

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

المركز الجامعي نور البشير البيض

الميدان: علوم الاقتصاد والتجارية وعلوم التسيير

التخصص: إقتصاد نقدي وبنكي



كلية: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

القسم: العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر

تحت عنوان:

الاتجاهات الحديثة للسياسة النقدية غير التقليدية (دراسة تجارب بعض الدول)

تحت إشراف الأستاذ:

- د. صكوشي حاسين

من إعداد الطالبتين:

- ميلودي حياة

- بلماحي مروة إيمان

لجنة المناقشة

الصفة	الأستاذ
رئيسا	صكري أيوب
مشرفا ومقررا	صكوشي حاسين
ممتحنا	فار عبد القادر

السنة الجامعية: 2023/2022

شكر و عرفان

بسم الله والحمد لله والصلاة والسلام على أشرف خلق الله سيدنا محمد عليه
أفضل الصلاة وأزكى السلام.

عملا بقول رسول الله صلى الله عليه وسلم: "من لم يشكر الناس لم يشكر الله"
نتقدم بخالص الشكر لكل من كان له الفضل علينا وكان عوننا لنا، وأخص
بالذكر الأستاذ المشرف "صكوشي حاسين" الذي لم ييخل علينا
بنصائحه وإرشاداته، فجزاه الله كل الخير.

كما أجزل الشكر إلى السادة الأساتذة "أعضاء لجنة المناقشة" على
تفضلهم بمراجعة هذا العمل وقبول مناقشته حفظهم الله جميعا وأدام
صحتهم وبارك في علمهم وأنار دربهم.

كما نتقدم أيضا بالشكر والعرفان لكل من أمدنا بمصدر أو مرجع أو
ساعدنا في الحصول عليه ما أغنى هذه المذكرة، وكذلك إلى جميع زملائنا
في التخصص ولو بكلمة طيبة ودعاء صادق فجزاهم الله خيرا.

ولا يفوتنا في هذا المقام التقدم بالشكر والتقدير إلى كل أسرة معهد العلوم
الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية بالمركز الجامعي نور البشير البيض.



الإهداء

﴿ وَآخِرُ دَعْوَاهُمْ أَنِ الْحَمْدُ لِلَّهِ رَبِّ الْعَالَمِينَ ﴾

أهدي تخرجي هذا إلى من علمني العطاء وإلى من أحمل اسمه بكل افتخار وأرجو من الله أن يمد في عمرك لترى ثمارا قد حان قطافها بعد طول انتظار “والدي العزيز” وإلى ملاكي في الحياة وإلى معنى الحب والحنان والتفاني وإلى بسمة الحياة وسر الوجود وإلى من كان دعائها سر نجاحي أعلى الحبايب “امي الحبيبة” وإلى من له الفضل الكبير في تشجيعي وتحفيزي ومن منه تعلمت المثابرة والاجتهاد وإلى من بهم أكبر وعليهم أعتمد وإلى من بوجودهم أكتسب قوة ومحبة لا حدود لها وإلى من عرفت معهم معنى الحياة “أخي الوحيد وأخواتي” وإلى من تحلوا بالإخاء وتميزوا بالوفاء والعطاء وإلى من برفقتهم في دروب الحياة السعيدة والحزينة سرت وإلى من كانوا معي على طريق النجاح والخير “أصدقائي الأعزاء” « إيمان » بتوفيق من الله وبدعاء من الأم لم يبق سوى خطوات قليلة لإنهاء مسيرتي الدراسية، شكراً لكل من مد لي يد العون.

”ميلودي حياة”





الإهداء

"لله الشكر كله أن وفقني لهذه اللحظة، فالحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على نبيه الكريم."

أهدي ثمرة جهدي ودراستي وفرحتي المنتظرة إلى من وضعتني على طريق الحياة وغمرتني بحبها وحنانها إلى من مهدت لي طريق العلم إلى من كانت ملجأني في هذه الرحلة إلى من لهج لسانها بالدعاء لي إلى وجهتي الآمنة دوماً "أمي الغالية."

إلى خالد الذكر الذي وافته المنية منذ خمس سنوات، إلى روح غاب نسيمها إلى من أحمل اسمه بكل فخر. إلى من كان فراقه علي صعب إلى من يرتعش قلبي لذكراه إلى من أودعني الله "أبي حبيب قلبي" رحمه الله وأسكنه فسيح جناته.

إلى حلواتي، مؤنساتي الغاليات رفيقات دربي إلى من هن أحسن علي من نفسي إلى شموع التي تنير عمتي "أخواتي" لاغاب أنسكم أحبتي.

إلى حبيبة القلب لمن كانت سندي بعد عائلي لمن كانت عوني بعد الله، إلى رفيقة الدرب وصديقة الأيام بجلوها ومرها صديقتي الغالية "حياة"

وإلى أولئك الذين يفرحهم نجاحنا ويحزنهم فشلنا إلى "الأقارب والأصدقاء" قلباً ودماً ووفاء الذين مهدوا عثرات مسيرتي بدعائهم وأنسوا صعابها بحبهم.

إلى كل من كان لهم أثر في حياتي، إلى كل من نصحني ووجهني إلى كل من ساهم في إتمام هذا البحث جزاكم الله عني كل الخير.

"بلماحي مروة إيمان"



ملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى تعريف المفاهيم الأساسية المتعلقة بالسياسة النقدية غير التقليدية وتحليل مختلف الأدوات التي ظهرت بشكل كبير وواضح بعد الأزمة المالية العالمية والتي أدت إلى تراجع معدلات النمو الاقتصادي وساهمت في انهيار الاقتصاد العالمي. ومن هنا حاولنا عرض أهم الإجراءات التي قامت بها البنوك المركزية لاحتواء هذه الأزمة المالية باستخدام مختلف الأدوات غير التقليدية والتي تمثلت أساسا في سياسة التيسير الكمي، أسعار الفائدة السالبة وأسعار الفائدة الصفرية. مع الإشارة إلى السياسة النقدية غير التقليدية المطبقة في الاقتصاد الجزائري والمتمثلة في سياسة التمويل غير التقليدي (الإصدار النقدي). ومع ذلك، تواجه هذه السياسة تحديات وصعوبات ومن أبرزها التضخم المفرط الذي يمكن أن يترتب علي زيادة الإمدادات النقدية وعدم القدرة على ضبطها بشكل فعال.

كلمات مفتاحية: السياسة النقدية، أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، التمويل غير التقليدي.

Abstract:

This study aims to define the basic concepts related to unconventional monetary policy and analyze the various tools that appeared in a large and clear manner after the global financial crisis, which led to a decline in economic growth rates and contributed to the collapse of the global economy. Hence, we try to present the most important measures taken by central banks to contain this financial crisis by using various non-traditional tools, which were mainly represented in the policy of quantitative easing, negative interest rates and zero interest rates. With reference to the non-traditional monetary policy applied in the Algerian economy, represented in the non-traditional financing policy (cash issuance). However, this policy faces challenges and difficulties, most notably the hyperinflation that could result from an increase in the monetary supply and the inability to control it effectively.

Keywords: monetary policy, unconventional monetary policy instruments, unconventional finance.

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	كلمة شكر و عرفان.....
	الإهداء.....
	المستخلص.....
	فهرس المحتويات.....
	قائمة الجداول.....
	قائمة الأشكال.....
	قائمة المختصرات.....
أ-و	مقدمة.....
	الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للسياسة النقدية
2	تمهيد:
3	المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية
3	المطلب الأول: تطور السياسة النقدية وفق الفكر الاقتصادي.....
5	المطلب الثاني: مفهوم السياسة النقدية.....
6	المطلب الثالث: أسس السياسة النقدية وأنواعها.....
8	المبحث الثاني: أهداف السياسة النقدية واستراتيجياتها
8	المطلب الأول: الأهداف الأولية والوسيطية للسياسة النقدية.....
10	المطلب الثاني: الأهداف النهائية للسياسة النقدية.....
13	المطلب الثالث: استراتيجيات السياسة النقدية وقنوات انتقالها.....
17	المبحث الثالث: أدوات السياسة النقدية
17	المطلب الأول: الأدوات الكمية (غير المباشرة) للسياسة النقدية.....
19	المطلب الثاني: الأدوات النوعية (المباشرة) للسياسة النقدية.....
20	المطلب الثالث: تقييم الأدوات التقليدية للسياسة النقدية.....
26	خلاصة الفصل:

	الفصل الثاني: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية
28	تمهيد:
29	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول السياسة النقدية غير التقليدية
29	المطلب الأول: نشأة وتحليل تطور مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية
32	المطلب الثاني: مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية.....
34	المطلب الثالث: خصائص وأهداف السياسة النقدية غير التقليدية.....
37	المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية
37	المطلب الأول: سياسة التيسير الكمي.....
40	المطلب الثاني: سياسة أسعار الفائدة الصفرية.....
42	المطلب الثالث: سياسة أسعار الفائدة السالبة.....
46	المبحث الثالث: فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية واستراتيجية الخروج منها
46	المطلب الأول: ظروف تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.....
48	المطلب الثاني: محددات فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.....
49	المطلب الثالث: إستراتيجية الخروج من السياسة النقدية غير التقليدية.....
51	خلاصة الفصل:
	الفصل الثالث: استعراض تجارب دولية في اعتماد السياسة النقدية غير التقليدية
53	تمهيد:
54	المبحث الأول: الإطار التطبيقي لاستخدام أدوات السياسة النقدية غير التقليدية -تجارب بعض الدول-
54	المطلب الأول: تطبيق سياسة التيسير الكمي.....
58	المطلب الثاني: تطبيق سياسة أسعار الفائدة الصفرية.....

61	المطلب الثالث: تطبيق سياسة أسعار الفائدة السالبة.....
65	المبحث الثاني: سياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر
65	المطلب الأول: مفهوم التمويل غير التقليدي في الجزائر.....
69	المطلب الثاني: أسباب اللجوء للتمويل غير التقليدي في الجزائر.....
71	المطلب الثالث: التحديات الاقتصادية للتمويل غير التقليدي في الجزائر وأهم البدائل المقترحة
74	المبحث الثالث: تطبيق آلية التيسير الكمي في الجزائر
74	المطلب الأول: أسباب وإجراءات تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر
79	المطلب الثاني: آثار تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر.....
80	المطلب الثالث: مقارنة آلية التيسير الكمي بين الدول المتقدمة والجزائر.....
84	خلاصة الفصل:
86	خاتمة:
90	قائمة المراجع:

قائمة الأشكال والجداول

1- قائمة الأشكال:

الصفحة	العنوان	الرقم
13	المربع كالدور السحري للأهداف النهائية	1-1
30	يوضح العلاقة بين مستوى الأسعار ومعدلات الفائدة في ظل سياسة نقدية	2-2
31	يوضح العلاقة بين الإنتاج ومعدلات الفائدة في ظل سياسة نقدية توسعية حسب نموذج كروغمان.	2-3
59	معدل الفائدة الرسمي لليابان خلال الفترة (1991-2008)	3-4
75	تطور حجم الصادرات لقطاع المحروقات وباقي القطاعات في الجزائر (2010-2017)	3-5
78	توزيع المبالغ الصادرة من بنك الجزائر في إطار التمويل غير التقليدي للفترة (نوفمبر 2017-جانفي 2019)	3-6

2- قائمة الجداول:

الرقم	العنوان	الصفحة
2-1	الحالات الإقراضية للبنوك في ظل سياسة معدل الفائدة الصفرية	42
3-2	برامج التيسير الكمي التي قام بها الاحتياطي الفيدرالي	57
3-3	تطورات أسعار الفائدة السالبة في البنك المركزي السويسري	62
3-4	تطورات أسعار الفائدة السالبة في البنك المركزي الياباني	62
3-5	تطورات أسعار الفائدة السالبة في البنك المركزي الأوروبي	63
3-6	تطورات أسعار الفائدة السالبة في البنك الدنماركي	64
3-7	الفرق بين التمويل التقليدي وغير التقليدي	68
3-8	تطور رصيد الميزانية العامة في الجزائر للفترة 2014-2018	69
3-9	تطور موارد صندوق ضبط الإيرادات خلال الفترة 2014-2018	70
3-10	تطور احتياطي سعر الصرف خلال الفترة 2014-2018	70
3-11	مقارنة آلية التيسير الكمي المطبقة بين الدول المتقدمة والجزائر	80

قائمة المختصرات

الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي	FED
البنك المركزي الأوروبي	BCE
بنك اليابان	BOJ
سياسة التيسير الكمي	QE
الخطة الأولى من سياسة التيسير الكمي	QE1
الخطة الثانية من سياسة التيسير الكمي	QE2
الخطة الثالثة من سياسة التيسير الكمي	QE3
سياسة أسعار الفائدة الصفرية	ZIR
سياسة أسعار الفائدة السالبة	NIR
سندات الرهن العقاري	MBS

مقدمة عامة

يمثل تحقيق الاستقرار الاقتصادي أحد الأهداف الكبرى للدول المتقدمة والنامية على حد سواء، وللحفاظ عليه تعتمد مختلف الدول على مجموعة من السياسات تندرج تحت السياسة الاقتصادية الكلية ومن بينها السياسة النقدية بأدواتها (كمية - كيفية) والتي تعتبر بمثابة حجر الأساس في بناء السياسة الاقتصادية.

وبعد انفجار الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 توالى إقبال العديد من البنوك على مستوى العالمي على غرار البنك المركزي الأوروبي والبنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي على إتباع السياسة النقدية غير التقليدية بهدف تعزيز النشاط الاقتصادي. ويعتبر النموذج الأمريكي من التجارب الناجحة في تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، كما كان لليابان أيضا تجربة في استخدام السياسة النقدية غير التقليدية وتعتبر التجربة الأولى على المستوى العالمي.

مع نهاية سنة 2014 عرف الاقتصاد الجزائري وضعية حرجة بسبب إخمات أسعار المحروقات ما جعل البلاد في وضع استثنائي وذلك من خلال تفاقم عجز الموازنة العامة لارتباطها المباشر بالمحروقات، وعلى إثر هذا الحدث لجأت الدولة الجزائري الى سياسة التمويل غير التقليدي كحل استعجالي لاستعادة التوازنات المالية للاقتصاد الوطني واحتواء تداعيات الأزمة البترولية.

1- إشكالية الدراسة: ومن خلال ما تم عرضه تتبلور إشكالية الدراسة التي يمكن صياغتها كالتالي:

➤ **كيف تساهم التوجهات الحديثة للسياسة النقدية في التصدي للتحديات الاقتصادية؟**

2- الأسئلة الفرعية: وحتى تتمكن من معرفة مختلف جوانب الدراسة وسعيا منا للإحاطة بالموضوع، تتضح لنا مجموعة من الأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بالسياسة النقدية؟ وما هو سبب لجوء البنوك المركزية لتبني أدوات السياسة النقدية غير التقليدية؟

- ما هو واقع الاقتصاد الجزائري في ظل سياسة التمويل غير التقليدي المنتهجة؟

- هل نجحت التجارب الدولية في تبني آليات السياسة النقدية غير التقليدية؟

3- فرضيات الدراسة: لمعالجة بحثنا قمنا بصياغة الفرضيات التي نعتبرها أكثر الإجابات احتمالا

للأسئلة المطروحة والتي تبقى دائما قابلة للاختبار والمناقشة، وتتمثل في:

- السياسة النقدية هي إجراءات تستخدمها البنوك المركزية للتحكم في الاقتصاد، وتعتمد البنوك المركزية على السياسة النقدية غير التقليدية في الفترات الاستثنائية (حالة الأزمات المالية).
- ساهمت سياسة التمويل غير التقليدي للخروج من الأزمة المالية التي يعاني منها الاقتصاد الجزائري في ظل عجز الموازنة العامة؛
- نجاح التجارب الدولية في استخدام أدوات السياسة النقدية غير التقليدية مرهون بالبيئة الاقتصادية والاجتماعية للبلد.

4- أهمية الدراسة: نظرا لحداثة الموضوع فإن أهميته تعود إلى:

- تعد هذه الدراسة مساهمة علمية، نوضح من خلالها المكانة الهامة التي تحتلها السياسة النقدية في إدارة العرض النقدي لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية؛
- يعتبر موضوع السياسة النقدية من المواضيع التي أصبحت تلقى أهمية من قبل الباحثين؛
- التعرف على مدى تأثير السياسة النقدية غير التقليدية في اقتصاديات دول العالم؛
- التعرف على أساليب نجاح الدول في اعتماد أدوات السياسة النقدية غير التقليدية من خلال استعراض تجارب بعض الدول؛
- تقديم آلية التيسير الكمي كأحد أدوات السياسة النقدية الحديثة المستعملة في مواجهة الأزمات المالية التي قد تعصف باقتصاد الدول.

5- أهداف الدراسة: نأمل من خلال هذه الدراسة الوصول إلى مجموعة من الأهداف:

- الوقوف على أهم المفاهيم المتعلقة بالسياسة النقدية غير التقليدية؛
- التعرف على أسباب فشل أدوات السياسة النقدية التقليدية واستحداث أدوات غير تقليدية جديدة من قبل البنوك المركزية؛
- دراسة وتقييم الآثار المحتملة لتطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية على الاقتصاد والنظام المالي لمجموعة من الدول؛
- تحديد العوامل التي تعيق فاعلية تطبيق سياسة التمويل غير التقليدية في الاقتصاد الجزائري.

6- أسباب اختيار الموضوع: هناك عدة أسباب دفعتنا لاختيار الموضوع لعل أهمها:

• الأسباب الذاتية: تتمثل في:

- يعد موضع التوجهات الحديثة للسياسة النقدية من المواضيع التي استأثرت في الآونة الأخيرة بالبحث العلمي وأصبحت محل جدل ونقاش فكري مما زادنا حماسا وتشويقا لدراسته.

• الأسباب الموضوعية:

- كون الموضوع يتماشى مع التخصص؛

- إبراز إلى أي مدى تساهم السياسة النقدية غير التقليدية في تحقيق الأهداف الاقتصادية؛

- المساهمة في إثراء الساحة الفكرية الجامعية؛

- معرفة أوضاع الدول المتقدمة في ظل تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.

7- منهج الدراسة: يهدف الإجابة عن الإشكالية المطروحة وإختبار صحة الفرضيات اعتمادا في

انجاز هذه المذكرة على المنهج الوصفي التحليلي، وذلك من خلال وصف متغيرات الدراسة المتمثلة في

وصف الإطار النظري للسياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية، وتحليل مختلف أدوات السياسة النقدية

غير التقليدية مع عرض نماذج في استخدام هذه الأدوات وتقييمها.

8- أدوات الدراسة: تم جمع البيانات والمعلومات باستخدام مجموعة من الأدوات تتمثل في: الكتب،

المقالات والأبحاث العلمية المنشورة في مختلف المواقع، المجلات الموثقة علميا، قوانين النقد والقرض المنشورة

في الجريدة الرسمية، الإحصائيات، أطروحات الدكتوراه، مذكرات الماستر.

9- حدود الدراسة:

أ- الحدود المكانية: تناولت الدراسة السياسة النقدية غير التقليدية في الاقتصاد العالمي بشكل عام،

حيث يتكون مجتمع الدراسة من الدول المتقدمة التي انتهجت هذه الأدوات والمتمثلة في اليابان والولايات

المتحدة الأمريكية، إضافة إلى الاتحاد الأوروبي، ثم الدنمارك واليابان، مع التطرق إلى التجربة الجزائرية في

تطبيق سياسة التيسير الكمي.

