطرة بإشراك البنك المركزي في سياسة غير معروفة بين المؤسسات والوكالات أو في مجالات السياسة وهذا ما يعرض أو يؤدي إلى عدم فعالية السياسة النقدية والتأثير كذلك على استقلاليتها (Balls, Howat, & Stansbury, 2016, p. 35).

عز الدين وادي، سعدية حدويش أثر أدوات السياسة النقدية غير تقليدية على استقلالية البنك المركزي (دراسة حالة النظام الفيدرالي الأمريكي)
فتغير البيئة الاقتصادية بعد الأزمة المالية العالمية بجميع تداعياتها والتي تعتبر تحدياً بالنسبة لاستقلالية
البنوك المركزية عبر مختلف دول العالم، ولعل أن هذه الأسباب يمكن إرجاعها إلى ما يلي:

أ. **المشهد المتغير من حيث الاقتصاد الكلي ومسؤوليات البنوك المركزية:** في الأوقات التي بدأت فيها
الاستقلالية، يرى (Marten Ellison) أن الارتفاع في درجة استقلالية البنك المركزي يعتبر حافزاً جيداً
للتضخم في الثمانينات، أما (Andrew Mountford) يذهب إلى أبعد من ذلك بحجة أن استقلالية البنك
المركزي أمر منطقي ضمن حالة الاقتصاد المتوازن حيث يكون التأثير الوحيد لتراخي في السياسة الائتمانية
هو التضخم، لكن الأوقات تغيرت فمنذ سنة 2008 توسعت أهداف معظم البنوك المركزية، كالبنك المركزي
الأوروبي فقد توسعت أهدافه من استهداف التضخم إلى هدف الاستقرار المالي، والتحكم في المضاربة
على الديون السيادية، وتوفير السيولة للبنوك وسياسة التسيير الكمي. وعلى هذا يعتقد العديد أن مثل هذه
التغيرات سوف تؤثر على استقلالية البنك المركزي، فعلى سبيل المثال يشير (Sylvester Eijffinger) أن
الحجم غير مسبوق لميزانيات البنوك المركزية في منطقة الأورو والمملكة المتحدة، له آثار بعيدة المدى
على البعد المالي لاستقلال البنك المركزي من خلال التمويل النقدي للديون الحكومية مما ينقص من
مصادقية واستقلالية البنك المركزي.

ب. **فقدان المصادقية:** يكون بسبب السياسات الحديثة التي اتبعتها البنوك المركزية، فعلى سبيل المثال
انخفضت مصادقية البنك المركزي الأوروبي بسبب السياسة الخاطئة التي اتبعتها والعديد من الالتزامات
خلال السنوات السابقة كتمويل وإنقاذ البنوك المتعثرة، فالبنوك المركزية سمحت بانتشار طفرة ائتمانية كبيرة
في الفترة التي تسبق الأزمة وذلك لحل مشكلة الانكماش في الناتج الوطني عن طريق توفير سيولة كافية
للنظام المصرفي، ونتج عنه انهيار بنك (Lehman Brothers) مما أدى ذلك إلى انفجار وتفاقم الأزمة،
بعد ذلك قامت البنوك المركزية بالتنسيق كرد فعل تنظيمي والذي حال إلى استرداد الائتمان وسوء عملية
التعافي من الأزمة من سيئ إلى أسوأ، ولقد أدت هذه الإجراءات إلى زعزعة الثقة في كفاءة البنوك المركزية.
(Den Haan, 2017)

ج. **تحديات العمليات النقدية غير التقليدية:** دفعت الأزمة المالية العالمية البنوك المركزية في العديد من
البلدان المتقدمة إلى اعتماد مجموعة واسعة من التدابير النقدية غير تقليدية المتمثلة في شراء أصول مالية
العامة والخاصة والمبادلة بين العملات وغيرها، في حين إن هذه التدابير كانت فعالة في تجنب انهيار
النظام المالي والكساد إلا أن هناك خطر حدوث آثار جانبية غير مرغوبة بها مقارنة بأدوات النقدية التقليدية،
فقد تكون لهذه العمليات النقدية غير تقليدية آثار مالية وآثار إعادة التوزيع، والتي تؤثر على استقلالية البنك
المركزي الذي سيشارك في مثل هذه العمليات. (Rossi, 2013, p. 05) وعلى هذا السياسة النقدية غير
تقليدية ستؤثر على استقلالية البنك المركزي بشكل سلبي، ولكن البنوك المركزية تسعى إلى تركيز مشترياتها
على السندات الحكومية والتأكيد من طرف الحكومة على أنها لا تواجه مخاطر الائتمان. (Balls, Howat,
& Stansbury, 2016, p. 40)

د. هيمنة المالية العامة: ربما يكون أسوأ سيناريو لاستقلالية البنك المركزي هو الذي يؤدي فيه إلى حدوث أزمة في المالية العامة والتي ستؤدي إلى وضع أهداف وعمليات السياسة النقدية في مرتبة أدنى من الحاجة ودعم خزائن الحكومة، وهي الحالة التي يطلق عليها هيمنة الاعتبارات المالية العامة، وفي هذه الحالة المتطرفة تفقد السياسة النقدية استقلاليتها، ويتم حصر دورها في الحفاظ على انخفاض أسعار الفائدة من أجل خفض تكاليف الاقتراض الحكومي. (الموسوني، 2015، صفحة 32) وربما يتمثل الخطر الأكثر وضوحاً في اعتقاد الأسواق أن السياسة النقدية قد أدارت ظهرها لهدفها التقليدي وهو دعم المالية العامة، وهو خطر مرتفع بوجه خاص في البلدان التي تحتفظ بنوكها المركزية بميزانيات كبيرة للغاية، من خلال البرامج الكبيرة لشراء السندات مثلاً، وسوف يتحقق هذا الخطر أيضاً إذ قررت البنوك المركزية استهداف أسعار فائدة طويلة الأجل في المستقبل، فقد لا تتمكن البنوك المركزية من إقناع الأسواق بأن مشترياتها من السندات الأطول أجلاً كانت بدافع تحقيق أهداف السياسة النقدية والاستقرار المالي، وليس أهداف السياسة المالية، ومن الواضح أن هذه المخاوف تزداد بزيادة حجم ديون البلدان وأجال السندات المشتراة. (الموسوني، 2015، صفحة 32) وهذا التحدي يأتي من سياسات البنك المركزي، فالغطاء غير المسبوق لميزانية البنك المركزي له آثار بعيدة المدى على بعد الاستقلالية المالية مع اختلاف الدراسات النظرية حول تقييم المخاطر المالية التي تواجهها البنوك المركزية حتى ولو كانت صغيرة، لا ينبغي التقليل منها بالاعتماد على التمويل الحكومي التي ستؤثر على استقلالية البنك المركزي وهذا ما سيؤدي إلى فقدان مصداقية البنك المركزي. (Den Haan J. , 2017, p. 13)

هـ. السياسة الاحترازية الكلية: هناك هيئة مسؤولة عن الرقابة وتصنيف المخاطر النظامية في النظام المالي لهيئة السياسة الاحترازية الكلية، وتحديد الأولويات للاستقرار المالي وتسمى هذه الهيئة بهيئة السياسة الاحترازية الكلية (The macro-prudential body)، والتي تكون تتمتع بالاستقلالية ويجب أن تشمل هذه الهيئة على أعضاء وممثلين عن البنك المركزي والجهات التنظيمية الأخرى والحكومة، فهذا التنوع في العضوية سيساعد على التنسيق والاستجابة للمخاطر والتقليل منها. فالحكومة يجب أن تتأسس هذه الهيئة وتمنحها سلطة وضع جدول الأعمال ولها حق والإعتراض على القرارات، نظراً لكونها الهيئة التي لها الصلاحية في تحديد سياسة الاستقرار المالي، وعليه فإن هذا المستوى العالي من المشاركة الحكومية أمر ضروري لتوفير المسائلة الشرعية لسياسة الاستقرار المالي، وهذا ما سيعزز من استقلاليتها. في حين يجب عليها أن تقرر الأدوات المناسبة وعليها أن تكون مستقلة عملياً عن الحكومة، هذا التقسيم للعمل يضمن تحديد أهداف لسياسة الاستقرار المالي من قبل السياسيين والتي سوف توفر شرعية سياسية شاملة لسياسة الاحترازية الكلية، ولما يكون ضمن هذه الهيئة منظمين ماليين سيجنب من تفكير المجموعة والتأكد من وجود آلية تنسيق للاستجابة للمخاطر، ولكن يجب أن يهيمن عليها البنك المركزي بسبب قدرته وخبرته والموازنة بين أدوات التحوط الكلي والسياسة النقدية حتى لا تتأثر استقلالية البنك المركزي بشكل عام. (Balls, Howat, & Stansbury, 2016, p. 50)

2.3 المساءلة مقابل استقلالية البنك المركزي:

إن ظهور المواقف الجديدة التي دعت إلى تقييد استقلالية البنك المركزي في معظم الدول التي مستها الأزمة، أصبح البنك المركزي ملزماً بتبرير مختلف قراراته أمام الحكومة بغرض المساءلة.

تقوم فكرة المساءلة في حدها الأدنى على ضرورة قيام البنك المركزي بشرح وتبرير تصرفاته وسياساته، وما ترتب وما سينترب عليها من نتائج، سواء في مواجهة الرأي العام بصفة عامة من خلال التقارير المنشورة والأحاديث الصحفية المنتظمة، أو في مواجهة المؤسسات البرلمانية من خلال مثول مسؤوليه أمام لجانها المختصة لعرض سياستها النقدية أو نتائجها لفتترات لاحقة وسابقة. فالاستقلالية في الحقيقة تلقي مزيداً من المسؤولية على عاتق البنك المركزي وتجعل منه المؤسسة الوحيدة المسؤولة عن نتائج السياسة النقدية ومدى تحقيق أهدافها، ومما يزيد من عبء تلك المسؤولية الدور الرئيسي للسياسة النقدية في الوقت الحاضر في توجيه النشاط الاقتصادي الكلي في الدولة، مما يتطلب نظام مساءلة وآليات مراقبة لضبط استقلالية البنك دون الحد منها. (بن باحان، 2011-2012، صفحة 97)

أ. **العلاقة بين المساءلة واستقلالية البنك المركزي:** للإحاطة بمفهوم المساءلة وعلاقتها بالاستقلالية، يتعين توضيح المبادئ التالية: (بن باحان، 2011-2012، صفحة 99)

● استقلالية البنك المركزي لا يمكن أن تكون استقلالية مطلقة، فالسلطة التنفيذية هي المسؤولة أمام الناخبين في النظام الديمقراطي وهي التي تفوض صلاحيات لهذه الهيئة التي يتعين عليها بدورها إبلاغ السلطة التنفيذية بما تزاوله من أنشطة، وأن تتخذ إجراءات لمعالجة جوانب القصور فيها إذا اقتضت الضرورة؛

● المساءلة تستلزم شبكة من الآليات الإشرافية والأدوات الرقابية المتكاملة والمتداخلة التي تحول بالفعل دون السيطرة على أي طرف على الهيئة، وإن كانت الهيئة تظل تحت الرقابة؛

● المساءلة والاستقلالية عنصران متكاملان، فالمساءلة تعزز استقلالية البنك المركزي بإضفاء الشرعية على أعماله، وتبني سمعة البنك المركزي على أن يوضح للجمهور كيفية ممارسته لوظائفه المنسوبة إليه والسماح له بالتعبير عن رأيه فيما يتبعه من سياسات، ويرجح أن تكون الهيئات التنظيمية ذات السمعة الحسنة موضع ثقة الجمهور الذي يحسن الظن بها في الحالات الخلاقية، وفي الوقت ذاته، السمعة الحسنة تؤدي إلى تعزيز استقلالية البنك المركزي.

ب. **بين تفويض المساءلة وتحقيق الأهداف النهائية للسياسة النقدية:** في العديد من البلدان يتحدد هدف السياسة النقدية إلى جانب الحكومة وينظر إليه عادة إلى أنه يسهم في تحقيق الصالح الاجتماعي غالباً، ولذلك تتخلى البنوك المركزية عن استقلاليتها في تحديد الهدف لكنها تحافظ على الاستقلالية في تحديد الأداة بالقدر الذي يمكنها من تحديد وإدارة أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها لتحقيق الهدف، والجدير بالاهتمام أنه سواء تمتعت البنوك المركزية بالاستقلالية في تحديد الأداة أو الاستقلالية في تحديد الهدف والأداة، فلا يبدو أن ذلك يؤثر بشكل كبير على تحقيق أهدافها. (Bayoumi, 2014, p. 21)

فلما كان هناك زيادة في صلاحيات البنوك المركزية فقد أصبح مطلوبا منها القيام بدعم وتحقيق الاستقرار المالي، وقد يتعين عليه الاستجابة بشكل أكثر فعالية عندما ينحرف مستوى النمو والبطالة عن المستوى المطلوبين وقد تتجاوز مسؤولية البنوك المركزية اتجاه الحفاظ على الاستقرار المالي دور الجهة التنظيمية والرقابية، وهو المنهج الأكثر شيوعا اليوم والذي يركز على سلامة البنوك التجارية، وقد تصبح البنوك المركزية أطرافا رئيسية في تصميم وتنفيذ سياسة الاحترازية الكلية التي تستهدف معالجة المخاطر النظامية التي تهدد النظام ككل وليس فقط البنوك التجارية، وحتى إذا تم وضع السياسات الاحترازية الكلية خارج حدود البنك المركزي، يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار من جانب السياسة النقدية وربما تستكمل مع ارتفاع أسعار الفائدة في أوقات اليسر للمساهمة في الحد من نمو الائتمان والاقتراض. وقد يجد الجمهور أن مراقبة البنك المركزي أصبح أصعب في ظل اتساع صلاحيته، وإلى جانب ذلك قد تكون هناك حالة التباس عامة لأن الأدوات المستخدمة في دعم استقرار النظام قد تتغير بمرور الوقت وقد تتداخل مع تلك المستخدمة في السياسة النقدية، وعلى سبيل المثال في حالة استخدام أسعار الفائدة التي تعد إحدى أدوات السياسة النقدية المستخدمة في التأثير على التضخم، في المساعدة على وقف نمو الائتمان ضمن الجهود المبذولة للحفاظ على الاستقرار المالي.