ب- الحدود الزمانية: فقد كانت عموما منذ بداية التطبيقات الأولى للسياسة النقدية غير التقليدية بداية

من التجربة اليابانية (2001-2006)، ثم تجربة بنك الاحتياطي الفيدرالي (2008-2014)،

والتجربة الدنماركية (2012-2015)، التجربة الأوروبية (2014-2016) وبخصوص التجربة الجزائرية كانت للفترة ما بين (2014-2019).

10- الدراسات السابقة: من أجل التعمق أكثر في موضوع البحث، تم الاستعانة ببعض الدراسات السابقة والتي تناولت أحد متغيرات موضوع البحث المتمثلة في الاتجاهات الحديثة للسياسة النقدية، ومن بين هذه الدراسات نذكر ما يلي:

أ-دراسة (محمد الامين وليد طالب، 2016-2017)، بعنوان "دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية (دراسة حالة بنك الإتحاد الأوروبي 2007-2008)"، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر-بسكرة-، هدفت الدراسة إلى تسليط الضوء على الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية والتي برزت بشكل كبير بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وهذا في ظل فشل البنوك في كبح الأزمة عن طريق أدواتها التقليدية.

ومن النتائج المتوصل إليها أمام عجز الأدوات التقليدية للسياسة النقدية على معالجة الأزمة المالية 2008 اضطرت البنوك المركزية إلى اللجوء الى أدوات جديدة سميت بأدوات السياسة النقدية غير التقليدية وتم تقسيمها إلى ثلاث أدوات وهي التيسير الكمي، سياسة أسعار الفائدة السالبة والصفيرية.

ب-دراسة (مطاي عبد القادر، راشدي فتيحة، 2016)، تحت عنوان " سياسة التيسير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات" مقال في مجلة اقتصاد رؤى الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي -الشلف-، هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على أهم السياسات التي تستخدمها الدول للقضاء على ظاهرة الانكماش التي تسود اقتصاداتها ألا وهي سياسة التيسير الكمي التي تعتبر أداة غير تقليدية للسياسة النقدية.

وتوصلت هذه الدراسة إلى العديد من النتائج نذكر منها:

- من خلال متابعة مجريات الاقتصاد العالمي يظهر أن رهان الدول الكبرى على نجاح سياسة التيسير الكمي يعتمد أولاً على أسواقها المحلية وليس على زيادة صادراتها فقط.

- أن سياسة التيسير الكمي لا تخلو من المخاطر وأكبر خطر قد تواجهه الدول المطبقة لهذه السياسة هو خطر التضخم باعتبار عدم وجود معايير دقيقة تحدد كمية السيولة اللازمة للاقتصاد دون أن تؤثر سلباً بالتضخم.

ج-دراسة (أنفال نسيب، سنة 2019)، والتي كانت بعنوان "التحديات والإصلاحات المصاحبة لسياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر"، مقال في مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، جامعة محمد خيضر -بسكرة-، حاولت هذه الدراسة متابعة التمويل غير التقليدي في الجزائر منذ بداية تطبيقه في أكتوبر 2017، وذلك من خلال التركيز على مفهومه والأهداف المرجوة منه، مع تحديد أهم الإصلاحات التي تم وضعها لنجاح تطبيقه.

وتوصلت هذه الدراسة إلى العديد من النتائج نذكر منها:

- أن حقيقة تطبيق التمويل غير التقليدي في الجزائر يؤدي بنا إلى تداعيات سلبية خاصة في غياب الرقابة الفعالة والإصلاحات العميقة.

- أن نجاح التمويل غير التقليدي يرتبط بدرجة كبيرة بتوفر مجموعة من الشروط الهيكلية والاقتصادية التي تسمح للنقود بتمويل الاقتصاد ودخول الدائرة الاقتصادية.

* الفرق بين دراستنا والدراسات السابقة: يكمن الفرق الوحيد بين دراستنا والدراسات السابقة كون أن الدراسات السابقة عالجت كل سياسة لحالها في حين دراستنا أملت بسياستين معا فقد عالجتنا السياسة النقدية التقليدية في فصل كامل والسياسة النقدية غير التقليدية في فصل آخر.

11- هيكل الدراسة: سعيا منا للإحاطة بالإشكالية التي تم طرحها والاجابة على الأسئلة الفرعية

المطروحة، ومن ثم اختيار مدى صحة الفرضيات من عدمها، ارتقمنا الى تقسيم هذه الدراسة الى محاور كما يلي تحتوي الدراسة على مقدمة عامة تحتوي على خلفية لموضوع الدراسة ومن ثم عرض إشكالية الدراسة والتي هي عبارة عن تساؤل جوهري نسعى للإجابة عنه من خلال هذه الدراسة وصولا إلى الدراسات السابقة، وثلاثة فصول مقسمة إلى مجموعة من المباحث والمطالب حيث تطرقنا إلى:

● **الفصل الأول** الذي كان بعنوان "الإطار المفاهيمي للسياسة النقدية" تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث أساسية حيث سنتناول في مباحثه الثلاثة ماهية السياسة النقدية من خلال التعرف على تطورها التاريخي وفق الفكر الاقتصادي وصولا إلى مفهومها وأسسها وكذا أنواعها، بعد ذلك تم التطرق إلى أهدافها واستراتيجياتها بالإضافة إلى قنوات انتقالها وفي الأخير تطرقنا إلى معرفة مختلف أدوات السياسة النقدية الكمية والكيفية مع آليات العمل بها.

● **الفصل الثاني** الذي جاء بعنوان "الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية" تم التعرف من خلاله على المفاهيم العامة للسياسة النقدية غير التقليدية من نشأة ومفهوم وخصائص وأهداف

السياسة النقدية غير التقليدية، بالإضافة إلى إبراز أهم أدواتها والمتمثلة في سياسة التيسير الكمي وسياسة أسعار الفائدة الصفرية والسالبة مع توضيح أيضا فعالية هذه الأدوات وكذا استراتيجية الخروج منها.

● **الفصل الثالث** تم من خلال هذا الفصل الموسوم تحت عنوان "استعراض تجارب دولية في اعتماد السياسة النقدية غير التقليدية" على التعرف على التجارب الدولية التي طبقت السياسة النقدية غير التقليدية، بعد ذلك تم التطرق إلى سياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر من خلال معرفة أسباب وظروف تطبيقه وأهم التحديات الاقتصادية التي ستواجهها في ظل تطبيق هذه السياسة مع إبراز أهم البدائل المقترحة.

وفي الأخير تم تسليط الضوء على تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر التي تتضمن أسباب وإجراءات تطبيق هذه السياسة والآثار المترتبة عنها، إضافة إلى مقارنة آلية عمل سياسة التيسير الكمي بين الدول المتقدمة والجزائر ثم تلي كل هذه الفصول خاتمة والتي توضح أهم النتائج المتوصل إليها وبعض التوصيات والاقتراحات.



الفصل الأول

الإطار المفاهيمي للسياسة النقدية



تمهيد:

إن للإدارة الاقتصادية دورا هاما في التأثير على مجريات النشاط الاقتصادي وذلك من خلال السياسات الاقتصادية التي تنفذها، ويأتي هذا الدور عبر آليات التدخل سواء كانت بشكل مباشر أو غير مباشر، وتعد السياسة النقدية واحدة من أهم الأدوات المستخدمة من قبل الإدارة الاقتصادية والتي تسعى لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، فهي تحتل مركز الثقل في السياسات الاقتصادية حيث ظهرت وتبلورت معالمها مع ظهور الفكر الكلاسيكي وتطورت مع تطور الفكر الاقتصادي.

وتعتبر هذه الأخيرة بمثابة حجر الأساس في بناء السياسة الاقتصادية المعتمدة من قبل الدولة، وكونها وسيلة فعالة لتحقيق الأهداف الاجتماعية والاقتصادية وذلك من خلال أدواتها المختلفة.

ومن خلال هذا الفصل أردنا أن نبين أبعاد السياسة النقدية وذلك من خلال المرور بمختلف المدارس التي تناولت هذه السياسة وساعدت على تطويرها، وصولا إلى استنتاج كل من مفهومها وأنواعها بالإضافة إلى أسسها وهو ما سنتطرق إليه في المبحث الأول، أما في المبحث الثاني سنعرض الأهداف التي ترمي السياسة النقدية لتحقيقها وكذا الإستراتيجية المتبعة، وفي المبحث الأخير سنتناول أدوات السياسة النقدية بنوعيتها الكمية (غير المباشرة)، والوسائل النوعية (المباشرة).

المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية

نظرا لأهمية السياسة النقدية والدور الفعال الذي تلعبه في عملية إصلاح الأوضاع الاقتصادية، وهذا ما جعلها تمر بعدة مراحل حتى أصبحت على وضعها الحالي، ومن هنا سنتعرف على المراحل التي مرت بها من خلال المدارس الفكرية المختلفة، ومن ثم استنتاج مفهوم شامل لهاته السياسة والتعرف على كل من أسس هذه السياسة وأنواعها المتبعة من قبل كل دولة.

المطلب الأول: تطور السياسة النقدية وفق الفكر الاقتصادي

حظيت النظريات النقدية باهتمام الكثير من الاقتصاديين عبر مختلف العصور وتباينت آراء المفكرين حول النقود ودورها في النشاط الاقتصادي، وقد عرفت السياسة النقدية لعدة تطورات وهو ما سنتطرق إليه في هذا المطلب.

1. المرحلة الأولى (النظرية الكلاسيكية):¹ في فترة بداية القرن العشرين حتى عام 1929، ساد الفكر الكلاسيكي وكان للسياسة النقدية أهمية كبيرة. كان الهدف الرئيسي للسياسة النقدية في تلك المرحلة هو حماية قيمة العملة من التقلبات التي تؤثر في مستوى الأسعار، وذلك من خلال التحكم في كمية وسائل الدفع.

وقبل عام 1929، كانت السياسة النقدية الأداة الرئيسية لتحقيق الاستقرار النقدي والتأثير على مستوى النشاط الاقتصادي ومكافحة التضخم والانكماش. ومع ذلك، بعد حدوث أزمة الكساد الكبرى في عام 1929 والآثار الخطيرة التي تبعتها على اقتصادات العالم، أصبح واضحاً أن السياسة النقدية وحدها غير قادرة على التعامل مع الأزمة وتقديم الحلول اللازمة في تلك الفترة.

وبالتالي، تغيرت النظرة إلى السياسة النقدية واعتبرت عاجزة عن تحقيق الاستقرار الاقتصادي بمفردها. وبدأ الاعتماد على مجموعة أوسع من الأدوات والسياسات الاقتصادية للتغلب على الأزمات وتحقيق الاستقرار، مما أدى إلى تعزيز دور السياسة المالية وغيرها من الأدوات الاقتصادية.

2. المرحلة الثانية (النظرية الكينزية):² في هذه المرحلة، ظهر الفكر الكينزي الذي حاول تقديم حلول لأزمة عام 1929. حيث قلل الفكر الكينزي قدرة السياسة النقدية في تحفيز الطلب الكلي والحفاظ على التوازن الاقتصادي، وأعطى الأولوية والأهمية للسياسة المالية، حيث يعتبرها الوسيلة الوحيدة التي

¹ صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية (المفهوم، الأهداف، الأدوات)، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، 2005، ص100.

² المرجع نفسه، ص101.

تستطيع تحقيق التوازن الاقتصادي، وقد نجحت في تخفيف الأزمة في ذلك الوقت. ومع ذلك، فإنها عجزت عن التعامل مع أزمات واختلالات أخرى لعدم كفايتها وحدها في تحقيق التوازن الاقتصادي المطلوب.

وبالتالي، تم التأكيد على أهمية الاعتماد على مجموعة متنوعة من الأدوات والسياسات الاقتصادية، بما في ذلك السياسة النقدية والسياسة المالية، للتعامل مع التحديات الاقتصادية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي. وتعتبر السياسة المالية مكمل للسياسة النقدية وتساهم في تحقيق التوازن الاقتصادي، ولكنها ليست قادرة بمفردها على تجاوز جميع الأزمات والاختلالات الاقتصادية.

3. المرحلة الثالثة (المدرسة النقدية الحديثة): إن التطور الاقتصادي أظهر بعض النقائص في السياسة المالية، مما أدى إلى تراجع أهميتها فهي تتميز بعدم المرونة وبطئها وتأكد عدم جدولها في مكافحة التضخم، لذلك رأت بعض الدول المتقدمة سنة 1951 أن عليها الرجوع إلى تطبيق بعض أدوات السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار في الاقتصاد الوطني وبالتالي بدأت تعود السياسة النقدية لتأخذ مكانتها الأولى، ولكن هذه العودة لم تكن كلية بل ما زالت السياسة المالية تحتل مكانة هامة إلى أن جاءت موجة النقديين التي تسمى مدرسة شيكاغو بزعمارة "ملتون فريدمان" التي حركت ساعة الفكر للوراء مرة أخرى إلى فكر النظرية الكمية للنقد، والدعوة إلى أن التحكم في عرض النقود هو السبيل لتحقيق الاستقرار الاقتصادي.¹

4. المرحلة الرابعة (المدرسة النيوكلاسيكية): احتدم الجدل بين أنصار كل من السياسة المالية والسياسة النقدية خاصة بعد ظهور نواقص كل منها، فأصبح كل فريق يعتقد أن سياسته هي التي يمكنها أن تحقق الاستقرار الاقتصادي في المجتمع، وهكذا عاد الفكر الاقتصادي مرة أخرى إلى الخلف، فهناك عودة في التسعينات خصوصا في أمريكا على يد الرئيس الأمريكي " بيل كلينتون" لإعادة فكر الثلاثينات الكينزي إلى السياسة الاقتصادية، ويبقى أنصار الفكر النقدي يصرّون على جدوى

¹ أحمد بوعمر، عمر فيزة، آثار السياستين النقدية والمالية على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (1990-2014)، مذكرة لنيل شهادة الماستر علوم اقتصادية، جامعة العربي التبسي-تبسة، الجزائر، 2016، ص 5.

* كينز: مفكر اقتصادي، ولد في 1883/06/05، اشتهر بنظريته التي عرفت باسم الاقتصاد الكينزي التي درست أسباب البطالة المستمرة.

* ملتون فريدمان: هو عالم اقتصاد أمريكي حائز على جائزة نوبل في العلوم الاقتصادية سنة 1976 لإنجازاته في تحليل الاستهلاك والمعروض النقدي ونظريته في شرح سياسات التوازن.

السياسة النقدية وفعاليتها وعدم فعالية السياسة المالية وحاولوا تجريد السياسة المالية كلية من أية قدرة على التأثير على الناتج الوطني والخروج من الأزمات وتحقيق الاستقرار العام.¹

المطلب الثاني: مفهوم السياسة النقدية.

تنوعت واختلفت تعاريف السياسة النقدية من اقتصادي لآخر، إلا أنها تلتقي كلها في العناصر المكونة للسياسة وهي الإجراءات المتخذة من طرف الهيئة المصدرة لتحقيق أهداف اقتصادية معينة، وستتطرق في هذا العنصر إلى بعض من التعاريف:

عرفها Kant: "على أنها مجموعة الوسائل التي تتبعها الإدارة النقدية لمراقبة عرض النقود بهدف بلوغ هدف اقتصادي معين كهدف الاستخدام الكامل".²

وعرفها Marc Montousse: "على أنها مجموعة الإجراءات والتدابير التي تتخذها السلطة النقدية والحكومة للتأثير في النشاط الاقتصادي والحفاظ على استقرار الأسعار عن طريق تنظيم كمية وتكلفة النقود".³

كما عُرِفَت على أنها " مجموعة الإجراءات والتدابير التي تتخذها الدولة أو التكتل الاقتصادي عن طريق سلطاتها النقدية والمستمدة من أصول ومبادئ المذهب الاقتصادي للمجتمع من أجل إدارة كل من النقد والائتمان وتنظيم السيولة اللازمة للاقتصاد الوطني".⁴

ومن خلال التعاريف والمفاهيم السابقة نستخلص بأن السياسة النقدية هي: "الإستراتيجية المثلى المتعلقة بتنظيم عمليات الإصدار النقدي والرقابة على الائتمان المتخذة من قبل الدولة عن طريق سلطاتها النقدية وتعتبر آلية مهمة لمراقبة كمية النقود المتداولة بالشكل الذي يمكنها من تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية".

¹ محمد ضيف الله القطابري، دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية (نظرية، تحليلية، قياسية)، الطبعة 01، دار غيداء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 20.

² أكرم حداد، مشهور هذلول، النقود والمصارف، الطبعة 02، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص 183.

³ Marc Montoussé, **économé monétaire et financière**, édition Breal, Paris, 2000, P217.

⁴ الدكتور صالح صالح، أدوات السياسة النقدية والمالية لترشيد دور المصرفية الإسلامية، الندوة العلمية الدولية حول الخدمات المالية وإدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 18-19-20 أبريل 2010، ص 07.

المطلب الثالث: أنواع السياسة النقدية وأسسها.

سنتناول في هذا المطلب أنواع السياسة النقدية الذي هو مرهون بطبيعة الأزمة إضافة إلى التعرف على أسس السياسة النقدية.

1-أنواع السياسة النقدية

إن تعدد السياسة النقدية إلى عدة أنواع من انكماشية إلى توسعية مرهون بنوع وطبيعة المشكلة أو الأزمة القائمة وبمحاولة معالجتها وعليه فإن السياسة النقدية تنقسم لثلاثة أنواع وهي:¹

1-1 السياسة النقدية التوسعية: تهدف السياسة النقدية التوسعية إلى علاج حالة الركود والانكماش التي يمر بها اقتصاد بلد ما. وهنا تسعى السلطة النقدية "البنك المركزي" إلى تخفيض معدل الفائدة وتشجيع الائتمان، زيادة حجم وسائل الدفع وتخفيض معدل إعادة الخصم فيرتفع حجم الاستثمارات مما يؤدي إلى زيادة الإنتاج وتقليص حدة البطالة.

1-2 السياسة النقدية الإنكماشية: يهدف أساسا هذا النوع من السياسات النقدية إلى علاج الحالات التضخمية، وفي هذه الحالة يقوم البنك المركزي بتقييد الإنفاق والائتمان وتقليص كمية النقود المتداولة ورفع معدل الفائدة ومن ثم محاربة ارتفاع الأسعار وبالتالي محاربة التضخم.

1-3 السياسة النقدية للدول النامية: هناك اتجاه آخر للسياسة النقدية خاص بالدول النامية فهذه الدول تعتمد إما على الزراعة الموسمية أو على محصول واحد وتصدير المواد الأولية إلى الخارج وعليه يقوم البنك المركزي بزيادة حجم وسائل الدفع عند مرحلة بدء الزراعة وتمويل المحصول والتقليص من حجمها عند مرحلة بيع المحصول وهذا لحصر آثار التضخم.²

2-أسس السياسة النقدية:³

تختلف أسس السياسة النقدية حسب مستويات التقدم والتطور الاقتصادي والاجتماعي في المجتمعات المختلفة. في الدول الرأسمالية الصناعية المتقدمة، تركز السياسات النقدية على المحافظة على التشغيل الكامل للاقتصاد وتحقيق الاستقرار النقدي الداخلي، بالإضافة إلى مواجهة التقلبات

¹ وديع طوروس، المدخل إلى الاقتصاد النقدي، الطبعة 01، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2011، ص 197.

² بلعوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، الطبعة 02، ديوان المطبوعات الجزائرية، الجزائر، 2006، ص 122-123.

³ عبد القادر خليل، مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي، الكتاب الثاني، الطبعة 02، ديوان المطبوعات الجزائرية، الجزائر، 2014، ص 58.

الاقتصادية. تستخدم هذه الدول سياسات نقدية كمية مثل فتح السوق المالي وتعديل أسعار الفائدة وتغيير نسبة الاحتياطي البنكي وتأثيرها على الائتمان الاستهلاكي والمضاربة.

ومع ذلك، فإن السياسات النقدية وحدها غير كافية لتحقيق هذه الأهداف، مما يقلل من أهميتها ويزيد من الاعتماد على السياسات المالية. يوجد حدود لإمكانية خفض أسعار الفائدة أو زيادة إمدادات النقد وغيرها من الوسائل الأخرى التي يمكن أن تتبعها الدولة.

فيما يتعلق بالدول النامية أو السائرة في طريق النمو، تختلف أسس السياسة النقدية لديها وفقاً لأهدافها الاقتصادية الأساسية. تتمحور السياسة النقدية في هذه الدول حول تحقيق التنمية وتوفير التمويل اللازم لتحقيقها. ومن الجوانب التحدي للسياسات النقدية في هذه الدول هو الاعتماد على توفير الموارد المالية والتوازن في الهيكل الإنتاجي، خاصة فيما يتعلق بعنصر العمل المهني.

المبحث الثاني: أهداف السياسة النقدية واستراتيجياتها

تعتبر السياسة النقدية بمثابة خطة اقتصادية لها أهداف أولية وأهداف وسطية لمعالجة ظواهر الاقتصاد من ارتفاع معدلات التضخم وانعدام استقرار أسعار الصرف، إنخفاض معدلات النمو الاقتصادي، إلا أن تحقيق هذه الأهداف مرهون بتحقيق الأهداف الأولية التي تؤثر بدورها على الأهداف الوسطية والتي تمكنها من تحقيق الأهداف النهائية للسياسة النقدية.

المطلب الأول: الأهداف الأولية والوسيطية للسياسة النقدية.

للسياسة النقدية أهداف متعددة تسعى إلى تحقيقها من خلال جملة من الأدوات، هذه الأهداف تختلف درجة تحققها من دولة إلى أخرى وذلك تبعاً لمستويات التقدم الاقتصادي والاجتماعي، حيث أن تحقيق أهداف السياسة النقدية مرهون بتحقيق الأهداف الأولية التي تؤثر بدورها على الأهداف الوسطية والتي بدورها تمكن من تحقيق الأهداف النهائية للسياسة النقدية.

1- الأهداف الأولية: تعتبر الأهداف الأولية نقطة انطلاق في استراتيجية السياسة النقدية وتستعمل كأداة للتحكم في الأهداف الوسيطية، تتكون هذه الأهداف من مجموعتين الأولى تسمى بمجموعات الاحتياطات وتتضمن القاعدة النقدية ومجموع إحتياطات البنوك والودائع الخاصة والمقترضة وغيرها، أما المجموعة الثانية فتتعلق بظروف سوق النقد وتتضمن الإحتياطات الحرة ومعدل الأرصدة وأسعار الفائدة الأخرى في سوق النقد.¹

1-1-1 مجموعات الاحتياطات النقدية: تتكون القاعدة النقدية من النقود المتداولة لدى الجمهور والاحتياطات المصرفية، كما أن النقود المتداولة تضم الأوراق النقدية، النقود المساعدة ونقود الودائع أما الإحتياطات المصرفية فتشمل ودائع البنوك لدى البنك المركزي وتضم الإحتياطات الإلجبارية والإضافية والنقود في خزائن البنوك،² أما الإحتياطات المتوفرة للودائع الخاصة فهي تمثل الاحتياطات الإجمالية مطروحا منها الإحتياطات الإلجبارية على الودائع الحكومة وودائع البنوك الأخرى، أما الإحتياطات غير المقترضة فهي تساوي الإحتياطات الإجمالية مطروحا منها الإحتياطات المقترضة.

¹ باري سيجل، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة عبد الله منصور، الطبعة 01، دار المريح للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1987 ص 243.

² صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية (حالة الجزائر خلال الفترة 1990-2000)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة بن يوسف بن خدة، الجزائر، الجزائر، 2003، ص 114.

1-2 ظروف سوق النقد: هي المجموعة الثانية وتحتوي على الإحتياطات الحرة ومعدل الأرصدة البنكية وأسعار الفائدة الأخرى في سوق النقد التي يمارس البنك المركزي عليها رقابة قوية، ويعني بشكل عام قدرة المقرضين ومواقفهم السريعة أو البطيئة في معدل نمو الإئتمان ومدى ارتفاع وإنخفاض أسعار الفائدة وشروط الإقراض الأخرى، وسعر فائدة الأرصدة البنكية هو سعر الفائدة على الأرصدة المقترضة لمدة قصيرة ليوم أو إثنين بين البنوك.¹

أما الإحتياطات الحرة تتمثل بالاحتياطات الفائضة للبنوك لدى البنك المركزي مطروحا منها الإحتياطات التي إقترضتها هذه البنوك من البنك المركزي وتسمى صافي الإقتراض وتكون هذه الإحتياطات موجبة إذا كانت الإحتياطات الفائضة أكبر من الإحتياطات المقترضة، وتكون سالبة إذا كان العكس.

2- الأهداف الوسيطة: تتضمن مراحل تحقيق الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية، متابعة تطور بعض المتغيرات النقدية التي تتميز بوجود علاقة مستقرة بينها وبين الهدف أو الأهداف النهائية، تتمثل هذه المتغيرات في الآتي:²

1-2 المجاميع النقدية: تمثل المجاميع النقدية مؤشرات إحصائية لكمية النقود المتداولة، تعكس قدرة المتعاملين في السوق على الإنفاق، وتتضمن وسائل الدفع المتاحة لديهم، ويطلق على هذه المؤشرات المسح النقدي، حيث يوفر المسح النقدي معلومات للسلطات النقدية تمكنها من تحليل المتغيرات النقدية الكلية التي تتأثر بتدخلاتها؛

2-2 أسعار الفائدة متوسطة وطويلة الأجل: تستهدف السلطات النقدية معدل فائدة (غالباً ما يكون سعر الفائدة الحقيقي)، كهدف وسيط للسياسة النقدية، يساهم في تحقيق أهدافها الرئيسية، حيث قد يؤدي تجاهل الأخذ في الاعتبار التضخم المتوقع عند استهداف سعر الفائدة، كهدف وسيط لتحقيق الأهداف النهائية إلى إضعاف أهمية سعر الفائدة كمؤشر، وقد يكون التأثير في سعر الفائدة السائد في سوق ما بين البنوك هو الوسيلة الفعالة لتحقيق هذا الهدف، كما يمكن للسلطات النقدية التأثير على

¹ عقيل جاسم عبد الله، النقود والبنوك للمنهج النقدي والمصرفي، الطبعة 01، دار ومكتبة الحامد للنشر، عمان، الأردن، 1999، ص 207.

² أحمد شفيق الشاذلي، قنوات انتقال أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي، صندوق النقد العربي، العدد 39، الإمارات العربية المتحدة، 2017، ص ص 7-8.

أسعار الفائدة أيضا من خلال إحداث تغييرات في أسعار الفائدة الرسمية كسعر البنك المركزي للخصم والإيداع، وأسعار عقود إعادة الشراء، وتتوقف فعالية استخدام هذه الأدوات في تمكين السلطات النقدية من تحقيق سعر الفائدة الحقيقي المستهدف على درجة ديناميكية الاقتصاد، أو بمعنى آخر المدى الزمني اللازم لانتقال آثار استخدام أدوات السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي، وهي تختلف من دولة لأخرى بحسب مرونة السياسات الاقتصادية ودرجة التقدم الاقتصادي، واستقلالية سياسات وقرارات البنك المركزي؛

2-3 سعر الصرف (هامش تحركات سعر الصرف): يستخدم سعر الصرف، كهدف وسيط للسياسة النقدية، في الدول التي تتبع سياسة مرنة لسعر الصرف، حيث يمكنها التدخل في أسواق الصرف، للحفاظ على سعر يحقق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية، وعلى وجه الخصوص السياسات التجارية، أما في حالة الدول التي تربط عملتها بعملة دولة أخرى، فيكون تدخل السلطات النقدية من خلال التأثير غير المباشر على أسعار الفائدة المحلية، ذلك في حالة اختلاف أسعار الفائدة السائدة في السوق المحلية، عنها في دولة عملة الربط، للحيلولة دون تحول حائزي الودائع بالعملة المحلية للاحتفاظ بالعملة الأجنبية للاستفادة من فروقات أسعار الفائدة.

المطلب الثاني: الأهداف النهائية للسياسة النقدية

تعرف هذه الأهداف على أنها تلك المؤشرات التي يسعى أي بلد إلى تحقيقها في إطار الأهداف الاقتصادية الكلية وتتضمن ما يلي:

1- استقرار المستوى العام للأسعار: يعتبر أهم هدف للسياسة النقدية، حيث أن كل الدول تسعى لتفادي التضخم ومكافحته وفي نفس الوقت علاج الكساد والركود الاقتصادي، وتعتبر المحافظة على استقرار الأسعار من أهم العوامل التي تؤثر على النشاط الاقتصادي و المؤشرات الاقتصادية الرئيسية، وتنحصر هذه الغاية في العمل على محاربة التغيرات المستمرة في مستوى الأسعار نظرا لأن التغيرات الكبيرة في مستويات الأسعار من العوامل التي تؤثر سلبا على قيمة النقود وبالتالي لها آثار ضارة على مستوى الدخل والثروات وتخصيص الموارد الاقتصادية بين الفروع الإنتاجية وبالتالي على الأداء الاقتصادي.¹

¹ زكريا الدوري، يسرى السامرائي، البنوك المركزية والسياسات النقدية، الطبعة 01، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص 187.

2- العمالة الكاملة (زيادة مستوى التوظيف): يعد من بين الأهداف الأساسية حيث تسعى لتحقيق مستوى مرتفع من التشغيل وذلك من خلال قيام السلطات النقدية بتثبيت النشاط الاقتصادي عند أعلى مستوى ممكن من التوظيف للمواد الطبيعية والبشرية وذلك باتخاذ جميع الإجراءات الكفيلة بتجنب الاقتصاد من مشاكل البطالة.¹

3- تحقيق معدل نمو المرتفع: للنمو الاقتصادي علاقة وثيقة ووطيدة بمستوى التوظيف لأن تحقيق معدلات نمو مرتفعة يتضمن إرتفاع مستوى التوظيف، وتحقيق النمو الاقتصادي يؤدي إلى تحسين مستوى المعيشة وبالتالي تحقيق الاستقرار الاجتماعي والسياسي وكل هذا يتطلب تضافر جهود الدولة والأفراد نحو تقدم الفن الإنتاجي وتحسين استخدام المواد الطبيعية وزيادة إنتاجية العمل،² ولكي يحدث النمو الاقتصادي يجب أن تكون زيادة الدخل أسرع من الزيادة السكانية ويظهر دور السياسة النقدية في تشجيع النمو الاقتصادي من خلال تأثيرها على الاستثمار، حيث تعمل هذه السياسة بأدواتها المعروفة (سعر الخصم، الاحتياطي القانوني، السوق المفتوحة) بتغيير الإحتياطات في البنوك التجارية وذلك بتغيير العرض الذي يؤدي إلى تغيرات مقابلة في سعر الفائدة التي تحدد بدورها بحجم الاستثمارات الخاصة، فإبقاء أسعار الفائدة الحقيقية في مستويات منخفضة يؤدي إلى خلق بيئة ملائمة لتسهيل التمويل الاستثماري.³

4- الاستقرار في ميزان المدفوعات: ميزان المدفوعات هو الحساب الذي يسجل قيمة الحقوق والديون بين بلد معين والعالم الخارجي نتيجة المبادلات والمعاملات خلال فترة زمنية عادة ما تكون سنة، حيث تستخدم السياسة المالية لتصحيح الإختلال الداخلي (الموازنة العامة)، بينما تستخدم السياسة النقدية لتصحيح الإختلال الخارجي (ميزان المدفوعات) وفي الغالب لا يتساوى ميزان المدفوعات من طرفيه، فإما يكون هناك فائض أو عجز تسعى الدولة لتلاقيه باستخدام وسائل عديدة منها: تشجيع الصادرات وتقييد الواردات ويمكن للسياسة النقدية المساهمة في إصلاح العجز عن طريق قيام البنك المركزي برفع سعر إعادة الخصم فيؤدي بدوره إلى قيام البنوك التجارية برفع أسعار الفائدة على القروض مما يؤدي إلى

¹ صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص 138-139.

² جمال بن دعاس، السياسة النقدية في النظامين الإسلامي والوضعي، الطبعة 01، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007، ص 91.

³ رجاء الربيعي، دور السياسة المالية والنقدية في معالجة التضخم الركودي (دراسة حالة الولايات المتحدة - العراق)، الطبعة 01، دار أمانة للنشر والتوزيع، الأردن، 2014، ص 75.

تقليل الائتمان والطلب المحلي على السلع والخدمات، مما يساهم في إنخفاض الأسعار المحلية وبالتالي تشجيع الصادرات وتخفيض الواردات ومن ناحية أخرى يؤدي إرتفاع أسعار الفائدة داخليا إلى إقبال المتعاملين الأجانب على إيداع أموالهم في البنوك المحلية وبالتالي دخول المزيد من رؤوس الأموال إلى الدولة مما يساعد في تقليل العجز على الدولة في ميزان المدفوعات.

والسياسة النقدية السليمة هنا هي اتباع سياسة انكماشية للحد من ارتفاع الأسعار وذلك عن طريق سحب جزء من المعروض النقدي باستخدام أدوات السياسة النقدية¹

5-المساهمة في تطوير المؤسسات المصرفية والمالية: لتحقيق معدل نمو مرتفع فيجب العمل على استقرار قيمة النقود، وتحقيق تطور في المؤسسات المالية والمصرفية وكل هذا يعتمد على الأسس التالية:

- تطوير النظام النقدي بمكوناته المختلفة مما يمكن المصرف المركزي من التحكم في الكتلة النقدية ونشاطات المصارف التجارية وهذا التطوير يكون على مستوى المؤسسات التي تعمل في النظام النقدي؛

- إيجاد المؤسسات اللازمة والآليات المناسبة لتعبئة المدخرات الكافية؛

- اتخاذ الإجراءات الوقائية لتفادي وقوع الاختلالات النقدية التي تؤثر سلبا على النشاط الاقتصادي، ثم اتخاذ السياسات النقدية المناسبة كلما استدعى الوضع الاقتصادي ذلك.

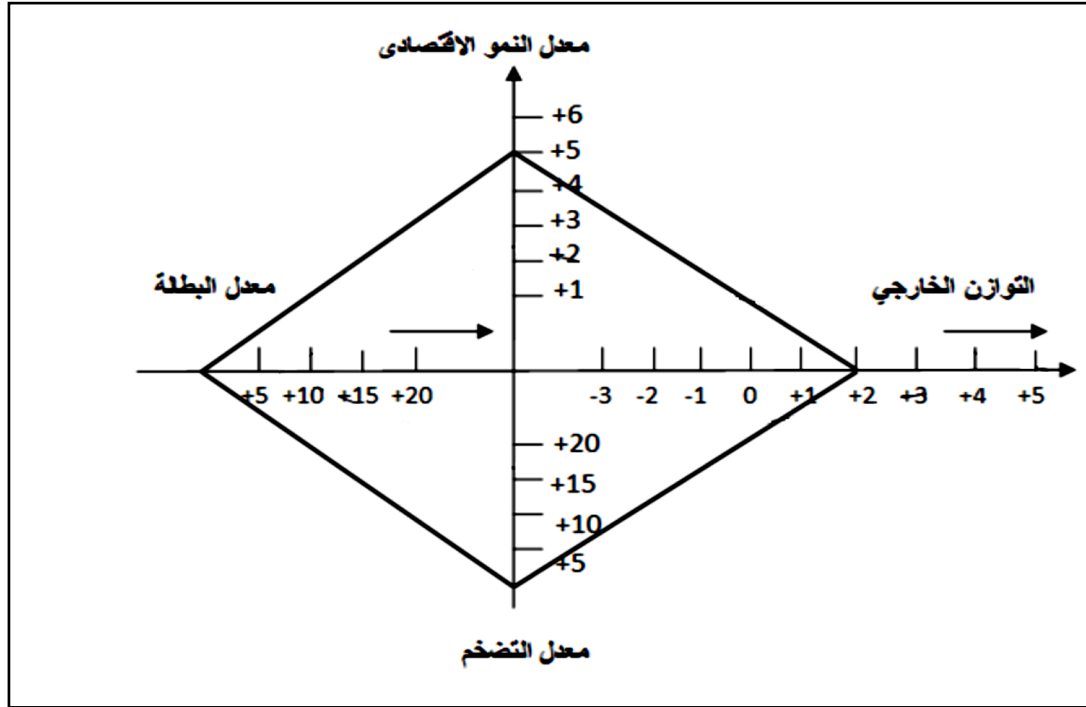
إن الأهداف تختلف من دولة إلى أخرى تبعا لحالتها الاقتصادية ولنظامها الاقتصادي والاجتماعي وما تمر به من ظروف وما تتطلبه من احتياجات، كما أن تعدد الأهداف الخاصة بالسياسة النقدية قد يؤدي إلى التصادم بين تلك الأهداف عند التطبيق لوضع الحلول المناسبة للتقلبات الاقتصادية.²

ويمكن تلخيص الأهداف النهائية في المربع السحري كما يلي:

¹ جمال بن دعاس، مرجع سبق ذكره، ص 94.

² عوف محمود الكفراوي، السياسة المالية والنقدية في ظل الاقتصاد الإسلامي، الطبعة 01، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1997، ص 161.

الشكل رقم (01): المربع كالدور السحري للأهداف النهائية



المصدر: عبد العزيز طيبة، سياسة إستهداف التضخم كأسلوب حديث للسياسة النقدية (دراسة حالة الجزائر للفترة 1994 – 2003)، رسالة ماجستير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الجزائر، 2004-2005، ص 50.

المطلب الثالث: إستراتيجيات السياسة النقدية وقنوات إنتقالها.

بعد تحديد أهداف السياسة النقدية المختلفة فعلى البنك المركزي أن يوفق في تحقيق الأهداف

المحددة برسم إستراتيجياتها المناسبة وتحديد القناة التي تضمن فعالية السياسة النقدية.

1- إستراتيجيات السياسة النقدية: يتبنى البنك المركزي عدة إستراتيجيات من أجل بلوغ أهداف السياسة النقدية وتحقيقها وهذه الإستراتيجيات قد تطورت بمرور الوقت، وذلك تبعا لتطورات الإقتصادية للدولة حيث كان يعتمد على الإستراتيجية غير الكاملة ثم إنتقل إلى اعتماد الإستراتيجية الحديثة والتي تعتمد على تحديد الأهداف الأولية والوسيلة التي تؤثر مباشرة على الأهداف النهائية.

1-1 الاستراتيجيات السابقة للسياسة النقدية: إن الإستراتيجية الكاملة هي التي تحتوي على الأهداف الأولية والوسيطة مع أدوات متناسبة لتلك الأهداف للوصول إلى الأهداف النهائية وقد كان البنك المركزي يستخدم عدة إستراتيجيات غير كاملة وهي كما يلي: ¹

● **نظرية القرض التجاري:** هي نظرية وإحدى الإستراتيجيات القديمة التي تبناها البنك المركزي وتعتبر اتجاه تقليدي في سياسة الإقراض المصرفي ويقتضي هذا بأن البنوك التجارية تقتصر على القروض قصيرة الأجل التي تتناسب مع حاجات التجار وتشمل الأوراق التجارية كالكمبيالة فقط وفتح الاعتمادات والسندات وذلك حتى تتحول السلع النهائية إلى نقود بعد بيعها إلى المستهلك ثم تستخدم حصيلة البيع في تسديد القرض وفوائده،² وكل هذا يتضح خلال فترة الكساد العظيم. وتم استخدام هذا المفهوم كدليل للسياسة النقدية خلال الخمسينات وبداية الستينات، إلا أنه لا يؤدي دوره كما ينبغي لأنه لا يتمتع بمواصفات تقوده لأن يكون مؤشرا هاما، إن هذا المبدأ يعاني من عدة تأثيرات تجعله عديم الفعالية منها المعلومات عن الإحتياطيات الحرة غير سليمة نتيجة لتغيرات تسويق الأسهم والعملة المتداولة وعوامل الأخرى. كما أن هذا المبدأ بعيد نسيبا عن أهداف السياسة النقدية النهائية، ولقد تعرض لعدة انتقادات من قبل الاقتصاديين وعليه لا يمكن بناء استراتيجية كاملة اعتمادا على مفهوم الاحتياطيات الحرة كبداية أساسية في السياسة النقدية.³

● **أسعار الفائدة:** استخدمت السياسة النقدية أسعار الفائدة كهدف وسيط ولكن هذه الأداة لا تتمتع بمواصفات المؤشر الجيد للسياسة النقدية من عدة نواحي وهي: ⁴

- تتأثر أسعار الفائدة بالتوقعات التضخمية وبالطلب والعرض الائتماني وبالتالي لا يمكن للبنك فرض سيطرته عليها؛

- تتميز أسعار الفائدة بصعوبة معرفة وقياس الفروقات بين أسعار الفائدة الحقيقية والإسمية؛

¹ باري سيجل، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة عبد الله منصور، الطبعة 01، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1987، ص 300.

² مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، الطبعة 01، دار غريب للطباعة والنشر، دمشق، سوريا، 2001، ص 257.

³ باري سيجل، مرجع سبق ذكره، ص 307.

⁴ يوسف كمال محمد، المصرفية الإسلامية (السياسة النقدية)، الطبعة 02، دار وفاء للطباعة والنشر، مصر، 1998، ص 28.

- وعدم ضمان تحقيق سعر الفائدة معين لأهداف معينة وذلك لأنه عرضة لآثار قوية أخرى لا تتصل بالسياسات؛

- الارتباط بين تغيرات الأسعار وأسعار الفائدة قصيرة الأجل حيث أن أسعار الفائدة المنخفضة تشجع الاستثمار وأسعار الفائدة المرتفعة تقيد الاستثمار.

1-2 الاستراتيجية الحديثة للسياسة النقدية: يتبع البنك المركزي هذه الإستراتيجية من خلال التأثير على الأهداف الوسيطة بدلا من التأثير على الهدف النهائي مباشرة. وتسير خطة البنك المركزي على النحو التالي: بعد أن يقرر البنك المركزي أهدافه بالنسبة للعمالة ومستوى الأسعار، فإنه يختار مجموعة من المتغيرات لإحداث تغيرات عليها و تسمى تلك الإستهدافات بالأهداف الوسيطة والتي لها أثر مباشر على البطالة أو مستوى الأسعار وحتى إذا ما كانت الأهداف الوسيطة لا تتأثر مباشرة بأدوات السياسة النقدية للبنك المركزي فإن البنك المركزي يختار مجموعة أخرى من المتغيرات لإحداث تغيرات عليها وتسمى هذه المجموعة بالأهداف العاملة "الأولية" مثل الإحتياطات الكلية أو أسعار الفائدة و هي متغيرات شديدة الاستجابة لأدوات السياسة النقدية حيث أن الإحتياطات غير المقترضة هي الإحتياطات الكلية مطروحا منها الإحتياطات المقترضة، كمية القروض المخصومة، سعر فائدة الأرصدة المركزية هو سعر الفائدة على الأرصدة المقترضة لمدة قصيرة بين البنوك.¹

2- قنوات انتقال السياسة النقدية:

تعتبر قناة الانتقال عن الطريق الذي تسلكه السياسة النقدية للوصول إلى الهدف النهائي المسطر من قبل السلطات النقدية مورا بالهدف الوسيط ويمكن حصر هذه القنوات فيما يلي:²

1-2 قناة سعر الفائدة: هي قناة تقليدية لانتقال أثر السياسة النقدية إلى هدف النمو، بحيث أن السياسة النقدية الانكماشية تعمل على ارتفاع أسعار الفائدة الإسمية مما يعمل على ارتفاع سعرها الحقيقي ومنه ارتفاع تكلفة رأس المال، وهذا ما يؤدي إلى تقليص الطلب على الاستثمار ويضعف طلب

¹ الناقه أحمد أبو الفتوح، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، الطبعة 01، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، ص 122.

² عمران وليد، السياسة النقدية في مكافحة التضخم (دراسة حالة الجزائر)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير، تخصص مالية تأمينات وتسيير المخاطر، جامعة العربي بن مهيدي-أم البواقي، الجزائر، 2012-2014، ص ص 28-36

العائلات على السلع المعمرة والتحول إلى الاستثمار في العقار مما يؤدي في النهاية إلى انخفاض الطلب الكلي ومنه النمو.

2-2 قناة سعر الصرف: تستخدم هذه القناة للتأثير على الصادرات من جهة، وتستعمل إلى جانب معدلات الفائدة في استقطاب الاستثمار الأجنبي وتعود أهمية هذه القناة إلى أن تأثير تغييره يصل إلى الاقتصاد المحلي من خلال تأثيره على حجم التجارة الخارجية وحجم تدفقات الاستثمار الأجنبي.

2-3 قناة أسعار السندات المالية: هذه القناة هي تعبير عن وجهات نظر رواد المدرسة النقدية في تحليلهم لأثر السياسة النقدية على الاقتصاد، بحيث يعتبرون تأثير السياسة النقدية على الاقتصاد ينتقل عبر قناتين قنات تويين للإستثمار والتي تعتمد على ما يعرف بمؤشر تويين للإستثمار وقناة أثر الثروة على الاستهلاك

✓ **عبر القناة الأولى:** يؤدي انخفاض عرض النقود إلى زيادة نسبة الأوراق المالية وتقليل نسبة الأرصدة النقدية بالمحفظة الاستثمارية لدى الجمهور، مما يؤدي إلى انخفاض الإنفاق الخاص على الأوراق المالية مما يدفع المتعاملين إلى التخلص من الأوراق المالية الزائدة عن طريق بيعها ومن ثم هبوط الأسعار، فينخفض مؤشر تويين وبالتالي ينخفض كل من حجم الاستثمار والنتائج المحلي الخام.

✓ **عبر القناة الثانية:** يؤدي التقليل في العرض النقدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية والتي يؤدي انخفاضها إلى انخفاض قيمة ثروة الجمهور، ومنه الحد من الإستهلاك وبالتالي تراجع نمو الناتج الخام.

2-4 قناة الإقراض المصرفي: حيث يؤدي انخفاض العرض النقدي على انخفاض حجم الودائع لدى البنوك، ومنه ينخفض حجم الإئتمان المصرفي الممكن تقديمه مما يقلل من الاستثمار وبالتالي الحد من النمو.

2-5 قناة ميزانية المؤسسات: حيث يؤدي الانخفاض في المعروض النقدي إلى انخفاض صافي قيمة المؤسسات وضمائنها، ويؤدي ارتفاع سعر الفائدة إلى تخفيض التدفقات النقدية نحو المؤسسات الصغيرة مما يزيد من مخاطر إقراضها وهو ما يؤثر على استثمار القطاع الخاص وبالتالي نمو الناتج المحلي الخام.

المبحث الثالث أدوات السياسة النقدية.

تسعى السياسة النقدي إلى إدراك الأهداف المسطرة وذلك بالاعتماد على مجموعة من الوسائل والأدوات، وقد تتباين هذه الأدوات من اقتصادي إلى آخر إذ تخضع لدرجة التناسق في الجهاز المصرفي وكذا قوة ومثانة الاقتصاد. ويمكن أن نصنف هذه الأدوات إلى أدوات كمية التي سنتناولها في المطلب الأول وأدوات كيفية " نوعية " التي سنتعرض لها في المطلب الثاني وفي المطلب الأخير سنتطرق إلى تقييم فعالية هذه الأدوات.

المطلب الأول: الأدوات الكمية " غير المباشرة " للسياسة النقدية.

تعتبر الأدوات الكمية هي الأدوات المؤثرة على حجم الائتمان وكلفته، وبالتالي إحداث تغيير في كمية النقود المتداولة إجمالاً وهي كالتالي:

1- سياسة إعادة الخصم: يمثل معدل إعادة الخصم ذلك المعدل الذي يطبقه البنك المركزي على الأوراق التجارية التي سبق للبنوك التجارية خصمها من عملائها. ويتبع البنك المركزي هذا الإجراء للتأثير على حجم الائتمان وعرض النقد وذلك من خلال رفع أو خفض معدل إعادة الخصم حسب نوع السياسة النقدية، فإذا كانت توسعية فإنه يلجأ لتخفيض السعر وبالتالي يزيد خصم الأوراق التجارية من طرف البنوك التجارية وزيادة حجم الاحتياطات النقدية لديها، مما يخفض تكلفة قروضها الممنوحة للأفراد والشركات فيزيد الطلب على القروض ويتوسع الائتمان.¹

والعكس في حالة وجود ضغوط تضخمية في الاقتصاد، في هذه الحالة سيقوم البنك برفع معدل الخصم مما يؤدي إلى تخفيض حجم القاعدة النقدية المقترضة ويخفض العرض النقدي.²

ونجاح سياسة سعر الخصم يتعلق بوجود عدة عوامل وهي:³

- مدى اتساع سوق النقد وخاصة سوق الخصم؛
- مدى أهمية سعر الفائدة بالنسبة للنفقات الكلية في العمليات الصناعية والتجارية وغيرها من أنواع النشاط الاقتصادي الذي يستخدمه ائتمان البنوك في تمويله؛
- حالة النشاط الاقتصادي بوجه عام وأنواع النشاطات التي تمولها البنوك بوجه خاص؛

¹ هيل عجمي جميل الجنابي، النقود والمصارف والنظرية النقدية، الطبعة 02، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2014، ص 270.

² الناقة أحمد أبو الفتوح، مرجع سبق ذكره، ص 124.

³ صبحي تادرس قريصة، النقود والبنوك، الطبعة 01، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، لبنان، 1983، ص 163.

- مدى اعتماد البنوك التجارية على البنك المركزي في الحصول على مواد نقدية إضافية.
- 2- عمليات السوق المفتوحة:** يقصد بها تدخلات البنك المركزي على مستوى السوق المالية من خلال بيع وشراء الأوراق المالية والتجارية بصفة عامة، والسندات الحكومية بصورة خاصة بهدف التأثير على الائتمان وعرض النقود حسب الظروف الاقتصادية السائدة.
- فعندما يكون الاقتصاد في حاجة إلى السيولة يقوم البنك المركزي بشراء الأوراق المالية من السوق مما يترتب عليه زيادة حجم العملة في التداول واتساع حجم القاعدة النقدية، وفي الحالة المعاكسة يطرح سندات حكومية لامتناع السيولة الفائضة لاسيما في ظروف التضخم.¹
- وتهدف السياسة النقدية من خلال استخدام عمليات السوق المفتوحة إلى:²
- التأثير على حجم الاحتياطات الفائضة لدى البنوك التجارية سواء بالزيادة أو النقص مما يؤثر على حجم الائتمان سواء بالزيادة أو النقص وحجم المعروض النقدي، والطلب على الاستثمار بما يتماشى مع الأهداف الاقتصادية للدولة؛
- إيجاد نوع من الاستقرار بين سعر الفائدة في كل من السوق النقدي وسوق رأس المال؛
- محاولة التغلب على أي تقلبات موسمية أو عرضية قصيرة الأجل في حجم المعروض النقدي، الناتجة عن عوامل السوق.
- 3- سياسة الاحتياطي القانوني:** يقضي معدل الاحتياطي القانوني بإلزام البنوك التجارية بالاحتفاظ بنسبة معينة من الودائع في شكل سائل لدى البنوك المركزية، يستخدم هذا المعدل في التأثير على الوضع الاقتصادي العام.³
- وهي نسبة قانونية معينة يفرضها البنك المركزي على مجمل الودائع في البنوك التجارية للاحتفاظ بها في خزائنه، والهدف منها حماية الأموال المودعة في حالة الإفلاس وانحيار البنوك التجارية، وتعد هذه السياسة هي الأكثر فعالية في التأثير على الوضع الاقتصادي العام.

¹ رحيم حسين، الاقتصاد المصرفي (مفاهيم وتحليل تقنية)، الطبعة 01، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008، ص 112.

² الناقة أحمد أبو الفتوح، مرجع سبق ذكره، ص 122.

³ عبد المجيد قدي، المدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006، ص 84.

في حالة الركود الاقتصادي يقوم البنك بتخفيض هذه النسبة لتشجيع النمو الاقتصادي، يقوم من خلال هذه العملية زيادة قدرة البنوك على الإقراض المتاح للقطاعات المختلفة أما في حالة الانتعاش الاقتصادي، تقوم السلطة بزيادة نسبة الاحتياطي القانوني للتقليل قدرة البنوك التجارية على الإقراض.¹

المطلب الثاني: الأدوات النوعية " المباشرة " للسياسة النقدية.

تستخدم الأدوات النوعية قصد التأثير على نوعية الائتمان الموجه لقطاع أو لقطاعات ما، وهذه الأدوات كثيرة يمكن تلخيصها في أداتين أساسيتين هما: سياسة تأطير القرض والسياسة الانتقائية للقرض. 1- سياسة تأطير القروض: هو إجراء تنظيمي تستعمله السلطات النقدية عندما يكون الاقتصاد في حالة من التضخم، وذلك بتحديد سقف القروض الممنوحة من قبل البنوك التجارية بكيفية إدارية مباشرة بنسب محددة خلال السنة أي لا يتجاوز ارتفاع مجموعة القروض الموزعة النسبة المحددة، وفي حالة تجاوزها قد تفرض السلطات النقدية على البنوك التجارية عقوبات تختلف من بلد لآخر.

فمثلا " كلما احتاج البنك المركزي إلى نقود طلب من هذه البنوك وهذا ما يؤدي للحد من قدرتها على خلق الائتمان ومن ثم ضياع عنها فرصة الهامش"، ولكن قد تم الاستغناء عن هذه السياسة في الكثير من الدول المتقدمة والنامية على حد سواء نظرا للتشوهات القطاعية التي أحدثتها.²

2- السياسة الانتقائية للقروض: ينتهج البنك المركزي هذه السياسة للتأثير على اتجاه القروض نحو المجالات المراد النهوض بها، لتسهيل نقل الموارد المالية إلى قطاع آخر، وذلك عن طريق استخدام أدوات انتقائية للتحكم في القروض الموزعة من طرف البنوك ومنها:³

- إعادة خصم الأوراق فوق مستوى السقف: يقوم البنك المركزي في هذه الحالة بإعادة خصم الكمبيالات الخاصة بهذه القروض حتى بعد تجاوز السقف المحدد مع استعمال معدل إعادة الخصم العادي.

- فرض أسعار تفاضلية لإعادة الخصم: تفرض السلطات النقدية معدل إعادة الخصم مفضل للتأثير على القروض الموجهة لبعض الأنشطة التي تريد الدولة تشجيعها.

¹ إيراد عبد الفتاح سنور، فعالية السياسة النقدية، الطبعة 01، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2011، ص 260.

² مسعود دراوسي، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي (دراسة حالة الجزائر 1990-2004)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، تخصص إقتصاد نقدي وبنكي، الجزائر، 2005-2006، ص 250.

³ رحيم حسن، فعالية السياسة النقدية، الطبعة 01، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2011، ص 196.

- سياسة التمييز في أسعار الفائدة: تقوم الدولة بوضع تخفيضات في نسبة أو معدل الفائدة، كما هو الحال في قطاع الفلاحة في الجزائر حيث تقوم الدولة بوضع تخفيضات في معدل الفائدة لتشجيع هذا النشاط.

هناك أدوات أخرى إلى جانب هذه الأدوات تسمى بالأدوات المكملة وتتمثل في الإجراءات المباشرة التي يتخذها البنك المركزي تجاه المؤسسات والأجهزة المالية والمصرفية تتمثل فيما يلي:

- الإقناع الأديبي: هو وسيلة يستخدمها البنك المركزي عن طريق إقناع المصارف التجارية بإتباعها لسياسة معينة دون الحاجة إلى إصدار تعليمات رسمية أو أدوات قانونية ويتوقف هذا الأسلوب على قوة البنك المركزي وعلاقته مع بقية البنوك التجارية.¹
- التعليمات المباشرة: وفيها يصدر البنك المركزي الأوامر والتعليمات مباشرة للبنوك التجارية التي تعمل على تنفيذها وإلا ستعرض لعقوبات من قبل البنك المركزي.²
- التفتيش المباشر: يقوم البنك المركزي عن طريق موظفيه بإجراء رقابة دورية على البنوك التجاري.
- الإجراءات العقابية: تلخص هذه الجزاءات في الحرمان من التمويل والحصول على القروض ومنح السيولة أو في فرض تكاليف أعلى أو أقل على عمليات الائتمان المطلوب.³

المطلب الثالث: تقييم فعالية أدوات السياسة النقدية.

يعتمد نجاح السياسة النقدية في تنظيم الائتمان على التعاون التام والثقة المتبادلة بين البنوك المركزية والبنوك التجارية من ناحية، ومن ناحية أخرى يعتمد على وجود أسواق نقدية متطورة ومنتظمة، وبالتالي يؤدي تجاوب البنوك التجارية مع البنوك المركزية إلى تحقيق الأهداف المرسومة للسياسة النقدية وبالتالي تزيد فعالية السياسة النقدية في التأثير على النشاط الاقتصادي.

1- فعالية الأدوات الكمية للسياسة النقدية:

1-1 فعالية معدل إعادة الخصم: تعتبر هذه السياسة من أقدم الأدوات التي تم استخدامها من طرف البنوك المركزية للتأثير على كمية الائتمان، بحيث أول من قام بالإعتماد على هذه الأداة هي إنجلترا في

¹ بلعزوز بن علي، مرجع سبق ذكره، ص 130.

² أمين رفعت المحجوب، محاضرات في النقود والاقتصاد، دار النهضة العربية، مصر، 1994، ص 195.

³ محمود سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار بقاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة، الجزائر، 2003، ص ص 121-122.