وقد تأتي الاستقلالية تحت المجهر إذا تعثر أداء البنوك المركزية، وهو ما قد يحدث في ظل تعدد الصلاحيات ولا يوجد دليل على أن الدور التنظيمي للبنوك المركزية كان له أي تأثير على نجاح السياسة النقدية، وتحديدًا في حالة وجود إطار راسخ للسياسة النقدية، لكن إذا كانت الصلاحيات تشمل الاستقرار المالي، فقد تفقد البنوك المركزية مصداقيتها، نتيجة صدمات خارجية أو عدوى أو من خلال قنوات غير متوقعة رغم ما تبذره من جهود لاحتواء الأزمة المالية.

وعلى هذا قد تزداد المخاطر التي تهدد مصداقية البنوك المركزية نتيجة ضعف الأداء إذا تمت مساعلتها عن معدل النمو والبطالة، فمن الواضح أن السياسة النقدية يمكن أن تؤثر على النمو الاقتصادي في المدى القصير، لكن هذا التأثير سوف يضعف بشكل ملحوظ بمرور الوقت بسبب بدأ تأثير السياسات الأخرى، لاسيما تلك التي تؤثر على أسواق العمل والإنتاجية، وسوف يكون من الصعب جدا فصل تأثير السياسة النقدية عن تأثير العوامل الأخرى عند تقييم أداء البنوك المركزية. وسوف تقل فعالية استخدام السياسة النقدية في تحفيز النمو والتوظيف في اقتصاديات الأسواق الصاعدة والاقتصاديات النامية، حيث يتأثر الأداء الاقتصادي غالبا بالصدمات الخارجية، وعلاوة على ذلك فإن توسيع نطاق صلاحية البنوك المركزية لتشمل النمو الاقتصادي. قد يزيل الضغوط عن الإصلاحات المطلوبة في قطاعات أخرى، وبالتالي فإن عدم تحقيق نمو اقتصادي مستمر ومستوى مرتفع من التوظيف سيؤثر سلبا على مصداقية البنوك المركزية. وقد يؤدي توسيع نطاق الصلاحية إلى تفويض المساءلة، فالقرارات المتعلقة بالاستقرار المالي قد لا ينظر لها دائما على أنها تسهم في تحقيق الصالح لأنها تؤثر بشكل مباشر وواضح على إعادة التوزيع، وقرارات الإنفاق، والناتج وأرباح القطاع المالي، والتكاليف المصرفية. (جاكوم و مانشيني، 2014)

4.دراسة حالة النظام الفيدرالي الأمريكي

1.4 تقديم النظام الفيدرالي الأمريكي ومراحل التسيير الكمي الأمريكي:

إن النظام الفيدرالي الأمريكي عبارة عن عدة بنوك اتحادية للاحتياجات موزعة على 12 بنكا لـ 12 مقاطعة*، ويلعب كل منهم على رأس كل مقاطعة دور البنك المركزي لتلك المقاطعة، وفي هذا المطلب سنتعرف على النظام الفيدرالي الأمريكي من حيث النشأة، الوظائف، المهام المنوطة إليه وكذا تنظيمه.

أ. نشأة النظام الاحتياطي الفيدرالي ووظائفه: يعتبر النظام الاحتياطي الفيدرالي بمثابة البنك المركزي للولايات المتحدة الأمريكية، وهو أحد أكبر بنوك العالم تمتعا بالاستقلال القانوني، حيث أنشأ القانون في الولايات المتحدة الأمريكية نظام الاحتياطي الفيدرالي عام 1913 رغبة في وجود إشراف مركزي على القطاع النقدي بعد فترة من الأزمات المالية التي حدثت في أواخر القرن التاسع عشر حيث وقعت أزمة مالية كبيرة وإفلاس العديد من البنوك عام 1907، وقد تم إقرار هذا القانون بعد موافقة الكونجرس الأمريكي وتوقيع الرئيس الأمريكي ويلسون عليه في 1913/12/23.

تعتبر هذه البنوك بفروعها المنتشرة في الولايات الأمريكية المختلفة الامتداد لنظام الاحتياطي الفيدرالي إلى كل ركن في أرجاء الولايات المتحدة، والتي تمد مجلس المحافظين ولجنة السوق المفتوحة بثورة من المعلومات عن الظروف الاقتصادية في كل الولايات والمدن الأمريكية، مما يمكنها من اتخاذ القرارات المناسبة في شؤون السياسة النقدية، كما تعتبر هذه البنوك بمثابة القنوات التي تنتقل من خلالها اهتمامات ومشكلات الولايات المتحدة الأمريكية المختلفة إلى مركز صنع القرار في نظام الاحتياطي الفيدرالي. (السويدي، 2010، صفحة 110)

ويؤدي النظام الفيدرالي الأمريكي خمس وظائف أساسية عامة لتعزيز التشغيل الفعال للاقتصاد الأمريكي وتحقيق المصلحة العامة، وتتمثل هذه الوظائف فيما يلي: (The Federal Reserve System)

- إدارة السياسة النقدية للدولة من أجل تعزيز الحد الأقصى من فرص العمل، وتحقيق استقرار مستوى العام للأسعار، واستقرار أسعار فائدة على المدى الطويل؛
- تعزيز استقرار النظام المالي والسعي إلى تحقيق الحد الأدنى من المخاطر النظامية واحتوائها من خلال الرقابة الفعالة في الولايات المتحدة الأمريكية وخارجها؛
- تعزيز سلامة المؤسسات المالية الفردية ومراقبة تأثيرها على النظام المالي ككل؛

*تتمثل هذه المقاطعات: بوسطن، نيويورك، فيلادلفيا، كليفلاند، ريتشموند، أتلانتا، شيكاغو، سانت لويس، مينيابوليس، كانساس سيتي، دالاس، سان فرانسيسكو

- ضمان سلامة وفعالية نظام الدفع والتسوية من خلال الخدمات المقدمة إلى القطاع المصرفي والحكومة الأمريكية التي تسهل المعاملات والمدفوعات بالدولار الأمريكي.
- حماية المستهلك وتنمية المجتمع من خلال الإشراف على المستهلك والبحث والتحليل لقضايا واتجاهات المستهلكين الناشئة وأنشطة التنمية الاقتصادية المجتمعية وإدارة القوانين ولوائح المستهلك.