القرن التاسع عشر ثم فرنسا سنة 1839، وفي الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1913، أما الجزائر تم ممارستها سنة 1972.¹

إن فعالية معدل إعادة الخصم في تحقيق الأهداف النقدية تكمن في النقاط التالية:²

✓ أن تكون عمليات إعادة الخصم لدى البنك المركزي من طرف البنوك التجارية تشكل نسبة مهمة من النشاط الإقتراضي لهذه البنوك، أي عدم توفر سيولة كافية خارج البنك المركزي بحيث تمكن البنوك التجارية من الإقتراض منها وعدم اللجوء إليه ولكن هذا الافتراض غير صحيح، حيث أنه في أوقات التضخم وهي الأوقات التي تتوفر فيها النقود المعدة للإقراض خارج البنك في هذه الحالة عندما يرفع البنك المركزي من معدل إعادة الخصم، فإن البنوك التجارية ترى أن الإعتماد على مصادر أخرى غير البنك المركزي في الحصول على الائتمان أسهل لها وأقل تكلفة، كذلك الحال في أوقات الإنكماش فحينما يكون الطلب على الائتمان قليل وبالتالي تقلل البنوك التجارية من طلبها على النقود.

✓ ألا يتأثر الطلب على الائتمان بأي عامل آخر غير سعر الفائدة، بحيث يكون سعر الفائدة هو المحدد الرئيسي لما يطلبه المستثمرون من الائتمان فيؤدي إنخفاض سعر الفائدة إلى زيادة الطلب على الائتمان وارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى تقليل الطلب على الائتمان، فحينما يكون الوضع على هذا الحال ومع انطباق الفرضية الأولى أي عند رفع معدل إعادة الخصم يرتفع سعر الفائدة في السوق ويقل الطلب على الائتمان والعكس عند تخفيض معدل إعادة الخصم ينجر عنه إنخفاض سعر الفائدة وبالتالي زيادة الطلب على الائتمان من قبل المستثمرين، لكن هذا الافتراض غير صحيح من الناحية الواقعية فلو كان المستثمرين في فترة رواج أي كانوا متفائلين بمستقبل الاستثمار فإن طلبهم على الائتمان يكون غير مرن بالنسبة لسعر الفائدة، أي أن ارتفاع سعر الفائدة بنسبة معينة يؤدي إلى إنخفاض الاستثمار بنسبة أقل منها وعلى العكس من ذلك في فترة الإنكماش، فإذا كانوا متشائمين بمستقبل الائتمان فسيقل طلبهم على الائتمان وبالتالي سينخفض سعر الفائدة.

¹ أكن لونيس، السياسة النقدية ودورها في الضبط العرض النقدي في الجزائر خلال فترة 2000-2009، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2010-2011، ص51.

² الطيب لحيلح، فعالية الأدوات الكمية للسياسة النقدية، محاضرات مقدمة لطلبة السنة الثالثة ليسانس، تخصص مالية، 2014-2015، ص1-2.

✓ أن تكون الأوراق التجارية وسيلة شائعة ومهمة في تمويل التجارة الداخلية وأن تكون أهمية الوسائل الأخرى قليلة أو معدومة حتى يلجأ التجار لخصم الأوراق التجارية لدى البنوك وتلجأ البنوك التجارية لدى البنك المركزي لإعادة خصمها، إلا أن التجارة المحلية أصبحت تمول عن طريق تجاوز الرصيد في الحسابات الجارية.

1-2 فعالية السوق المفتوحة: تتميز سياسة السوق المفتوحة عن سابقتها بطبيعة العلاقة بين البنك المركزي والبنوك التجارية، فإذا كانت سياسة إعادة الخصم تتميز بوجود علاقة مباشرة بين البنك المركزي والبنوك التجارية وفعاليتها تتوقف على مدى لجوء هذه الأخيرة الى البنك المركزي، فإن سياسة السوق المفتوحة تتمثل في علاقة البنك المركزي بالسوق ككل مما يجعلها بيده فيلجأ إليها متى يشاء وكلما رأى الظروف مناسبة.

وتتوقف فعالية هذه السياسة على عدة أهداف أهمها: ¹

- الإحتياطات النقدية الفائضة الموجهة للإقراض يجب ان تتغير وفقا لإتجاهات السوق المفتوحة فإذا اتجهت السوق نحو عرض كميات كبيرة من النقود عن طريق الشراء فيجب أن تزيد إحتياطات البنوك التجارية بنفس الكمية التي يزيد بها العرض النقدي، و إذا اتجهت نحو عرض كميات أقل من النقود عن طريق البيع، يجب أن تقل إحتياطات البنوك التجارية بنفس الكمية التي نقص بها العرض النقدي ولكن هذا التوقع غير صحيح دائما لوجود عوامل تؤدي إلى زيادة الإحتياطي رغم شراء البنك المركزي لكمية من السندات والأذونات، فعندما يقوم البنك المركزي ببيع السندات والأذونات ويقوم الأفراد و المؤسسات بشرائها وعند بيعها، يتوقع منهم ثلاثة تصرفات: إما أن يقوموا بوضع هذه النقود في حساباتهم الجارية لدى البنوك التجارية أو الإحتفاظ بها في خزائهم الخاصة أو يقسمونها بين الجهتين وهذا ما يسمى بتفضيل السيولة كما يوجد عامل آخر يحد من فعالية هذه السياسة وهو إنتقال رؤوس الأموال إلى الخارج عند انخفاض سعر الفائدة أو انخفاض ضرائب على الإنتاج.

- الطلب على الائتمان من قبل المستثمرين يجب أن يتجه في نفس إتجاه رغبة البنوك فيما يتعلق بمنح الائتمان، بحيث إذا توجهت البنوك نحو منح المزيد من الائتمان بسبب زيادة احتياطاتها الفائضة يجب أن يلقي هذا الإتجاه إستجابة من قبل المستثمرين بزيادة الطلب على الائتمان، وهذا الافتراض

¹ الطيب لحليح، مرجع سبق ذكره، ص 3-4.

قد لا يتحقق في الواقع ففي فترات الركود تتوجه البنوك نحو زيادة الائتمان ولكن نظرة المستثمرين بالتشاؤم لمستقبل الاستثمار وبالتالي الطلب على الائتمان لن يزيد كما ترغب البنوك، والعكس في حالة الانتعاش وتوجه البنوك نحو التقليل من الائتمان وتوقع المستثمرين رجال الأعمال بالتفاؤل لمستقبل الاستثمار وبالتالي زيادة الطلب على الائتمان وعليه الطلب على الائتمان لا يتوقف فقط على سعر الفائدة وإنما هناك عامل آخر ألا وهو توقعات رجال الأعمال لمستقبل الاستثمار.

1-3 فعالية الاحتياطي القانوني: هي من أحدث الأدوات استعمالاً في مراقبة حجم الائتمان، وحتى تكون هناك فعالية يفترض الآتي:¹

- أن يكون مصدر الائتمان في البنوك التجارية هو الودائع الجارية المودعة من الجمهور لدى عدة البنوك، بحيث يؤدي تغير نسبة الإحتياطي القانوني إلى فائض المعد للإقراض. لكن هذا الإفتراض غير صحيح في الواقع لأن الكثير من البنوك قد تجمعت عندها على مر الأعوام أرصدة ضخمة من أرباحها وزيادات في رأسمالها تمكنها من ضخ الائتمان بالقدر الذي تريد أن تتأثر بنسبة الإحتياطي الإلزامي؛
- أن يكون رد فعل البنوك التجارية إيجابي على تعليمات البنك المركزي وفي الإتجاه المطلوب، فإذا قرر البنك المركزي تخفيض نسبة الإحتياطي بقصد توسع البنوك التجارية في منح الائتمان فتستجيب البنوك التجارية إلى هذه الرغبة مما يؤدي إلى زيادة من الائتمان الممنوح وبالنسبة التي يقررها البنك المركزي وفي الواقع العملي هذه الرغبة لا تتحقق دوماً وذلك على حسب رؤية البنوك التجارية للأوضاع الاقتصادية؛
- أن يكون رد فعل رجال الأعمال إيجابي بالنسبة لرغبة البنك المركزي وبنفس الدرجة التي يتوقعها؛
- ثبات سرعة دوران النقود حتى لا يزيد حجم النقود المتداولة فعلياً عن الحجم المتوقع واللازم لسير الإقتصاد، لكن هذه الفرضية غير واقعية لأن سرعة دوران النقود تتغير من فترة لأخرى وتغيرها لا يمكن التنبؤ به في الكثير من الأحيان وذلك نتيجة لردود أفعال إنسانية مبنية على توقعات الأفراد. وبالرغم من كل ما تم ذكره سابقاً إلا أن فعالية سياسة الإحتياطي القانوني تكون غالباً في علاج حالات التضخم أكثر من حالات الكساد.

¹ الطيب لحيلج، مرجع سبق ذكره، ص 4-5.

2- فعالية الأدوات النوعية للسياسة النقدية:

2-1 فعالية سياسة تأطير القروض: يمكن إدراج سياسة تأطير القروض في التأثير على المعروض النقدي

من خلال النقاط التالية:¹

- تمتلك سياسة تأطير القروض أثرا مباشرا وفعالا على حجم التوسع الائتماني، ذلك لأنها تقوم بالتحكم في حجم القروض للاقتصاد التي تقدمها البنوك التجارية والتي تمثل المصدر الأساسي لخلق نقود البنوك وهي بذلك تتفادى سلبيات آليات الرقابة الكمية السابقة التي تركز على التحكم في سيولة البنوك؛
- تعتبر هذه الأداة أداة رقابية على قروض الاقتصاد، غير أنها لا تمتلك تأثير على القروض الموجهة للخرزينة العامة وهو ما يجعل حجم معتبر من المعروض النقدي غائب عن دائرة إختصاص لسياسة تأطير القروض؛
- ترتبط فعالية هذه السياسة بعلاقة عكسية مع درجة تطور السوق المالية، ذلك أن تأثيرها ينخفض في وجود سوق مالية نشيطة توفر التمويل المناسب للمشاريع والمؤسسات الاقتصادية؛
- لسياسة تسقيف القروض أثر سلبي على المنافسة بين البنوك، وذلك لأن تحديد سقف القروض الائتمانية لكل بنك يجعل من التنافس على تخفيض معدل الفائدة أمرا لا مبرر له، فكل بنك يعمل على استهلاك السقف المحدد له، لأن الزيادة عليه تجره إلى عقوبات من البنك المركزي، كما قد تفقد ثقة عملائها لرفضها طلبات الاقتراض فوق حجم السقف المحدد.

2-2 فعالية السياسة الانتقائية للقروض: يتم توضيح فعالية السياسة الانتقائية للقروض من خلال

إبراز كل من عيوبها ومزاياها وهي كالآتي:²

أ- مزايا السياسة الانتقائية للقروض:

تعتبر وسيلة هامة وفعالة لتوجيه الإئتمان البنكي إلى النشاطات والقطاعات الاقتصادية التي تسعى الدولة لتطويرها، وكذلك إلى الشرائح الاجتماعية التي تريد مساعدتها فهي آلية تسمح بتحقيق تنمية شاملة لمختلف القطاعات والنشاطات، بالإضافة إلى أنها تمتص الأثر السلبي لأدوات الرقابة الكمية

¹ حمزة شوار، علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية في ظل نظم الرقابة النقدية التقليدية، الطبعة 01، دار عماد الدين للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص 108-109.

² المرجع نفسه، ص 111.

التي تهدف للتحكم في حجم كتلة النقدية دون تمييزها بين القطاعات التي تحتاج إلى تمويل يهدف إلى تطوير وتنمية فعلية تنعكس بصورة إيجابية على مؤشرات الاقتصاد الكلي.

ب- عيوب السياسة الانتقائية للقروض:

تتعلق فاعلية هذه السياسة بمدى إلتزام المقترضين باستخدام هذه القروض في تحقيق الهدف الذي حدد لوجهة القرض، وهذا ما يجعل تحقيق الأهداف المسطرة من هذه السياسة النقدية في يد المقترضين.

3-فعالية الأدوات المكتملة للسياسة النقدية.¹

تكمن فعالية هذه الأدوات في قدرة البنك المركزي على فرض تأثيره الأدبي على البنوك التجارية لتحقيق الأهداف المناسبة للوضعية الاقتصادية.

3-1 فعالية سياسة الاقناع الأدبي: يرتبط نجاح هذه السياسة بقوة تأثير البنك المركزي على البنوك التجارية والمكانة التي يحظى بها لدى البنوك التجارية وصحة التحليل الذي يقدمه عن الوضع الاقتصادي، فإذا تجاوزت البنوك التجارية بشكل إيجابي على هذه الإجراءات كانت هذه الأداة فعالة وإذا لم تتوافق معها يتخذ البنك المركزي إجراءات أخرى.

3-2 فعالية سياسة التعليمات المباشرة: لهذه السياسة دور فعال في التحكم في التوسع الائتماني الذي تقوم به البنوك التجارية، وذلك من خلال اعتمادها على صيغة الأوامر في تحديد معايير الإقراض والنسب المالية الواجبة التطبيق. وهذا ما يؤدي للتحكم في قدرة البنوك على خلق النقود وتوجيه الائتمان في القطاعات المحددة.

3-3 فعالية سياسة التفتيش المباشر: ترتبط هذه السياسة بمدى صحة ودقة المعلومات التي تقدمها البنوك التجارية ولها دور مهم في تشديد الرقابة بكل أنواعها على البنوك التجارية، إلا أن هذه الرقابة قد تكون متأخرة وهو ما يجعل تأثيرها يكون مستقبلا وليس آنيا.

¹ حمزة شوادر، المرجع سبق ذكره، ص 116-119.

خلاصة الفصل:

لقد تم التعرض في هذا الفصل إلى السياسة النقدية والتي تعتبر إحدى السياسات العامة، وتعرف على أنها مجموعة من الإجراءات والتدابير التي تسعى من خلالها السلطات النقدية للتأثير على مجمل النشاط الاقتصادي من خلال التحكم في العرض النقدي وتحقيق التوازن الاقتصادي، كما أن مفهوم السياسة النقدية وتطورها ارتبط بتطورات الفكر الاقتصادي مما جعلها جزءاً أساسياً للسياسة الاقتصادية للدولة.

إن انتقال آثار السياسة النقدية يكون عبر أربع قنوات تتمثل في قناة أسعار الفائدة، قناة سعر الصرف وقناة أسعار السندات والتي تنتقل فيها الآثار عبر قناتين وهما قناة توبين للإستثمار وقناة أثر الشرة، وأخيراً قناة الائتمان والتي تنتقل فيها الآثار عبر قناتين قناة الإقراض البنكي وقناة ميزانية الأعمال. وتسعى السياسة النقدية لتحقيق أهداف مختلفة باستخدام مختلف الأدوات سواء كانت الأدوات الكمية المتمثلة في عمليات السوق المفتوحة والاحتياطي القانوني وكذا سعر الخصم وأدوات نوعية وهي سياسة تأطير القروض والسياسة الانتقائية للقروض بالإضافة إلى الأدوات المكملة مثل الإقناع الأدبي والتعليقات المباشرة وغيرها وقد تعرفنا أيضاً إلى عمل كل آلية ومدى فعاليتها.



الفصل الثاني

الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية



تمهيد:

أدى تفاقم حالة الركود السائد في أغلب اقتصاديات الدول إلى البحث عن بدائل جديدة تمكنها من تجاوز الأزمة أو التخفيف من حدتها والتي انتقلت شرارتها إلى أغلب دول العالم، وهذا بعدما فشلت في مواجهتها باستخدام أدواتها التقليدية المعتادة، الأمر الذي أجبر البنوك المركزية على اعتماد سياسة نقدية جديدة تتمثل في السياسة النقدية غير التقليدية، حيث أصبحت السياسة النقدية غير التقليدية من أهم المواضيع الاقتصادية التي اهتم بها الباحثين الاقتصاديين منذ بروزها كحدث اقتصادي على الساحة الدولية، وذلك نظراً لأهميتها وارتباطها بالواقع النقدي العالمي.

سنقوم من خلال هذا الفصل بالتطرق إلى السياسة النقدية غير التقليدية وذلك بتقسيمه إلى ثلاث مباحث أساسية وهي:

- المبحث الأول: مفاهيم عامة حول السياسة النقدية غير التقليدية.
- المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.
- المبحث الثالث: فعالية السياسة النقدية غير التقليدية وإستراتيجية الخروج منها.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول السياسة النقدية غير التقليدية

إن مفاهيم أدوات السياسة النقدية أصبحت في تطور مع مرور الوقت لتواكب التغيرات الاقتصادية والمالية حتى ظهر مؤخراً ما يسمى بالسياسة النقدية غير التقليدية، وتعتبر هذه السياسة سياسة تستخدمها البنوك المركزية للتأثير على النشاط الاقتصادي وستتعرف في هذا المبحث على نشأة وتطور مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية إضافة إلى مفهوميها من الجانبين جانب المستهدفات ومن جانب الأدوات المستخدمة وفي الأخير التعرف على خصائص وأهداف هذه السياسة.

المطلب الأول: نشأة وتحليل تطور مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية.¹

الباحث الاقتصادي الأمريكي "بول كروغمان" يُعدُّ أول المتحدِّثين عن مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية. في عام 1998، أجرى دراسات مشهورة تناولت الاقتصاد الياباني وركزت على إمكانية استخدام السياسة النقدية غير التقليدية للخروج من مصيدة السيولة التي كانت محط اهتمام الباحثين في دراساتهم لنظريات الاقتصاد الكلي، بما في ذلك نموذج **IS/LM** — "جون هيكس". يتناول هذا النموذج فعالية مختلف أنواع السياسات الاقتصادية في تحقيق التوازن الاقتصادي الكلي.

وتعتبر مصيدة السيولة التي واجهها الاقتصاد الياباني في التسعينات القرن الماضي العامل الرئيسي الذي دفع "كروغمان" لإجراء دراساته حول تقييم فعالية السياسة النقدية في هذا السيناريو. استندت تحليلاته إلى النظرية الكينزية التي تُظهِر أن السياسة النقدية التقليدية تفقد فعاليتها عندما يقع الاقتصاد في مصيدة السيولة، حيث لا تستطيع الأدوات التقليدية للسياسة النقدية التأثير على المتغيرات الاقتصادية. يتسبب انخفاض معدلات الفائدة الاسمية في تراكم النقود لدى الأفراد وقدرتهم على الاستثمار في السندات، مما يؤدي إلى تجميد الأسواق المالية والنقدية وسوق السلع والخدمات.

أكد "بول كروغمان" أيضاً رفضه لاعتماد السياسة المالية كحلاً للخروج من مصيدة السيولة، استناداً إلى نظرية "التكافؤ الريكاردي"، التي تُشير إلى أن زيادة الإنفاق الحكومي أو تخفيض الضرائب لن يحفز الاستهلاك عندما يكون هناك ارتفاع في العجز والدين الحكومي، ويعتقد "كروغمان" أن الأفراد الاقتصاديين يتوقعون زيادة في

¹ وليد العشي، تقييم فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بعد الأزمة المالية 2008، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة أحمد دراية-أدرار، الجزائر، 2018، ص 112 – 114.

*بول كروغمان: اقتصادي أمريكي ولد بـ 1953/02/28 يعتبر من أبرز الاقتصاديين المحسوبين على التيار الكينزيين الجدد في الاقتصاد وهو أول اقتصادي كتب حول السياسة النقدية غير التقليدية.

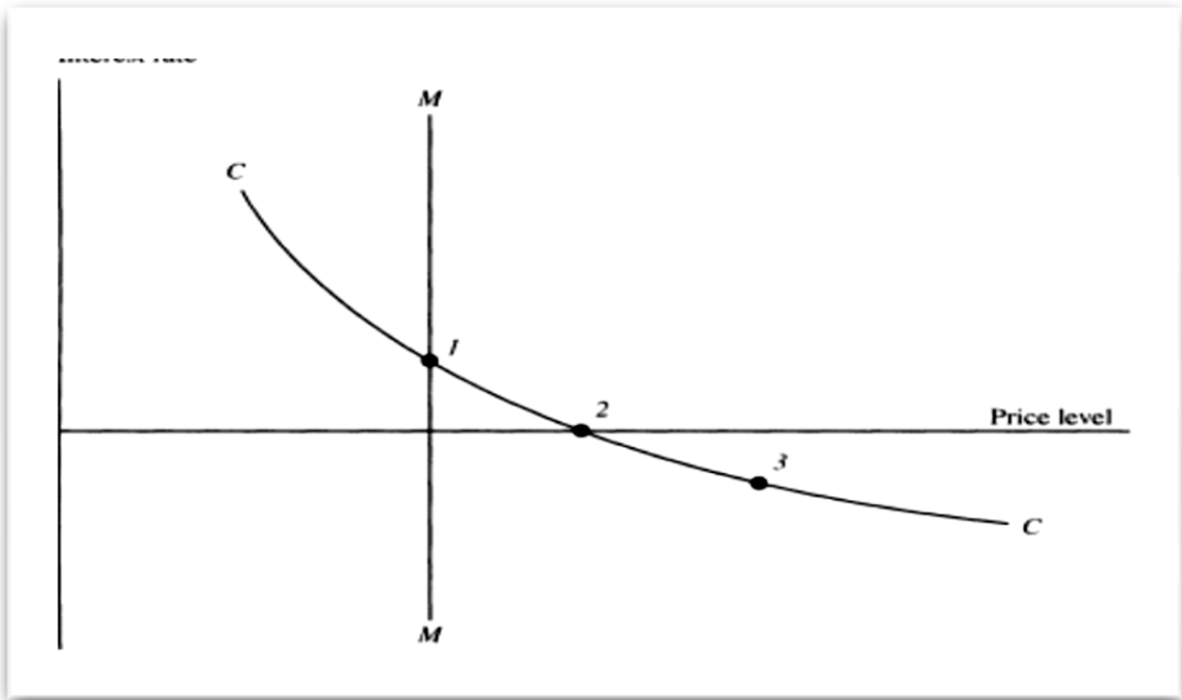
*جون هيك: يعتبر من أهم الاقتصاديين في القرن العشرين ولد بـ 1904/04/8، من أكثر مساهماته المألوفة في مجال الاقتصاد بيانه لنظرية طلب المستهلك في الاقتصاد الجزئي ونموذج **IS/LM** الذي لخص وجهة نظر كينز للاقتصاد الكلي.

الأعباء الضريبية في المستقبل لتغطية العجز والدين الحكومي، مما يجعل من الصعب عليهم تغيير سلوكهم الاستهلاكي والاستثماري.

وبناءً على ذلك، فإن السياسة المالية ستضطر في المستقبل إلى التقليل من الإنفاق أو زيادة الضرائب لاستعادة التوازن المالي، وهذا من شأنه أن يؤثر سلباً على توقعات الأفراد الاقتصاديين ويعيق عملية الخروج من مصيدة السيولة.

وتوصية "بول كروغمان" للبنوك المركزية هي أن تتحلى هذه الأخيرة بمستوى عالٍ من المصداقية والشفافية في قراراتها أمام الأفراد الاقتصاديين وأن تقوم بالإعلان عن سياستها النقدية توسعية طويلة الأجل (M) بشكل متناسق لتحفيز ارتفاع مستوى الأسعار بشكل مستقر وتخفيض معدلات الفائدة الحقيقية نحو النقاط (1، 2، 3) بطريقة منظمة. وهذا يوفر الحوافز الضرورية لزيادة معدلات الاستهلاك والاستثمار وبالتالي الطلب الكلي، كما يوضحه المنحنى التالي:

الشكل (02): يوضح العلاقة بين مستوى الأسعار ومعدلات الفائدة في ظل سياسة نقدية توسعية حسب نموذج كروغمان.



المصدر: وليد العشي، مرجع سبق ذكره، ص 113.

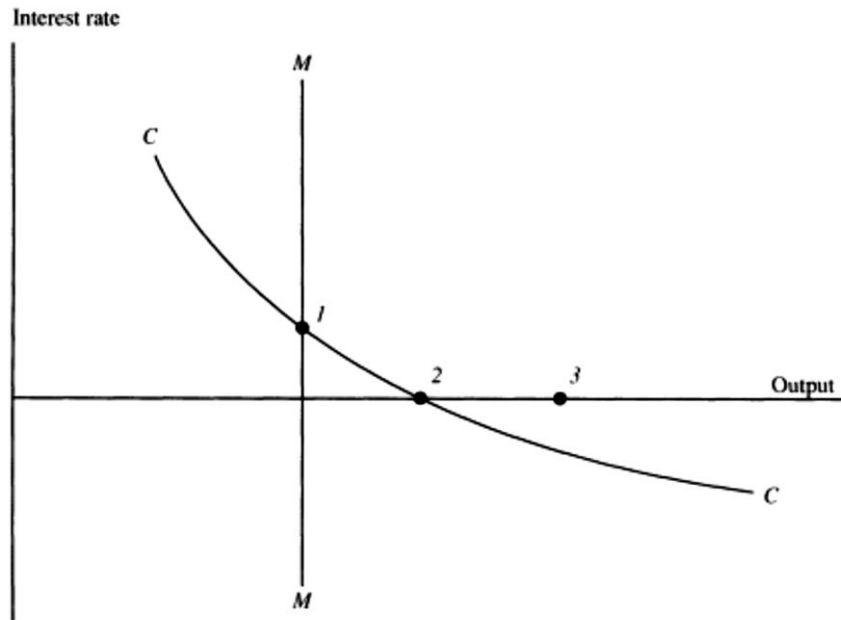
في نموده، ركز "بول كروغمان" على دراسة العلاقة بين معدلات الفائدة والإنتاج. افترض أن هناك دولة تنتج منتجاً واحداً خلال فترات معينة، وتحدد السلطات النقدية حجم المعروض النقدي في الاقتصاد. في بداية كل

فترة، يمكن للأفراد الاقتصاديين تحويل جزء من رصيدهم النقدي إلى سندات ذات درجة استحقاق فترة واحدة عبر سوق رأس المال.

وبناءً على العقلانية وبوجود معدلات فائدة إيجابية، يقوم الأفراد الاقتصاديين بالاستهلاك الضروري لتلبية احتياجاتهم من السلع والخدمات، بينما يقومون بالمضاربة على الباقي من رصيدهم النقدي في سوق رأس المال. في هذه الحالة، ينخفض معدل الاستهلاك ويكون منحنى الاستهلاك (C) سالبًا. عندما ترتفع معدلات الفائدة الاسمية، يتم تحفيز الأفراد الاقتصاديين لزيادة حجم مدخراتهم المستثمرة في المضاربة، مما يقلل من حجم الرصيد النقدي الموجه للإنفاق الاستهلاكي، والعكس صحيح أيضًا، كما يوضح المنحنى التالي:

الشكل (03): يوضح العلاقة بين الإنتاج ومعدلات الفائدة في ظل سياسة نقدية توسعية حسب نموذج

كروغمان.



المصدر: وليد العشي، مرجع سبق ذكره، ص 114.

من خلال هذا الإطار النظري يمكننا تحليل حالة مصيدة السيولة، فالاقتصاد الذي يقع في مصيدة السيولة لا يمكنه اللجوء إلى السياسة النقدية التقليدية للوصول إلى مستوى الإنتاج الطبيعي، وهذا ما يطرح تصور أولي لفهم سبب لجوء البنوك المركزية إلى تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.

المطلب الثاني: مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية.

1- تعريف السياسة النقدية غير التقليدية: لا يوجد إجماع على إعطاء تعريف شامل لمضمون السياسة النقدية غير التقليدية، حيث يمكن تعريفها من جانبين وهما: جانب المستهدفات وجوانب الأدوات المستخدمة وهما كما يلي:¹

✓ **من جانب المستهدفات:** هي مجموعة من الوسائل والإجراءات غير المعتادة في السياسة النقدية التقليدية تستخدمها السلطة النقدية للتأثير في النشاط الاقتصادي (كتحقيق أهداف اقتصادية محددة)، خلال فترة زمنية معينة وهنا يتضح أن تعريف السياسة النقدية غير التقليدية ينطوي على استهداف تحقيق متغير اقتصادي حقيقي محدد.

✓ **من جانب الأدوات المستخدمة فيها:** هي سياسة نقدية تستخدم من الأزمات يتم من خلالها تنفيذ دعما ائتمانيا معززا وتسهيلات ائتمانية وتيسيرات كمية وتدخلات في العملة وفي الأسواق المالية وتوفير السيولة بالعملات المحلية والأجنبية كل ذلك يهدف دعم سير عمل القطاع المالي وحماية الاقتصاد الحقيقي من تداعيات الازمة المالية.

كما يمكن تعريف السياسة النقدية غير التقليدية على أنها "قيام البنك المركزي بدور الوساطة في عملية الائتمان لتعويض انقطاع الوساطة الخاصة، والميزة الأساسية في وساطة البنك المركزي هو سهولة الحصول على الأموال عن طريق إصدار السندات الحكومية بلا قيود وبلا مجازفة وذلك لتوفير وسيلة لتحفيز الاقتصاد."²

وفي الأخير نرى بأن السياسة النقدية غير التقليدية هي "مجموعة من الوسائل والتدابير غير المعتادة في السياسة النقدية التقليدية تقوم بها السلطات وقت الأزمات من أجل تحقيق هدفين أولها هدف وسيط يتمثل في تنشيط السوق المالي والهدف الثاني يتمثل في تحفيز الاقتصاد".

2- شروط تنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية: نظراً للظروف الاقتصادية غير الاعتيادية (حالة الأزمات) التي تنفذ فيها السياسات النقدية غير التقليدية وكذلك استخدام الأدوات غير المعتادة في السياسات النقدية فإنه يجب أن تتوفر مجموعة من الشروط لتنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية هذه الشروط هي:³

¹ Michael Joyece, Daoid Miles, **Quantitative easing and unconventional monetary police**, the economic journal, 2012, P276.

² وليد العشي، مرجع سبق ذكره، ص 111.

³ حسين طيوب، فريد بن عبيد، إكرام حجاب، التيسير الكمي كأداة للسياسة النقدية غير التقليدية " حالة الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا، مجلة أبحاث اقتصادي معاصرة، الجزائر، 2020/04/23، ص 36.

- ✓ لا بد أن تكون متناسبة قدر الإمكان مع درجة التفكك والاضطراب التي تعاني منها السوق التي تسعى لإنقاذها وفي أغلب الحالات لا بد من تفصيل التدابير من أجل تجنب التعطيل الكلي للأسواق والواقع أن البنك المركزي يجب أن لا يتردد في توسيع أو تقليص نطاق أدواته غير المعيارية وخاصة مدة التوفير غير الاعتيادي للسيولة - اعتماداً على حجم الخلل في عمل النظام المالي؛
- ✓ يجب أن تترافق التدابير المتخذة برسائل قوية إلى البنوك التجارية لمعالجة قضاياها الخاصة بإعادة التمويل وإصلاح الموازنات في الأجل المتوسط. نظرًا لأن البنوك تعد الأداة الرئيسية لدى البنك المركزي لإعادة التمويل "غير المعتاد"، فإن هذه الرسالة تكتسب أهمية خاصة في حالة الأزمات. يتعين على البنك المركزي أن يعبر عن التزامه في دعم وتوجيه البنوك التجارية في استعادة استقرارها وضمان استدامة عملياتها المالية. ويجب أن تكون هذه الرسالة واضحة وقوية لتعزيز الثقة في النظام المالي وتحفيز البنوك التجارية على اتخاذ الإجراءات اللازمة لإصلاح أوضاعها وتحقيق التوازن المالي المستدام؛
- ✓ في حالة أوروبا، يجب على مؤسسات الاتحاد الأوروبي والدول الأعضاء أن يتحلى بالحزم في تعزيز الإدارة الاقتصادية من خلال المراقبة الدقيقة للسياسات الاقتصادية، ولاسيما فيما يتعلق بالموازنة التي تنتهجها الدول على حدة. يجب أن تضمن هذه المؤسسات تطبيق المعايير الاقتصادية والمالية المحددة، وتشجيع الإصلاحات اللازمة لتحقيق التوازن المالي والاقتصادي. وفي هذا السياق، يجب أن يستمر مجلس محافظي البنك المركزي الأوروبي في تبني موقف واضح اتجاه هذه القضية منذ بداية الأزمة. ينبغي أن يواصل المجلس دعم الجهود لتعزيز الإدارة الاقتصادية وتعزيز التعاون بين البنوك المركزية والهيئات الاقتصادية الأوروبية الأخرى. يجب أن يكون هناك التزام قوي ومستمر بتعزيز الشفافية والمساءلة في سياسات الاقتصاد والموازنة، وذلك لتعزيز الثقة في الأسواق المالية وتعزيز النمو الاقتصادي في أوروبا؛
- ✓ تأخذ التدابير غير التقليدية التي تبناها البنوك المركزية في الدول المتقدمة دورًا بارزًا في تغيير بنية البيئة النقدية والمالية للاقتصاد العالمي. تلك التدابير تساهم في التعديل الضروري للتوازن العالمي وتلعب دورًا حاسمًا في ضبط الاقتصادات العالمية.
- بعد الأزمة المالية، شهدت أهداف البنوك المركزية في الدول المتقدمة تحولًا، حيث لم تعد تقتصر على استقرار الأسعار وحسب، بل اتجهت أيضًا نحو تحقيق أهداف اقتصادية كمية. هذا التحول يهدف إلى خلق توازن بين استقلالية البنوك المركزية ودور السياسيين في التدخل في إدارة الأزمات الاقتصادية والتحكم في السياسات النقدية لتعزيز النمو الاقتصادي.

المطلب الثالث: خصائص وأهداف السياسة النقدية غير التقليدية.

يعتبر ظهور أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بمثابة طوق النجاح للخروج من الأزمة المالية العالمية 2008، وتميزت هذه الأدوات بعدة مميزات مكنتها من تحقيق الأهداف المرجوة من طرف البنوك المركزية.

1- خصائص السياسة النقدية غير التقليدية: تتمثل خصائص السياسة النقدية غير التقليدية في: ¹

- التدابير غير المعتادة: تشمل السياسة النقدية غير التقليدية مجموعة من التدابير والأدوات التي تختلف عن السياسة النقدية التقليدية. تتضمن هذه التدابير شراء الأصول المالية طويلة الأجل (مثل السندات الحكومية)، وتوفير تمويل مباشر للقطاعات الاقتصادية المحددة، وتطبيق سياسات سعر الفائدة السلبية.
- الاستهداف الكمي: تتميز السياسة النقدية غير التقليدية بالتركيز على تحقيق أهداف اقتصادية كمية محددة، مثل زيادة الإنتاج، تخفيض معدلات البطالة، وتعزيز النمو الاقتصادي. بدلاً من التركيز الأساسي على استقرار الأسعار كما هو الحال في السياسة النقدية التقليدية.
- التعاون بين الجهات السياسية والنقدية: تشمل السياسة النقدية غير التقليدية التعاون والتنسيق بين البنوك المركزية والجهات السياسية. يتم ذلك من خلال تحقيق توازن بين استقلالية البنوك المركزية والحاجة للتعاون لتحقيق أهداف اقتصادية أوسع.
- التأثير المباشر والسريع: تهدف السياسة النقدية غير التقليدية إلى تحقيق تأثير مباشر وسريع على الاقتصاد، حيث تستخدم تدابير قوية وفعالة لتعزيز النشاط الاقتصادي وتعديل التوازنات الاقتصادية.
- المرونة والتكيف: تتميز السياسة النقدية غير التقليدية بالمرونة والقدرة على التكيف مع التحديات الاقتصادية.

2- أهداف السياسة النقدية غير التقليدية.

تطورت أهداف السياسة النقدية بعد أحداث الأزمة المالية العالمية 2008، التي تسببت في حالة من شبه التوقف مست القطاع المالي ثم انتقلت إلى الاقتصاد الحقيقي فأدت إلى حدوث ركود اقتصادي عالمي، مما دفع بالبنوك المركزية إلى اعتماد سياسة نقدية غير تقليدية استهدفت بالأساس تحفيز الاقتصاد من خلال تحقيق هدف وسيط تمثل في إعادة الاستقرار للقطاع المالي.²

¹ بشيري وفام ياسمين، دور الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية في تحفيز النمو الاقتصادي (عرض تجارب دولية)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر الأكاديمي، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة العربي بن مهيدي-ام البواقي، الجزائر، 2020، ص 51.

² عمر عبدو، دور السياسة النقدية غير التقليدية في تحفيز الاقتصاد، مجلة الريادة لاقتصاديات العمل، جامعة حسينية بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2019، ص 53.

في إطار الاستقرار المالي وتحقيق الأهداف النقدية بعد أزمة عام 2008، توسعت مسؤوليات البنوك المركزية وتم تنظيم عمليات منح الائتمان والرافعة المالية وأسعار الأصول. يشمل الإطار الجديد لعمل البنوك المركزية المجموعة التالية من الضوابط والإجراءات ما يلي: ¹

- التحقق من سلامة النظام البنكي في حالة حدوث اختلالات تشكك في قدرته على مواجهة الصدمات؛
- البنك المركزي مقرض أخير ومسؤول عن المؤسسات البنكية المتعثرة؛
- التحقق من سلامة نظام المدفوعات والتسوية والمقاصة؛
- تطوير نماذج رياضية لتحديد قدرة النظام المالي على امتصاص تداعيات الأزمات، وتصميم اختبارات التحمل تقوم البنوك وتوافيه لنتائجها بصورة دورية.

السياسة النقدية غير التقليدية كغيرها من السياسات تسعى لتحقيق أهداف أولية تتمثل في: ²

- ✓ **الرفع بشكل مكثف في كمية الأموال المتداولة في الاقتصاد:** يهدف الضخ المكثف للسيولة إلى تفادي عائق تجميد نسب الفائدة، ويحاول البنك المركزي تلبية الطلب على النقود من المتعاملين الاقتصاديين، على أمل أنهم سينفقون مباشرة هذه الأموال، وفي الظروف العادية لا يمكن استعمال هذه القناة المباشرة عن طريق الكتلة النقدية لأن الطلب على النقد غير مستقر على المدى القصير، أما في الفترات الاستثنائية، فإن عدم الاستقرار المذكور على المدى القصير لا يشكل عامل إنشغال كبير طالما أن البنك المركزي مستعدا لضخ الأموال بكميات غير محدودة، إلا أنه في بعض الأحيان يمكن حتى لعرض غير محدود أن لا يكفي لتحفيز الإنفاق إذا ما كان الطلب على النقد في حد ذاته غير محدود، ولهذا السبب يتم توجيه عرض النقود نحو الدولة بما أنها المتعامل الاقتصادي الوحيد الذي من المؤكد أنه سينفق هذه الأموال من خلال عجز الميزانية.
- ✓ **التأثير على انحدار منحني نسب الفائدة بما من شأنه توجيه استباقات المتعاملين:** يمكن للبنك المركزي الالتزام بشكل صريح بالإبقاء على نسبة الفائدة الرئيسية في مستوى منخفض جدا وحتى في مستوى الصفر لفترة طويلة، كما يمكنه ضبط شروط مسبقة للرفع في هذه النسبة مستقبلا، مثل الوصول إلى مستوى معين من التضخم أو البطالة.