ب. تنظيم نظام الإحتياطي الفيدرالي:

يفسر عدم إنشاء الولايات المتحدة الأمريكية لبنك واحد إلى خوفها التقليدي من تركيز القوة المالية، لذلك استهدف في القانون المنشئ لنظام الإحتياطي الفيدرالي نشر القوى الاقتصادية وتوزيعها بين المصرفيين ومصالح الأعمال وبين الولايات المتحدة الأمريكية والأقاليم ثم بين الحكومة والقطاع الخاص. (السويدي، 2010، صفحة 111) فقد أقاموا نظاما بنكيا مركزيا مكون من 12 بنكا احتياطيا به ثلاث كيانات رئيسية: (The Federal Reserve System)

- **مجلس المحافظين (the Board of Governors):** وهو موجود في العاصمة واشنطن، ويعتبر الهيئة الحاكمة لنظام الإحتياطي الفيدرالي، يديرها سبعة أعضاء، يرشحهم رئيس الولايات المتحدة الأمريكية ويؤكدهم مجلس الشيوخ الأمريكي في مناصبهم، ويسعى إلى تعزيز الأهداف والوفاء بالمسؤوليات المعطاة للإحتياطي الفيدرالي بموجب قانون الإحتياطي الفيدرالي. ويتم تعيين كل عضو في مجلس المحافظين لمدة 14 سنة، وتكون البنود متداخلة بحيث تنتهي مدة واحدة في 31 من شهر جانفي من كل سنة زوجية وبعد انقضاء فترة العضوية لا يجوز إعادة تعيين عضو في مجلس الإدارة، وفي الحالة لتي يتم فيها مغادرة أحد أعضاء المجلس قبل نهاية ولايته، فإنه يتم تعويضه بشخص آخر مع تأكيده للخدمة خلال الفترة المتبقية من فترة العضوية لمدة 14 سنة. أما بالنسبة لتعيين رئيس ونائب رئيس مجلس الإدارة فإنه أيضا يكون من قبل الرئيس ويؤكدهم مجلس الشيوخ، بعهدة تقدر بأربع سنوات فقط وقد يتم إعادة تعيينهم لفترات إضافية مدتها أربع سنوات ويجب أن يكون المرشحون لهذه الوظائف بالفعل أعضاء في المجلس أو يجب تعيينهم في وقت واحد.

- **البنوك الإحتياطية الفيدرالية (Reserve Banks-the Federal Reserve Banks):** وفقا لقانون الإحتياطي الفيدرالي، تم دمج كل من البنوك الإحتياطية الـ 12 بشكل منفصل وله مجلس إدارة من تسعة أعضاء، تقوم البنوك التجارية التي هي عضو في نظام الإحتياطي الفيدرالي تحتفظ بأسهم في البنك في منطقتهم وتنتخب ستة من مديري البنك الإحتياطي وثلاثة أعضاء المتبقين يعينون من قبل مجلس المحافظين، ولدى معظم البنوك الإحتياطية فرع واحد على الأقل، ولكل فرع مجلس إدارة خاص به ويتم تعيين مديري الفروع إما عن طريق البنك الإحتياطي أو مجلس المحافظين.

- **اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة (« FOMC » Federal Open Market Committee):** تم إنشاؤها كجزء من النظام الإحتياطي الفيدرالي عامي 1933-1935، وهي اللجنة التي تحدد السياسة

عز الدين وادي، سعدية حدبوش أثر أدوات السياسة النقدية غير تقليدية على استقلالية البنك المركزي (دراسة حالة النظام الفيدرالي الأمريكي) النقدية، وتتخذ جميع قراراتها المتعلقة بالسوق المفتوحة، والتي تؤثر على سعر الفائدة على الأرصدة الفيدرالية (the federal funds rate) وهو المعدل الذي تفرضه مؤسسات الإيداع لبعضها البعض، وكذا تقوم هذه اللجنة بتكوين وتقييم حجم موجودات الاحتياطي الفيدرالي، وكذا التواصل مع الجمهور حول المسار المحتمل للسياسة النقدية في المستقبل. وتتألف اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة من 12 عضوا منتخبا، الأعضاء السبعة في مجلس المحافظين، رئيس بنك الاحتياطي الفيدرالي في نيويورك، و4 من رؤساء البنوك الإحدى عشر الباقين، الذين يخدمون لمدة سنة واحدة على أساس التناوب.

ويتم عمل هذه البنوك ومجلس المحافظين واللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة بقيام مجلس المحافظين بتقديم التقارير إلى الكونغرس والذي يكون مسؤولا أمامه مباشرة، ويقدم توجيهات عامة للنظام ويشرف على البنوك الاحتياطية 12، كذلك يتم تقسيم بعض المسؤوليات بين مجلس المحافظين في العاصمة واشنطن، الذي يتم تعيين أعضائه من قبل الرئيس بمشورة وموافقة مجلس الشيوخ، والبنوك وفروع الاحتياطي الفيدرالي، وبالرغم أن الاحتياطي الفيدرالي لديه اتصال مباشر مع السلطة التنفيذية ومسؤولي الكونغرس، إلا أنه يتم اتخاذ قراراته بشكل مستقل. فهذه القرارات يتخذها مجلس المحافظين والبنوك الاحتياطية الفيدرالية واللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة، حيث تساعد على تعزيز سلامة واستقرار النظام المالي الأمريكي والاقتصاد الأمريكي ككل. (The Federal Reserve System)

ج. مراحل التسيير الكمي الأمريكي:

مرت سياسة التسيير الكمي الأمريكي بمراحل تمثلت فيما يلي:

• **المرحلة الأولى:** طور الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بين نهاية عام 2007 وبداية عام 2008 برامج من أجل تجاوز النقائص المسجلة مع بداية الأزمة أي من أجل توفير تمويل استعجالي وبأجل طويلة، ولعل أبرز هذه البرامج المستحدثة نجد ("TAB" Term auction facility) والذي كشف عن بداية العمل به ابتداء من شهر ديسمبر 2007 وأبرز ما جاء في هذا البرنامج هو عدم الكشف عن أسماء البنوك التي تستفيد من القروض الممنوحة، وابتداء من شهر مارس 2008 بدأ العمل بتسهيلين آخرين الأول المتمثل في ("TSLF" Securities landing facility) ويهدف أساسا إلى تمديد قائمة الضمانات المقبولة إلى تمديد آجال تسديد القروض الممنوحة، أما التسهيل الثاني فقد تزامن تفعيله مع استحالة وصول البنوك التجارية إلى قروض النظام الفيدرالي الأمريكي إذ قرر هذا الأخير إنشاء ("PDCF" Primary dealer credit facility) الذي يهدف إلى منح بنوك الاستثمار منفذ أوسع ومباشر على السيولة، وكذلك اتخذ النظام إجراءات أخرى تهدف إلى تخفيف الضغط على سوق ما بين البنوك بالدولار في الولايات المتحدة هذا بالتنسيق مع البنوك المركزية الأخرى، حيث أنها تستطيع الإستفادة من التسهيلات التي يمنحها النظام الفيدرالي الأمريكي، كما أن قلة ودائعها من الدولار يجعلها في حالة تبعية تامة للسوق ما بين البنوك من أجل تمويل أصولها المقومة بالدولار. فبالإضافة إلى الإجراءات السابقة التي كان هدفها الأساسي زيادة حجم السيولة المقدمة، قام النظام