¹ أحمد شفيق الشاذلي، الإطار العام للاستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيقه، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2014، ص58.

² صاري علي، السياسة النقدية غير التقليدية الأدوات والأهداف، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد 04، جامعة سوق اهراس، الجزائر، 2013، ص72.

✓ إزالة عوائق السيولة في أسواق القروض من خلال شراء السندات مباشرة من هذه الأسواق بهدف التأثير على بدل المخاطرة: يمكن للبنك المركزي أن يتدخل مباشرة في سوق التمويل ويحل محل البنوك عن طريق التنوع في مجموعة القروض الممنوحة للاقتصاد وإعادة تمويلها. يقوم البنك المركزي بشراء السندات الممثلة لتلك القروض (سندات خاصة) مباشرة، ويساهم هذا الإجراء في إحداث حيوية في سوق السندات وتوفير تمويل مباشر للاقتصاد، ومع ذلك يتعين على البنك المركزي تحمل مخاطر القرض ونسب الفائدة والتي لا تندرج ضمن مهام العادية. وتجدر الإشارة إلى أن هذه الإجراءات تكون أكثر فاعلية في الاقتصاديات التي يتم فيها تمويل المؤسسات بالأساس عبر السوق والتي يقع فيها تسديد القروض الممنوحة للأسر على نطاق واسع، وفي المقابل حين توفر الوساطة البنكية الجزء الأعظم من التمويل يتم بالأحرى إستعمال تلك الإجراءات التي تؤثر على منحى نسب الفائدة المتعامل بها.

بالإضافة إلى أهداف أخرى تتمثل في: ¹

- الهدف الأول والأساسي هو الخروج من دائرة الخطر وتغطية عجز الخزينة العمومية؛
- قيام البنك المركزي باستخدام النقود المطبوعة لشراء الأوراق المالية وذلك لرفع أسعار الأوراق المالية بسبب ازدياد الطلب عليها، وزيادة سيولة المصارف التجارية، وبالتالي معالجة أزمة السيولة؛
- الخروج بالاقتصاد الوطني من طابعه الريعي وذلك من خلال التنوع الاقتصادي خارج قطاع المحروقات والذي يعتبر الهدف الأساسي لتحقيق الفعالية الاقتصادية؛
- ترشيد النفقات العامة للدولة في الحدود المطلوب بلوغها، بالإضافة إلى توجيهها إلى المجالات والقطاعات المهمة التي تعود على الدولة بالنفع.

¹ عائشة بوزراع، دور السياسة النقدية غير التقليدية في التحكم في معدلات التضخم (دراسة حالة الجزائر)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي، جامعة العربي بن مهيدي - أم البواقي، الجزائر، 2020، ص 41.

المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.

أدى تطور الوضع الاقتصادي على المستوى الدولي بفضل كل من التحرير المالي المتزايد، وتحرير حركة السلع والخدمات، وتطور الابتكارات المالية، وظهور ممارسات مالية جديدة، إلى ظهور أزمات مالية أكثر حدة، فشلت السياسة النقدية التقليدية عن إيجاد حلول لها. مما حتم على البنوك المركزية استعمال أدوات حديثة يطلق عليها تسمية الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية، وهو ما سنتطرق إليه في هذا المبحث.

المطلب الأول: سياسة التسيير الكمي.

1- مفهوم سياسة التسيير الكمي (QE): تعرف سياسة التسيير الكمي "بسياسة التوسيع في ميزانية البنك المركزي نتيجة قيامه بشراء الأصول المالية (سندات الخزينة سندات المضمونة بالرهن العقاري ديون الوكالات)، من أجل زيادة كمية الأموال المتاحة في الاقتصاد وتخفيض أسعار الفائدة المتوسطة وطويلة الأجل في الأسواق المالية." ¹

وتعرف أيضا على أنها "ممارسة يقوم بها البنك المركزي للحد من تأثير الركود الاقتصادي على الأنشطة الاقتصادية الحقيقية من خلال إصدار فائضا من النقود، واستخدم هذا الأسلوب في بداية القرن الحادي والعشرون واستخدم للتخفيف من أثر الأزمة المالية 2008 من قبل الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان والمملكة المتحدة". ²

وكتعريف شامل لسياسة التسيير الكمي هي: "أداة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي، من خلال شراءه لأصول مالية لزيادة الاحتياطات الفائضة وكذلك رفع أسعار الأصول المالية التي تم شراءها وبالتالي تخفض عائداتها".

2- آلية عمل سياسة التسيير الكمي: تكون طريقة عمل هذه السياسة وفق مايلي: ³

كمرحلة أولى يتم استخدام سياسة التسيير الكمي عند حدوث ركود اقتصادي، في هذه الحالة يقوم البنك المركزي بزيادة المعروض النقدي والعمل على تخفيض أسعار الفائدة نحو الصفر لتسهيل الحصول على السيولة وتكاد تكون معدومة وبالتالي تستطيع البنوك التجارية الحصول على أموال رخيصة، وتبدأ المرحلة الثانية من مراحل

¹ مراد يونس، سياسة مصيدة السيولة والتسهيل الكمي كحلول للإنعاش الاقتصادي الأمريكي في ظل عدم اليقين بعد أزمة الرهن العقاري، مجلة جامعية للدراسات الاقتصادية، العدد 08، الجزائر، 2016، ص 95-96.

² مطاي عبد القادر، راشد فتحة، سياسة التسيير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الازمات (تجربة كل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية)، مجلة رؤى الاقتصادية، العدد 11، جامعة حمه لخضر الوادي، الجزائر، 2016، ص 13-14.

³ عبد العزيز شويش، بشرى عبد الباري أحمد، التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 04، العدد 02، العراق، 2014، ص 125.

التيسير الكمي بامتصاص الأصول المسمومة من القطاع المصرفي من خلال شراء الأوراق المالية المدعوة بالرهن العقارية، أما الخطوة الأخيرة فتتمثل بقيام البنك المركزي أو البنك الاحتياط بشراء سندات حكومية.¹ وترتكز آلية عمل هاته السياسة على عاملين أساسيين:²

- توفر السيولة ليتم تداولها في الاقتصاد.

- زيادة احتياطات القطاع البنكي.

يعتبر العامل الأول في حالة الأزمات المالية عاملا جوهريا حيث تستطيع البنوك المركزية بتحقيقه تجنب الكساد في حين يسمح العامل الثاني بتحفيز البنوك التجارية على الإقراض مجددا، حيث لوحظ خلال أزمة الرهن العقاري توقف شبه كلي للبنوك عن الإقراض بسبب افتقارها للاحتياطات من جهة وبسبب حالة التخوف العام اتجاه كل المقترضين من جهة أخرى.³

3- أهمية سياسة التيسير الكمي: تكمن أهمية سياسة التيسير الكمي في:⁴

3-1- التأثير في معدل الفائدة طويل الأجل: قيام البنوك المركزية بشراء الأصول طويلة الأجل، يتسبب ذلك في تقليل العروض المتاحة للمستثمرين. وإذا افترضنا أن الطلب على هذه الأصول يظل مرتفعا نتيجة لبرامج التيسير الكمي، فإن ذلك يؤدي إلى زيادة أسعار الأصول طويلة الأجل وتراجع معدلات الفائدة طويلة الأجل.

3-2- التقليل من مخاطر أسعار السندات: حيث تتعرض أسعار السندات لخطر التغيرات في سعر الفائدة وذلك خلال طول مدة السندات، ولهذا فمن أهم الاعتبارات لبرامج التيسير الكمي هو التقليل من هذه المخاطر على السندات خاصة منها السندات السيادية التي تؤثر إيجابا على العائد من السندات التجارية والاستثمارية، وهذا ما يشجع المستثمرين على تداولها وخلق سيولة مناسبة في السوق.

3-3- تجنب حالات الإفلاس وعدم الوفاء بالالتزامات المالية: يعتبر الإفلاس وعدم قدرة المقترضين على الوفاء بالتزاماتهم المالية اتجاه المقرضين من أهم مظاهر الأزمات المالية، إلا أن تبني سياسة التيسير الكمي يعمل على تجنب هذا الأثر بما يوفره من خطة إنقاذ مالية للمؤسسات القابلة للإفلاس والحفاظ على أصولها من الانهيار، واستعادة

¹ عبد العزيز شويش، بشرى عبد الباري أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 125.

² محمد الأمين وليد طالب، نظيرة قلاذي، الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية (على ضوء الأزمة المالية 2007-2008)، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 6، العدد 01، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2019، ص 212-213.

³ محمد الأمين وليد طالب، دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية (دراسة حالة البنك المركزي الأوروبي والأزمة المالية) 2008، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، ص 158-159.

⁴ العشي وليد، مرجع سبق ذكره، ص 123.

الثقة المصرفية للأسواق المالية، والحد كذلك من انتقال تداعيات الإفلاس إلى مناطق أخرى من العالم عن طريق العوامة المالية.

4- تقييم سياسة التيسير الكمي: فيما يلي سنعرض إيجابيات وسلبيات سياسة التيسير الكمي:¹

4-1 إيجابيات التيسير الكمي: تتمثل الإيجابيات في النقاط التالية

- تخفيض أسعار الفائدة: يتضمن التيسير الكمي خفض أسعار الفائدة بشكل كبير، وذلك لتحفيز الاستثمار والإنفاق وتحفيز النمو الاقتصادي. بتوفير تكلفة الاقتراض المنخفضة، يتم تشجيع الشركات والأفراد على الاقتراض والاستثمار في المشاريع الجديدة وتوسيع الأعمال الحالية.
 - زيادة السيولة المالية: من خلال شراء الأصول المالية مثل السندات الحكومية والأوراق المالية، يتم تزويد النظام المالي بسيولة إضافية. هذا يعني توفر المزيد من الأموال للبنوك والمؤسسات المالية للقيام بالإقراض وتمويل الأنشطة الاقتصادية.
 - تعزيز الثقة واستعادة الاستقرار المالي: عندما يقوم البنك المركزي بتنفيذ التيسير الكمي، فإنه يعزز الثقة في النظام المالي ويعيد الاستقرار إلى الأسواق المالية. وهذا يساعد على استعادة الثقة لدى المستثمرين والمستهلكين، مما يحفز النشاط الاقتصادي ويعزز التعافي الاقتصادي.
 - تحفيز الصادرات وتعزيز التنافسية: عندما يقوم البنك المركزي بشراء العملة الأجنبية، يزيد العرض من العملة المحلية في السوق الدولية. وهذا يؤدي إلى تخفيض قيمة العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية، مما يجعل المنتجات المحلية أكثر تنافسية ويعزز صادرات البلاد.
 - تحفيز سوق الأسهم والأصول: يؤدي التيسير الكمي إلى زيادة الطلب على الأصول المالية مثل الأسهم والسندات. وهذا يعزز قيمة الأصول ويدعم سوق الأسهم، مما يؤدي إلى زيادة ثروة المستثمرين ويعزز النشاط الاقتصادي.
- 4-2 سلبيات التيسير الكمي: بالرغم من الجوانب الإيجابية للتيسير الكمي إلا أنه لا يخلو من السلبيات التي تؤثر على مدى فعاليته وتتمثل فيما يلي:

¹ بوالنش ريمة، بوسفت ميادة، مرجع سبق ذكره، ص 212 - 213.

- التضخم المرتفع: إحدى المخاطر الرئيسية للتيسير الكمي هو زيادة التضخم. عندما يتم زيادة المعروض النقدي بشكل كبير دون زيادة في الإنتاج الحقيقي، قد يؤدي ذلك إلى ارتفاع أسعار السلع والخدمات. وارتفاع معدل التضخم يمكن أن يؤثر سلبًا على القدرة الشرائية للمستهلكين ويؤدي إلى عدم الاستقرار الاقتصادي.
- تشويه أسعار الأصول: يمكن أن يؤدي التيسير الكمي إلى زيادة الطلب على الأصول المالية مثل الأسهم والسندات والعقارات. وهذا قد يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأصول وتكوين فقاعات في الأسواق المالية، مما يزيد من مخاطر حدوث انهيار في المستقبل.
- تأثير غير متوازن: قد يكون للتيسير الكمي تأثير غير متوازن على الاقتصاد. فعلى الرغم من أنه يمكن أن يحفز النمو ويدعم الأسواق المالية، إلا أن الفوائد قد تكون غير متوازنة بين الشركات والأفراد. قد يستفيد المستثمرون والأثرياء من ارتفاع أسعار الأصول، بينما قد يتجاهل هذا التأثير الطبقات الفقيرة والمتوسطة.
- زيادة الدين العام: في بعض الحالات، قد يؤدي التيسير الكمي إلى زيادة الدين العام للحكومة. عندما يقوم البنك المركزي بشراء سندات الحكومة، فإنه في الواقع يقوم بتمويل الحكومة عن طريق زيادة المعروض النقدي. وإذا لم تتم إدارة الدين العام بشكل جيد، فقد يؤدي ذلك إلى مشاكل مالية واقتصادية أكبر في المستقبل.
- تأثير على سوق العمل: قد يؤدي التيسير الكمي إلى تأثير غير متوازن على سوق العمل. على الرغم من أنه يمكن أن يحفز النمو الاقتصادي ويخفض معدلات البطالة في المدى القصير، إلا أنه قد يؤدي في المدى البعيد إلى تشوهات في سوق العمل وتقلبات في أنماط التوظيف.

المطلب الثاني: أسعار الفائدة الصفرية.

في ظل الأزمة المالية لسنة 2008 وانخفاض مؤشرات الأسواق المالية بصورة مستمرة تدخلت البنوك المركزية على مستوى العالم وعلى رأسها الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بخفض معدلات الفائدة إلى القيمة الصفرية.

1- مفهوم سياسة أسعار الفائدة الصفرية (ZIR): تسعى البنوك المركزية إلى تبني سياسة أسعار الفائدة الصفرية في الظروف الاستثنائية لتعزيز توافر الائتمان للأفراد. فعندما تكون أسعار الفائدة على القروض منخفضة، يصبح الاقتراض أكثر جاذبية للأفراد والشركات، حيث يزداد الطلب على القروض بشكل عام. وبالتالي، يتيح تخفيض أسعار الفائدة الفرصة للأفراد للحصول على التمويل الذي يحتاجونه للاستثمار في المشاريع أو تحسين ظروفهم المالية.¹

¹ محمد كمال خليل الحمزاوي، اقتصاديات الائتمان المصرفي، الطبعة 02، منشأة المصارف، الإسكندرية، مصر، 1997، ص 100.

وعليه هو إجراء يقوم من خلاله البنك المركزي بتخفيض معدلات الفائدة عند وجود بطء في معدلات النمو الاقتصادي من أجل ضخ كميات كبيرة من السيولة لدفع حركة الاقتصاد بشكل عام لتصل مرحلة الانتعاش الاقتصادي،¹ وعلى هذا الأساس يلتزم البنك المركزي بالحفاظ على معدل الفائدة الرئيسي قريب من الصفر لفترة معينة ويهدف هذا الإجراء إلى ترسيخ التوقعات المستقبلية لسعر الفائدة عند مستوى جد منخفض مما يؤدي بالضرورة إلى انخفاض معدل الفائدة وارتفاع توقعات التضخم التي تولدها السياسة النقدية المنتهجة للبنك المركزي، مع إمكانية إعلانها عن مستوى تضخم أعلى من السابق الذي كان سائدا خلال فترة أزمة الكساد.²

2- آلية عمل البنوك في ظل سياسة معدلات الفائدة الصفرية: عندما يحتاج البنوك في بعض الأحيان إلى سيولة وعلى وجه السرعة فإنها تقترض مبالغ من البنك المركزي أو من بنك تجاري آخر من خلال معدل فائدة يعرف مسبقا، وبما أن البنوك في المقابل تقرض للفاعلين الاقتصاديين كالعائلات والشركات فإنها تحمل تكلفة الإقراض على الفاعلين الاقتصاديين الذين يقتضون منها، ومن هنا يتضح أن البنوك تعتبر كوسيط مالي تحدد في كل الحالات معدل الفائدة أعلى من معدل الفائدة الذي تدفعه للبنك المركزي فإذا رفع البنك معدل فائدته فترفع البنوك التجارية بدورها معدل فائدتها بمستوى يحقق لها الأرباح المنشودة وإذا غير البنك المركزي معدل فائدته فإنه يغير بصفة غير مباشرة معدلات الفائدة الأخرى، وهذا يوضح بأن معدل الفائدة الأساسي توجيهي وارشادي وليس إلزامي يسعى من خلاله البنك المركزي إلى تقنين الاستثمار ودفع عجلة النشاط الاقتصادي إلى الأمام.³

وعند الحدث عن سياسة معدل الفائدة الصفرية فيجب التفريق بين ثلاث حالات الاقتراضية وتتمثل فيما يلي: من البنك المركزي إلى البنك التجاري حينما لا يتوفر احتياطي كافٍ يمكنه من الاقتراض، ومن بنك تجاري إلى بنك تجاري آخر حينما لا يتوفر للأول احتياطي كافٍ للاقتراض، ومن البنك المركزي والبنك التجاري إلى الفاعلين الاقتصاديين.⁴

والجدول التالي يلخص هذه الحالات:

¹ نوفل سمالي، فضيلة بوطورة، فاعلية أدوات السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية للبنك المركزي الأوروبي في مواجهة أزمة الديون السائدة الأوروبية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية، العدد 44، القاهرة، مصر، 2010، ص 317.

² أنفال نسيب، التحديات والإصلاحات المصاحبة لسياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر، مجلة اقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، المجلد 5، العدد 01، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2019، ص 16.

³ أحمد بلوافي، عبد الرزاق بلعباس، حقيقة سياسة معدل الفائدة الصفرية، ورقة بحثية مقدمة في ملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية (النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً)، المركز الجامعي خميس مليانة عين الدفلى، الجزائر، 5-6 ماي 2009، ص 16.

⁴ أحمد بلوافي، عبد الرزاق بلعباس، مرجع سبق ذكره، ص ص 16-17.

الجدول رقم (01): الحالات الاقراضية للبنوك في ظل سياسة معدل الفائدة الصفرية

المقرض	المقترض	قيمة معدل الفائدة
البنك المركزي	البنك التجاري	قريب من الصفر
البنك التجاري	البنك التجاري	نسبة صغيرة لكنها أكبر من السابقة وتختلف باختلاف العملة والمدة
البنك المركزي او البنك التجاري	الفاعلين الاقتصاديين	نسبة أكبر وبدرجات متفاوتة يحددها بناء على عوامل منها المدة، الحجم، حالة العون الاقتصادي.