بدور خاص عند إنقاذ بنك (Bear Stearns) حيث قام بإقراضه 30 مليار دولار لتسهيل عملية استحواذه من طرف مؤسسة (The JPMorgan Chase). كذلك قام النظام الفيدرالي الأمريكي بغية عدم التأثير على ميزانيته بتمويل مختلف الإجراءات المتخذة عن طريق بيع سندات الخزينة. ويمكن القول أن سياسته في هذه المرحلة تمثلت في تسهيل عملية منح الائتمان. (طالب، 2019، صفحة 157)

● **المرحلة الثانية:** بعد إفلاس بنك ليمان برادرز لاحظ النظام الفيدرالي الأمريكي أن ما يقدمه من سيولة للمتعاملين الرئيسيين (Primary dealers) ومؤسسات الإيداع (Depository institutions) لا يكفي لإيقاف موجة الذعر المالي التي سادت الأسواق، ولهذا أعلن النظام الإحتياطي الفيدرالي في 19/09/2008 عن برامج ("AMLF" Asset-backed commercial money market funds facility) الذي أقرض بموجبه للبنوك التجارية مقابل الحصول على أوراق تجارية مدعومة بالأصول (ABCP) ذات الجودة العالية الممنوحة من طرف الصناديق النقدية التي كانت تعاني من ارتفاع عمليات السحب، فكان الهدف الرئيسي من وراء تبني برنامج AMLF هو الحفاظ على تمويل هذه المؤسسات (صناديق نقدية) من خلال دعم سعر أوراق الخزينة والحد من عمليات البيع المتسارعة. كذلك تم الإعلان على برنامج ثاني بتاريخ 7 أكتوبر المتمثل في ("CPFF" Commercial paper funding facility)، وقد كان لهذا البرنامج نفس أهداف البرنامج الأول فقد أدى انهيار الطلب على الأوراق الخزينة الصادرة عن صناديق نقدية إلى تعرض عدد كبير من هذا الأخير لصعوبات، لذا حاول النظام الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي الحد منها عبر CPFF الذي يضع في متناول هذه المؤسسات خط إئتمان مؤقت. وبتاريخ 25 نوفمبر أعلن النظام الفيدرالي الأمريكي عن ثالث برامجه ("TALF" Term asset-backed securities loan facility)، ويهدف هذا البرنامج إلى تشجيع منح القروض للأفراد وللمؤسسات الصغيرة، اعتمد هذا البرنامج على قروض طويلة الأجل مقابل الحصول على سندات مدعومة بأصول (ABS) حديثة الإصدار ليشمل في وقت لاحق السندات المدعومة بقروض عقارية تجارية (CMBS). إضافة إلى الثلاث برامج السابقة والاستمرار في سياسة تسهيل الائتمان، توجه النظام الفيدرالي الأمريكي نهاية عام 2008 نحو الاستحواذ على سندات طويلة أجل، أعلن النظام الفيدرالي الأمريكي في شهر نوفمبر 2008 عن أول برنامج لشراء سندات موجه أساسا نحو وكالات إعادة تمويل الرهن العقاري (GSE) وهذا خصوصا بعد تدهور تكلفة تمويلها وتزايد الانعكاسات السلبية المحتملة على السوق الرهن في الولايات المتحدة الأمريكية. (طالب، 2019، صفحة 161)

● **المرحلة الثالثة:** استمر النظام الفيدرالي الأمريكي في إتباع سياسة نقدية توسعية، ففي صيف 2010 ونظرا إلى الوضع الاقتصادي الكلي والتوقعات المتشائمة فيما يخص معدل التضخم في الولايات، المواصلة في نفس توجه السياسة النقدية التوسعية المتبع والحفاظ على معدلات فائدة مقاربة للصفر أي بين مجال 0 و 0,25%، ففي شهر أوت 2010 إتخذ قرارا يقضي بالحفاظ على ثبات مستوى الديون من خلال استثمار سندات الدين التي انتهت آجالها أو تلك المضمونة من طرف وكالات إعادة تمويل الرهن العقاري في أصول عمومية، تم الاتفاق أيضا في شهر نوفمبر 2010 على حيازة قبل الثلاثي الثاني من عام 2011 قروض عمومية طويلة الأجل بقيمة 600 مليار دولار. (طالب، 2019، صفحة 164)

عز الدين وادي، سعدية حديوش أثر أدوات السياسة النقدية غير تقليدية على استقلالية البنك المركزي (دراسة حالة النظام الفيدرالي الأمريكي) وفي 2012/09/13 تم الإعلان الرسمي عن الحفاظ على أسعار الفائدة المنخفضة حتى عام 2015، نظرا إلى أن الاقتصاد مازال لم يصل إلى نقطة التعافي أو النمو المطلوب (وبعبارة أخرى القدرة على مواصلة النمو دون تحفيز). واعتمد النظام الاحتياطي الفيدرالي ما يسمى بالتسيير الكمي اللانهائي وهي خطة لشراء 85 مليار دولار من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت في الشهر، و40 مليار دولار من السندات المدعومة بالرهن العقاري، و45 مليار دولار من سندات الخزينة بالولايات المتحدة. (محمود، 2019، الصفحات 133-134)

2.4 التحديات التي واجهت استقلالية النظام الاحتياطي الفيدرالي:

تسببت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 بمشاكل لمختلف بلدان العالم، فقد اعتبرت التحدي الأكبر للبنوك المركزية منذ أزمة الكساد العظيم سنة 1929 في مواجهة الضغوط المالية غير المسبوقة والانكماش الحادة في النشاط الاقتصادي، فاستجابت العديد من البنوك المركزية بما في ذلك النظام الاحتياطي الفيدرالي بتدابير استثنائية فقد قام بتخفيض أسعار الفائدة على أرصدة الأموال الفيدرالية إلى معدل يتراوح بين 0 و 4% للمساعدة على التخفيف من الانكماش الاقتصادي، وتوسيع نطاق الإقراض لتوفير السيولة اللازمة للمؤسسات المالية ومعالجة الاضطرابات في الأسواق المالية، وإنشاء مشترك لخطوط مبادلة العملات مع البنوك المركزية الأجنبية (بما في ذلك بنك اليابان) لضمان توافر التمويل بالدولار، والتوسع في شراء كميات كبيرة من الأوراق المالية طويلة الأجل للمساعدة في تحسين أداء الأسواق المالية ودعم الانتعاش الاقتصادي، وبالنظر إلى مختلف البنوك المركزية فهي أصبحت تعمل مع حكوماتها لمنع الأزمات المستقبلية من خلال تعزيز أطر التنظيم والإشراف المالي. فعند القيام بالإصلاحات المالية لا بد من المحافظة على جوانب الصيرفة المركزية التي تبقى ضرورية لضمان استقرار وازدهار الاقتصاد العالمي في المستقبل، ومن أهم هذه الجوانب قدرة البنوك المركزية على اتخاذ قرارات السياسة النقدية بناء على ما هو جيد للاقتصاد على المدى الطويل، بغض النظر عن الاعتبارات السياسية قصيرة الأجل، ويجب أن يكون محافظو البنوك المركزية مسؤولين تماما أمام الجمهور عن قراراتهم، لكن النظرية والخبرة على حد سواء تدعم بقوة الافتراض القائل بأن عزل السياسة النقدية عن الضغوط السياسية قصيرة الأجل يساعد في تعزيز نتائج الاقتصاد الكلي المرغوب فيها والاستقرار المالي. (Bernanke, 2010)

هناك اعتقاد خاطئ حول طبيعة السلطة للنظام الفيدرالي الأمريكي فهو يشكك في استقلاليته على أنه ليس مستقلا عن الحكومة وإنما هو مستقل داخل الحكومة، فالممثلين المنتخبين لهم الحق في إعادة رسم سلطته، وكذلك مد نطاق أنشطته فممنح الفيدرالي الأمريكي في إدارة السياسة النقدية هو أمر مستحق، فتحديد سلوك السياسة النقدية هي وظيفة متميزة عن النشاطات الأخرى، ففي الحالات العادية يقوم الاحتياطي الفيدرالي بتحديد أسعار الفائدة قصيرة الأجل بدون أي مخاطرة في جميع قطاعات الاقتصاد وضمان المسار المناسب للسياسة لتحقيق مستوى العام للأسعار والحد الأقصى للعمالة، وكذلك اللجوء إلى النظام الفيدرالي

الأمريكي كملجأ أخير للإقراض إلا في الحالات القليلة. أما في أوقات الأزمات فالوضع مختلف بزيادة وتيرة التسوية النقدية، التي تكون فيها السيولة منخفضة، كما كان الحال في حالة الذعر المالي عام 2008 حيث وجد الاحتياطي الفيدرالي نفسه مكلفا بتحديات جديدة وهامة في توفير السيولة للمؤسسات والأسواق. (The Federal Reserve System)

3.4 استقلالية ومساءلة النظام الفيدرالي الأمريكي:

يستمد مجلس المحافظين الكثير من السلطة التي يعمل بموجبها من قانون النظام الاحتياطي الفيدرالي الذي يحد من سلطة مجلس الاحتياطي الفيدرالي، في عام 1977، قام الكونغرس بتعديل القانون من خلال تحديد الحد الأقصى للعمالة واستقرار الأسعار كأهداف للسياسة النقدية، فالاحتياطي الفيدرالي لا يملك سلطة تحديد الأهداف المختلفة، وفي الوقت نفسه منح الكونغرس النظام الاحتياطي الفيدرالي مجالاً كبيراً لتصميم أفضل الأساليب لتحقيق تلك الأهداف القانونية، علاوة على ذلك يخضع الاستقلال الممنوح للنظام للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي مجموعة من الضوابط والتوازنات في شكل شفافية ومساءلة أمام الجمهور والكونغرس، ويتم التعبير عن هذه المتابعة بعدة طرق لعل أهمها القرار الذي اتخذته الكونغرس بشأن صناع السياسة في مجلس الاحتياطي الفيدرالي وعدم إمكانية إبعادهم من مناصبهم لمجرد أن الآخرين في الحكومة لا يتفقون مع وجهات نظرهم بشأن قضايا السياسة، بالإضافة إلى ذلك للحماية من الضغوط غير المباشرة، يحدد مجلس الاحتياطي الفيدرالي ميزانية النظام الفيدرالي الأمريكي وكذا تعيين موظفيه والذي يكون مرهوناً بمراقبة الكونغرس.

ويحتوي النظام على ثلاثة عناصر أساسية:

- أ. الأهداف العامة التي يحددها الكونغرس؛
- ب. الاستقلالية لمتابعة الأهداف التشريعية بأكبر قدر من الكفاءة والفعالية؛
- ج. المساءلة أمام الكونغرس من خلال مجموعة من المركبات. (The Federal Reserve System)

بعد التحديات الجديدة التي واجهت استقلالية النظام الفيدرالي الأمريكي الذي أثر على فعالية السياسة النقدية وأدائها في معالجة حالة الانكماش من خلال أدواتها غير تقليدية والحفاظ على الاستقرار المالي. وفيما يلي سنوضح هذه التحديات فيما يلي: (The Federal Reserve System)

- **انخفاض معدل التضخم:** عرف الاقتصاد الأمريكي على غرار اقتصاديات الدول الأخرى انكماشاً وانخفاض معدلات التضخم بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، حيث جعل التحيز التضخمي التقليدي مصدر قلق فوري التي من شأنه سيهدد من استقلالية السياسة النقدية، فحتى مع انخفاض معدل التضخم تشير ميزان الأدلة إلى أن المقاييس القائمة على المسح لتوقعات التضخم على المدى الطويل من المرجح أن تظل ثابتة إلى حد ما وتتماشى مع الهدف المسطر الموضح بنسبة 2%. فهذا التثبيت في التوقعات

عز الدين وادي، سعدية حدويش أثر أدوات السياسة النقدية غير تقليدية على استقلالية البنك المركزي (دراسة حالة النظام الفيدرالي الأمريكي) يرجع إلى استمرارية مصداقية استقلالية مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي عن التدخل السياسي. فبالرغم من انخفاض مستوى التضخم تبقي نفس الآثار للتدخل السياسي في السياسة النقدية كما هو الحال عندما يكون معدل التضخم مرتفعاً.

فبعد الأزمة كان هناك اقتراحات لتقييد استقلالية السياسة النقدية، وكانت أولى هذه الاقتراحات بتدقيق مجلس الاحتياطي الفيدرالي الذي سيخضع سلوك السياسة النقدية إلى عمليات تدقيق غير محدودة من طرف الكونغرس. كذلك اقتراح آخر الذي يتطلب من لجنة السوق المفتوحة (FOMC) تبني واتباع معادلة محددة في وضع السياسة النقدية، وإذا انحرفت عن هذه المعادلة سيتم التحقيق معها من طرف مكتب محاسبة الحكومة واخضاعها لجلسات استماع فورية من طرف الكونغرس. يمكن وصف هذه المقترحات بمثابة قيود على استقلالية النظام الفيدرالي الأمريكي أكثر من كونها تدابير التي من شأنها زيادة الشفافية والمساءلة، وبذلك ستمثل استثناء من مبادئ الحوكمة الحديثة التي يتميز بها النظام الفيدرالي الأمريكي والبنوك المركزية الرائدة في العالم. فبالنظر إلى أن النظام الفيدرالي الأمريكي يتمتع بالشفافية فيما يتعلق بقرارات السياسة النقدية، فإن المراجعة التي يقوم بها مجلس المحاسبة الحكومي لن تؤدي فقط إلى زيادة الاتصالات مع الجمهور فقط وإنما ستعكس بذلك الجهود التي يبذلها الكونغرس في التأثير على السياسة النقدية.

كذلك يجب الإدراك أن هذه المقترحات يعرض النظام الاحتياطي الفيدرالي للضغوط السياسية والذي سيشكل في استقلاليته، فبدلاً من ذلك يدعو الإطار الحديث للحوكمة النظام السياسي إلى إعطاء البنك المركزي تفويضاً إلى جانب استقلاليته التشغيلية مدعماً بالشفافية والمساءلة. كذلك باتباع سياسة التسيير الكمي وجعل البنك المركزي كمصدر مالي يعتبر تهديداً بحد ذاته لاستقلاليته وهذا ما قد تم الإشارة إليه سابقاً.

- **الركود الكبير واستخدام أدوات السياسة النقدية غير تقليدية:** سمح استقلال أدوات السياسة النقدية المرنة اللازمة لتطوير أدوات جديدة مكنتها من مواجهة التحديات الكبيرة وغير العادية التي واجهتها، فقد كان رد فعل النظام الفيدرالي الأمريكي نتيجة استقلال الأدوات والتي كانت فعالة ومناسبة وضرورية تحت إشراف الكونغرس من خلال المسائلة، فلو لا هذا الرد لكان الاقتصاد الأمريكي قد عانى من ركود أعمق وأطول بكثير.

- **الاستقرار المالي:** لا تتمثل مسؤولية الاستقرار المالي تفويضاً جديداً، فقد كان منصوباً عليه في التشريع 1913 الذي أنشئ بموجبه النظام الفيدرالي الأمريكي والذي كان كدور ثانوي إلى حد ما، لكن هذه المسؤولية حظيت بتركيز أكبر بعد الأزمة المالية، فعلى النظام الفيدرالي الأمريكي أن يأخذ بعين الاعتبار المخاطر التي تهدد الاستقرار المالي من أجل تحقيق أداء اقتصادي كلي جيد. فالجدل القائم حول استقلالية البنك المركزي والاهتمام بالاستقرار المالي، فقد كان اعتقاد (Stanley Fischer) أن النظام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي يحتفظ باستقلاليته على الرغم من اعتماده على سياسة الاستقرار المالي. فنتيجة للطبيعة المحدودة لمجموعة أدوات الاقتصاد الكلي قد يكون هناك أوقات يجب فيها مناقشة

التعديلات في السياسة النقدية التي يمكن أن تكون وسيلة للحد من المخاطر المالية في نفس الوقت، فيمكن في بعض الأحيان أن تشير اعتبارات الاستقرار المالي الحاجة إلى السياسة النقدية، فعلى سبيل المثال ساعدت السياسة النقدية من خلال سياسة التسيير الكمي التي اتبعتها الولايات المتحدة الأمريكية عام 2008 على إصلاح ميزانيات الشركات غير المالية والقطاع المالي ككل، فالتحدي المتمثل في استقلال السياسة النقدية من استخدام أداة واحدة تمكنت من تحقيق بموجبها نتائج متعددة، فهذا التحدي لا يعتبر عائقاً أمام استقلال السياسة النقدية بل أنها في الحقيقة عملت في المقام الأول من خلال الأسواق المالية والمؤسسات المالية.

5. خاتمة:

لعبت تداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 تحدياً لمختلف اقتصاديات دول العالم، وخاصة بنوكها المركزية، فقد فتحت مجال الشك في مصداقية وشفافية البنوك المركزية لتحقيق أهداف سياستها النقدية، فقد لجأت معظمها إلى توسيع صلاحياتها وأهدافها ليصبح هدف الاستقرار المالي الاتجاه الحديث ومن أولويات أهداف السياسة النقدية، فعلى حسب بعض آراء الاقتصاديين لا يمكن تحقيق الاستقرار المالي دون تحقيق الاستقرار النقدي. ففي حزم الأزمة وعدم الاستقرار المالي الذي كانت تعانيه معظم الدول فقد لجأت إلى تبني سياسات نقدية غير تقليدية، عن طريق سياسات التسيير (التسهيل) الكمي وأسعار الفائدة الصفرية والتي ساهمت في الخروج من حالة الانكماش وتحسن وتيرة الاقتصاد العالمي، كل هذه الظروف أدت إلى ظهور اتجاهات حديثة لاستقلالية البنوك المركزية التي تنادي إلى التقليل في درجة استقلاليتها، وأيضاً معظم الدول دعت إلى تقييد استقلالية بنوكها المركزية. وبالعودة إلى تجربة النظام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي فقد لجأ إلى سياسة التسيير الكمي بثلاث مراحل من أجل ضمان عودة الاستقرار المالي مع انخفاض أسعار الفائدة إلى حدود الصفر، أما بالنسبة إلى استقلاليتها فقد دعا الكونغرس إلى تقييدها والتقليل من درجتها، وتكوين مجلس المحاسبة خاصة بمسائله وتنظيم جلسات استماع في حالة الانحراف عن مسار السياسة النقدية التي يرسمها الكونغرس لضمان فعالية السياسة النقدية وتحقيق الاستقرار النقدي والمالي.

ومن خلال دراستنا توصلنا إلى مجموعة من النتائج الآتية:

- فتحت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 أمام البنك المركزي مهمة جديدة لسياسة النقدية وهي تحقيق الاستقرار المالي عن طريق أدوات السياسة الاحترازية الكلية، والذي لا يمكن تحقيقه إلا إلى جانب الأهداف الأخرى وخاصة استقرار الأسعار، وذلك بالتنسيق بين أدوات السياسة النقدية وأدوات السياسة الاحترازية الكلية، كذلك نتج عن الأزمة المالية انخفاض معدل السيولة وظهور بوادر الانكماش في مختلف اقتصاديات الدول، فهذا ما حتم إلى اتخاذ أدوات السياسات النقدية غير التقليدية نظراً لعدم فعالية السياسة النقدية

عز الدين وادي، سعدية حدويش أثر أدوات السياسة النقدية غير تقليدية على استقلالية البنك المركزي (دراسة حالة النظام الفيدرالي الأمريكي) التقليدية وتعطل قنوات انتقالها، عن طريق أداة التسيير الكمي ومعدلات الفائدة الصفرية أو القريبة منه، فقد أثبتت دراستنا نجاعة هذه الأدوات في الحد من تداعيات هذه الأزمة وإنقاذ اقتصاديات مختلف الدول كالاقتصاد الأمريكي.

• قامت مختلف البنوك المركزية إلى إجراء إصلاحات واسعة في نظامها وتشريعاتها من أجل مواكبة ظروف الاقتصاد العالمي، ومحاولة إنقاذ اقتصادياتها من الانهيار والتي أدت إلى التقليل من درجة استقلاليته، إضافة إلى ذلك تحدي تبني السياسات النقدية غير تقليدية، وفقدان المصداقية في مختلف البنوك المركزية وهيمنة المالية العامة والصلاحيات الجديدة المخولة إليها. فكل هذه الظروف أدت إلى التقليل من استقلالية البنك المركزي وظهور مفهوم المساءلة لمختلف البنوك المركزية.

• يعرف النظام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي من بين البنوك المركزية أكثر استقلالية والذي شهدت تحدياً وذلك لفقدانه لها عقب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، وذلك لخروجه عن دوره التقليدي حيث قام بتوفير سيولة للنظام المالي الأمريكي على مر ثلاث مراحل عن طريق التسيير الكمي وتخفيض أسعار الفائدة إلى حدها الأدنى وقربها من الصفر، وكذلك إنشاء مكتب المحاسبة العمومي من أجل مساءلة النظام بصفة عامة ولجنة السوق المفتوحة حول مسار السياسة النقدية وهذا لزيادة الشفافية، فالبرغم من تقليل من استقلاليته إلا أن هذه الإجراءات اعتبرت ناجعة وكانت سببا في خروج الاقتصاد الأمريكي من تداعيات الأزمة.

وعلى ضوء النتائج السابقة يمكن اقتراح التوصيات التالية:

- لا بد من عزل السياسة النقدية عن الضغوطات الحكومية وعن احتياطات المالية للدولة وذلك بتجنب لجوئها إلى تمويل عجز ميزانياتها؛
- من أجل اتباع سياسة نقدية غير تقليدية يجب توفر شروط لضمان نجاعتها وخاصة في ظروف الأزمات وتجنب خطر وقوع الاقتصاد في فخ التضخم؛
- جعل استقلالية البنوك المركزية استقلالية بحتة بالتوازي مع مسألته من طرف لجنة ممثلة من طرف الحكومة.

6. قائمة المراجع:

- Balls, E., Howat, J., & Stansbury, A. (2016, Nov). Central bank independence revisited (After the financial crisis, what should a model central bank look like. *M-RCBG Associate working paper series* (67).
- Bayoumi, T. (2014, Apr). Monetary policy in the new normal. (I. M. Fund, Ed.) *research monetary and capital Markets and strategy and policy* .
- Beitone, A., & Rodrigues, C. (2017). *Economie Monitaire (theorie et politique)*. France: Armand colin.
- Bernanke, C. B. (2010, May 25). *Central Bank Independence, Transparency, and Accountability*. Consulté le sep 10, 2022, sur The institute for monetary and economic studies international conference (bank of Japan): <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100525a.htm>

- Bouvret, A. (2009). *Politiques monétaires non conventionnelles: un bilan*. Consulté le Sep 14, 2022, sur Economie et prévision: http://www.persee.fr/doc/ecop_0249-4744_2009_num_190_4_8003
- Cecchetti, S. (2013). Central bank independence (A path less clear). *The international conference the 20th anniversary the autonomy of the bank of Mexico*. Mexico: Bank of International Settlements.
- Da Silva, L. a., & Rungcharoenkitkul, P. (2017). QE experiences and some lessons for monetary policy: defending the important role central banks have played. *The Eurofi Hight Level seminar*. Italy: Bank for international settlements.
- Den Haan, J. (2017). Central bank independence under threat? *The 23 Dubrovic economic conference* . Croatia: Croatian national Bank.
- Den Haan, W. (2017, Jan 10). *The future of central bank independence: Results of the CFM-CEPR Survey*. Retrieved Sep 14, 2022, from <https://voxeu.org/article/future-central-bank-independence>
- Derya, H. Y., Emin, E., & Filiz, E. (2017, Feb). the unconventional monetary policy. *international journal of management and applied science* , 3 (2).
- Ernest, G., & Donato, M. (2016). Central banking and monetary policy (What will be the post-Crisis new normal). *The European Money and Finance Forum (SUEF) conference proceedings*. Italy: Bocconi University.
- Joyce, M., Miles, D., Scott, A., & Vayanos, D. (2012, nov). Quantitative easing and unconventional monetary policy -an introduction. *the economic journal* , 122.
- Kanga, D., & Levieuge, G. (2017). Une évaluation des effets des politiques monétaires non conventionnelles sur le coût du crédit aux entreprises dans la zone euro. (U. d'Orléans, Éd.) *Economie et statistique* (494-495-496).
- Kozicki, S. (2011, Aug). Unconventional monetary policy: the international experience with central bank asset purchases. *Bank of Canada Review* .
- Rossi, S. (2013). post-crisis challenges to central bank independence. *The LBMA/LPPM precious Metals conference*. Italy.
- The Federal Reserve System . (s.d.). Consulté le 09 12, 2022, sur <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/structure-federal-reserve-system.htm>
- Trichet, J.-C. (2013, Avr 04). Politique monétaire non conventionnelle des pays développés : un univers conceptuel différent. *convictions asset management* .
- أحمد شفيق الشاذلي. (2014). الاطار العام للاستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيقه. *صندوق النقد العربي* .
- جاكوم ل، & مانشيني بت، (2014). جويلية. (صلاحية أوسع). ص. 1. الدولي. (Éd.) *مجلة التمويل والتنمية* .
- دوفوري سواراو. (جويلية، 2010). إعادة تعريف البنوك المركزية (البنوك المركزية يجب أن تستخلص دروسا من الأزمة العالمية وتقوم بإصلاحات ملموسة. (صندوق النقد الدولي، المحرر) *مجلة التمويل والتنمية* .
- رمزي محمود. (2019). *التسيير الكمي (السياسة النقدية غير تقليدية لتنشيط الاقتصاد القومي)*. مصر: دار التعليم الجامعي.

- عز الدين وادي، سعدية حديوش أثر أدوات السياسة النقدية غير تقليدية على استقلالية البنك المركزي (دراسة حالة النظام الفيدرالي الأمريكي)
- سهام محمد السويدي. (2010). *استقلالية البنوك المركزية ودورها في فعالية السياسة النقدية في الدول المتقدمة (دراسة مقارنة)*. مصر: الدار الجامعية.
- شويش عبد الحميد, ع. ا. & ., عبد الباري أحمد, ب. (2014). *التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية*. مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية. (2) 04 ,
- ضياء مجيد الموسوني. (2015). *استقلالية البنوك المركزية بين المفترض والواقع*. الجزائر: كنوز الحكمة.
- علي صاري. (2013). *السياسة النقدية غير التقليدية (الأدوات والأهداف)*. (جامعة الجزائر 3، المحرر) *المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية* (04).
- محمد الأمين وليد طالب. (جوان, 2019). *الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية (على ضوء الأزمة المالية 2007-2008)*. مجلة دراسات اقتصادية ، 6 (1).
- محمد بن باحان. (2011-2012). *الأبعاد الجديدة لاستقلالية البنوك المركزية في ظل العولمة (دراسة حالة الجزائر)*. أطروحة دكتوراه . علوم التسيير، الجزائر: جامعة الجزائر 03.