المصدر: أحمد بلواني، عبد الرزاق بلعباس، مرجع سابق الذكر، ص 17.

وفي الأخير نقدم أمثلة عن بعض البنوك التي قامت بتطبيق سياسة سعر الفائدة الصفري منها: البنك الفيدرالي الأمريكي قام بتخفيض أسعار الفائدة بشكل سريع ومتكرر منذ ديسمبر 2007 حيث كان سعر الفائدة آنذاك 5.25% و وصل في أكتوبر 2008 إلى 1% وبعدها في ديسمبر انخفض إلى 0.25%، كما طبقها أيضا البنك المركزي البريطاني حيث قام بتخفيضات متعددة لأسعار الفائدة حيث خفض سعر الفائدة من 1.5% ليستقر عند 0.5%، ونفس الشيء قام به البنك المركزي الأوروبي فكان في سبتمبر 2008 4.25% وانخفض إلى 3.75% في نوفمبر 2008 وإلى 2% في جانفي 2009 ثم 1.5% في مارس¹.

المطلب الثالث: أسعار الفائدة السالبة (NIR).

تعتبر سياسة أسعار الفائدة السالبة ظاهرة جديدة نسبيا، كان البنك المركزي السويدي أول من استخدمها في جويلية 2009 في ذروة الركود العظيم، تبع هذا الإجراء الأولي من قبل البنك المركزي الأوروبي عام 2014، مع عدد من الدول الأوروبية التي حذت حذوها على مدار ثلاث سنوات.²

1- فيعرف سعر الفائدة السالبة على أنه: "عبارة عن ضريبة عقابية من الناحية النقدية يطبقها البنك المركزي على البنوك التجارية التي تفضل وضع فائض سيولتها على شكل ودائع لدى البنك المركزي بدل من ضخها في

¹ بوالنش ريمة، بوسفت ميادة، مرجع سبق ذكره، ص 66.

² Kristie kosobuski, **zéro & negative interest rates**, IDS : secured finance technology, United states of America, p 03.

الاقتصاد، والهدف حسب المقاربة الكلاسيكية للنقود هو رفع من حجم الكتلة النقدية في الاقتصاد حتى يتم الرفع من معدلات التضخم التي قاربت الصفر وبالتالي تحفيز النمو الاقتصادي.¹

ويمكن القول أن معدل الفائدة السالبة هو: "أن يقوم البنك المركزي في حالات خاصة بفرض فائدة على النقود المودعة من قبل البنوك التجارية كاحتياطي فائض لديه بدل من دفع الفوائد على هذه الإيداعات حيث أن مودع النقود يدفع فوائد على إيداعاته، فسياسة سعر الفائدة السالبة هي من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية التي يتم تحديد سعر الفائدة فيه إلى ما دون الصفر فبدلاً من تلقي المودعين فوائد على ودائعهم عليهم أن يدفعوا نسبة مغوية للبنوك من أجل الحفاظ على أموالهم."²

ومن خلال ما تطرقنا إليه يمكن القول أن أسعار الفائدة السالبة هي عبارة عن "مبالغ أو نسب يقطعها البنك المركزي من إيداعات البنوك التجارية، وهذا بهدف تشجيع البنوك التجارية على منح القروض بدلاً من الاحتفاظ بها لدى البنك المركزي وهذا في حالة الركود الاقتصادي".

2- أهداف معدل الفائدة السالبة: إن البنوك المركزية تهدف من خلال تطبيق أسعار الفائدة السالبة NIRP إلى الوصول إلى جملة من الأهداف أهمها:³

- إنعاش الاقتصاد عبر زيادة الاستثمار الذي يساهم بدوره في إنهاء انكماش الأسعار وربما رفع نسبة التضخم بشكل طبيعي ومفيد للاقتصاد، كما أن أسعار الفائدة السالبة تقوم بتخفيض من قيمة العملة وهو ما يعطي ميزة سعرية تنافسية للمصدرين في الأسواق الأجنبية؛
- تشجيع القطاع الخاص على زيادة الإنفاق ودعم استقرار الأسعار عن طريق زيادة تيسير الأوضاع النقدية والمالية، كما يمكن لهذه السياسة في حالة الاقتصاديات الصغيرة والمفتوحة أن تساهم في الحد من التدفقات الرأسمالية الوافدة وتخفيض ضغوط إرتفاع أسعار الصرف؛

¹ ساسي مباركة، مداني شهرة وآخرون، السياسة النقدية غير التقليدية بين المفهوم ودورها في تحفيز الاقتصاد، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 4، العدد 2، الجزائر، 2020، ص 178.

² علي صاري، أليات تبليغ أثر السياسة النقدية عند الفائدة الصفرية والسالبة، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 1، العدد 01، جامعة سوق اهراس، الجزائر، 2020، ص 82.

³ خليل عبد القادر، بن عروس رضوان، سياسة أسعار الفائدة السالبة كاتجاه جديد للسياسة النقدية (دراسة تجارب بعض الدول)، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، العدد 09، جامعة البلدة 2، الجزائر، 2018، ص 23.

- دعم القوة الشرائية عبر دفع المواطنين للإنفاق أكثر لأنهم سيحصلون على قروض رخيصة من البنوك التجارية وبنسبة فائدة أقل وهذا من جهة الحصول على الأموال، أما من جهة من يملكون الأموال فإنهم سيضطرون للإنفاق مادام الإدخار لا يجلب لهم منافع مادية أو أن قيمتها ستأكل مادامت الفائدة السالبة؛
- عدم السماح للبنوك التجارية بإبقاء أموالها في حسابات البنك المركزي لأن الفائدة السالبة ستضر بإداعات البنوك التجارية مما يؤدي بها إلى سحب إيداعاتها أو التقليل من حجمها حتى لا تتعرض لخسائر وبالتالي يتم تحفيز البنوك التجارية على تقديم المزيد من القروض للإقتصاد.

3- آثار تطبيق الفائدة السالبة على الاقتصاد: إن تطبيق أداة الفائدة السالبة ينتج عنه آثار إيجابية وأخرى سلبية على الاقتصاد يمكن إبراز أهمها في النقاط التالية:¹

3-1- الآثار الإيجابية لمعدلات الفائدة السالبة: من بين الآثار الإيجابية منها:

- دعم تنافسية الصادرات: عند تطبيق سياسة أسعار الفائدة السالبة فإنه يؤثر على قيمة العملة، بحيث يؤدي إلى إنخفاض الطلب على العملة في سوق الصرف فينتج انخفاض قيمة العملة وبالتالي ارتفاع القدرة التنافسية في المنتجات المحلية وارتفاع الطلب وبالتالي تحسن وضعية الميزان التجاري؛
- زيادة حجم الاستثمار والاستهلاك: عند انخفاض معدلات الفائدة إلى المنطقة السالبة يؤدي ذلك إلى ارتفاع حجم الاستثمارات ودعم الاستهلاك؛
- زيادة حجم الإنفاق الحكومي: أسعار الفائدة السالبة تساهم في دعم الإنفاق الحكومي وذلك بتخفيض تكلفة التمويل وبالتالي تنخفض درجة مخاطر سندات الدين العام وهذا يؤدي إلى ارتفاع حجم الدين العمومي؛
- دعم الطلب على الاقتراض: عند ارتفاع تكاليف الاحتفاظ بالاحتياط بصورة سائلة في البنوك يقوم البنك المركزي بتطبيق سياسة أسعار الفائدة السالبة لتحفيز البنوك التجارية على زيادة القروض للمستهلكين في قطاع الأعمال لكي تتفادى الخسائر.

¹ فاطمة نصاري، عفاف بوكار، أثر سياسة أسعار الفائدة السالبة على النمو الاقتصادي دراسة حالة منطقة اليورو (2015-2021)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة احمد دراية - أدرار، الجزائر، 2021-2022، ص 10-13.

3-2- الآثار السلبية لمعدلات الفائدة السلبية: من بين الآثار السلبية نذكر منها:

- إنخفاض هامش ربحية البنوك التجارية: إن تخفيض معدلات الفائدة يؤدي إلى تفضيل الأفراد إلى القيام بسحب ودائعهم بدل تركها تخضع لرسوم إضافية لدى البنوك مما يقلل العائد منها، وهو ما يؤدي إلى تخفيف منابع السيولة لدى البنوك وتآكل مدخراتهم مع مرور الوقت؛
- إحتمال تصعيد آخر لحرب العملات: قد تمثل أسعار الفائدة السالبة تصعيداً آخر لحرب العملات غير المجدية، فمن المؤكد أن سعر الصرف الأضعف يعزز الواردات وبالتالي التضخم، لكن تخفيض قيمة العملة هو لعبة محصلتها صفر حيث لا يمكن للاقتصاد العالمي أن يقوم بتخفيض العملة مقابل نفسه وإذا أخذنا في الاعتبار إلى أقصى الحدود فإن التخفيضات التنافسية لقيمة العملات قد تفسح المجال لسياسات التجارة الحمائية، والتي ستكون سلبية بالنسبة للنمو الاقتصادي؛
- إحتمال تهديد الاستقرار المالي: حيث في ظل معدلات الفائدة الاسمية السالبة سيتم تشجيع البنوك التجارية إلى إستبدال أصولها المالية الآمنة ذات العائد المنخفض بأصول مسمومة ذات درجة المخاطر المرتفعة، ذلك عندما تقوم بتسهيل منح الائتمان لزيائن يكونون في الأساس غير قادرين على السداد مما يسبب مشكلة في استرداد القروض الممنوحة، وهذا يمكن أن يساهم في زيادة مخاطر القطاع المصرفي وتداول الأصول المسمومة وبالتالي تهديد الاستقرار المالي؛
- ارتفاع حجم الدين العام: في ظل معدلات الفائدة السالبة لا توجد ضغوطات على الحكومات من أجل تخفيض ديونها نظراً لانخفاض تكاليف التمويل، وبالتالي رسم صورة مضللة على قدرة الحكومات على تحمل تلك الديون المتزايدة مع الوقت، مما لا شك فيه فإن معدلات الفائدة السالبة تساعد على تفاقم مشكلة المديونية الحكومية.

المبحث الثالث: فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية واستراتيجية الخروج منها.

تسعى البنوك المركزية من خلال اعتمادها على أدوات سياستها النقدية غير التقليدية إلى تحقيق الاستقرار المالي والرفع من معدلات النمو الاقتصادي، وهذا في ظل انتهاج أدوات ووسائل غير تقليدية إلا أن هذه الأخيرة تتأثر بمحددات تؤثر على فعاليتها في تحقيق أهدافها، وفي ظل تطبيقها للسياسة النقدية غير التقليدية تواجهها مجموعة من التحديات.

المطلب الأول: ظروف تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.

الأکید أن الظروف الاقتصادية وخاصة النقدية والمالية منها كانت السبب الرئيسي في لجوء البنوك المركزية العالمية إلى تبني نظام غير تقليدي للسياسة النقدية وغير معروف في الماضي المتوسط والبعيد، لذا سنحاول التطرق إلى أهم الظروف التي ساهمت في اللجوء إلى تطبيق سياسة نقدية غير تقليدية والتي تتمثل فيما يلي: ¹

1- **عدم إستقرارية مؤشرات الاقتصاد الكلي:** السبب الرئيسي وراء ظهور هذه الأوضاع غير المستقرة للاقتصاد الكلي العالمي، هو عملية التسوية بين المظاهر والمؤشرات الاقتصادية التقييمية للاقتصاد الكلي حيث تم تأخير ظهور هذه الوضعية اللا إستقرارية نتيجة تغطية النجاحات التي حققتها الأسواق العالمية على النقائص والإختلالات التنظيمية والهيكلية السائدة في الاقتصاد العالمي، وخاصة من جانب المصدقية والشفافية في عرض البيانات والمؤشرات لمختلف البنوك والمؤسسات الداعمة للاقتصاد العالمي.

2- **الوفرة الكبيرة في السيولة الدولية:** مع أن المميز في الأزمة المالية العالمية 2008 هو نقص السيولة، وبالتالي كان الهدف في إتباع أدوات السياسة النقدية غير التقليدية هو توفير السيولة النقدية في الأسواق المالية وقد ساهمت عدة عوامل داخلية وأخرى خارجية في زيادة السيولة النقدية قبل الأزمة المالية ومن بين العوامل الخارجية نستطيع أن نذكر الارتفاع السريع في احتياطات الصرف في الدول الناشئة (الصين بالخصوص) والدول المصدرة للمواد الأولية، وقد نتج ارتفاع ملحوظ في احتياطات الدول الناشئة نتيجة الفوائض التجارية الكبيرة المحققة وعن معدل الادخار المرتفع في هذه الدول. كما أن الوفرة في السيولة النقدية تدفع بالمعاملين الاقتصاديين للبحث عن أصول أكثر خطورة قصد تحقيق عائد أكبر، كما يؤدي ضعف الورقة المالية إلى ضعف العائد أي ضعف ثمن المخاطرة، ومع مرور الوقت تزداد المخاطر دون وجود عائد مناسب، وفي نفس الوقت تنخفض نسبة التضخم ويزداد حجم السيولة في الاقتصاد وبالتالي تصبح كل الشروط اللازمة لوقوع

¹ العشي وليد، مرجع سبق ذكره، ص 165-168.

انقلاب حاد متوفرة، ومع ذلك نجد بأن المتعاملين الاقتصاديين لا يأخذون ذلك بعين الاعتبار نظرا لتمسكهم بفكرة استمرار البنوك المركزية في حماية الاستقرار المالي في الأسواق.

3- انخفاض كبير في معدلات التضخم: لم تنعكس السيولة النقدية الدولية الكبيرة على أسعار السلع والخدمات حيث حصل عكس ذلك تماما، كما شهدت نسبة التضخم على المستوى العالمي انخفاضا متواصلا خلال العشر سنوات الأخيرة (انتقلت من حوالي 12% إلى أقل من 5%).

4- نقص فعالية سياسة الائتمان: ونقصد بذلك عدم انعكاس الوفرة الكبيرة في السيولة على أسعار الفائدة التي سجلت مستويات جد منخفضة وهذا بسبب انخفاض معدلات التضخم وعلاوات المخاطر، وقد تم انخفاض حجم القروض الممنوحة في عديد من الدول وابتاع مجموعة من الدول لسياسات التحكم في العجز العام (خاصة دول أوروبا)، بالإضافة إلى عوامل أخرى تتمثل في:

- عدم التشغيل التام لوسائل الإنتاج؛
- تأثير الدول الناشئة صاحبة الأجور المنخفضة على الأسعار، وهذا بالرغم من ارتفاع أسعار المواد الأولية (بتزول، معادن، مواد أولية أساسية)؛
- معانات الدول المتقدمة من آثار تباطؤ النمو الاقتصادي المسجل عام 2003.

5- ارتفاع أسعار الأصول المالية: بالرغم من عدم تأثير الوفرة الكبيرة في السيولة على أسعار السلع والخدمات إلا أنها أثرت على أسعار الأصول المالية، حيث تقوم المؤسسات المالية على غرار الحكومات في ظل تيقنها بوجود فرص استثمار مربحة في الدول الناشئة بإدارة إصداراتها من الأوراق المالية وبشراء أوراق مالية أخرى بهدف الرفع من عائدات رؤوس أموالها الخاصة، وتراقب عملية إصدار السندات من طرف وكالات التنقيط التي تتفحص عن قرب درجة مخاطرة المؤسسات ومن طرف أيضا المساهمين الذين لا يتخوفون عادة من اتساع عملية الإقراض، وبالتالي فإنه ليس بغريب أن تتجه مؤشرات البورصة في العالم نحو الارتفاع، لاسيما في الدول الناشئة وهو ما تسبب في ظهور فقاعات المضاربة التي مهدت الطريق لدخول الاقتصاد العالمي في أزمة مالية كادت تعصف بكياناتها بأكملها .

المطلب الثاني: محددات فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.

توجد مجموعة من المحددات لفعالية أدوات السياسة غير التقليدية والتي تختلف من اقتصاد لآخر وتتمثل

فيما يلي:¹

¹ بشيري ونام ياسمين، مرجع سبق ذكره، ص 47-49.

1- الفترات الزمنية اللازمة لبلوغ آثار السياسة النقدية غير التقليدية: وتعرف أيضا بدرجة استجابة لاقتصاد الكلي للمتغيرات في السياسة النقدية، فذلك النوع مرتبط بنوع الأداة التقليدية المستخدمة وفي أي سوق مالي استعملت، فأداة التيسير الكمي مثلا تؤثر على هيكل معدلات الفائدة طويلة الأجل وبالتالي على أسعار وقيم الأصول، وهنا نجد أن درجة استجابة أسواق الدخل الثابت تكون أكبر من مثلتها في سوق الأسهم، وقد قدرت إحدى الدراسات فترة الاستجابة للمتغيرات في معدلات الفائدة قصيرة الأجل بحوالي 18 شهر حتى تكتمل دورة الودائع قصيرة الأجل، فكلما كانت الفترة التي يستغرقها الاقتصاد الكلي للاستجابة للمتغيرات كبيرة دل ذلك على نقص فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية

2- حجم الصادرات: ساهمت التغيرات التي شهدتها السياسة النقدية من خلال التخفيض التنافسي لقيمة العملة مقابل العملات الأجنبية في الرفع من حجم الصادرات مقابل انخفاض حجم الواردات، وهذا ما يساعد على تسجيل فائض في الميزان التجاري، حيث أنه كلما كان حجم الصادرات ضخماً دل ذلك على فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.

3- حجم الدين الحكومي: يعد حجم الدين العام للدولة محدد مهم لفعالية السياسة النقدية غير التقليدية وذلك لتأثره بتغيرات السياسة النقدية كما يلي:

- تتأثر أسعار السندات الحكومية وأذون الخزانة بتغيرات معدلات الفائدة قصيرة الأجل، من خلال مساهمة سياسة كل من معدلات الفائدة الصفرية والسالبة في انخفاض العائد من سندات الدين الحكومي، والعكس من ذلك هو الأمر الأكثر خطورة حيث في السياسة النقدية الانكماشية قد يتأثر حجم الدين العام بارتفاع أسعار العائد على أدواته والناجحة عن ارتفاع معدلات قصيرة الأجل، ولعل الأساس في هذه العلاقة أن التغير في معدلات الفائدة قصيرة الأجل ستؤثر على أسعار الودائع وتكلفة رؤوس الأموال، وبالتالي على الطلب على الأصول المالية من بينها الأذون والسندات الحكومية؛
- عند تطبيق برامج التيسير الكمي يدل ارتفاع حجم الدين العام كمحدد على عدم فعالية السياسة النقدية وفشل برامج التيسير الكمي وانسداد لقنواته، والتي هدفها تخفيض لحجم الأصول منخفضة المخاطر أمام الجهاز المصرفي والمتعاملون في سوق المال، مما يعزز دعم الائتمان والأصول المالية الأخرى.

خلال الأزمة المالية العالمية 2008 وجدت البنوك المركزية نفسها كعامل رئيسي لمواجهة هذه الأزمة وإيجاد حلول لمعالجة هذه الأزمة فانتهجت كل الوسائل المتاحة في السياسة النقدية إلا أنها واجهتها مجموعة من التحديات وقفت بينها وبين الأهداف المنشودة وتمثل هذه التحديات فيما يلي:¹

- ارتفاع حجم ميزانية البنوك المركزية: أدى لجوء البنوك المركزية إلى تبني أدوات السياسة النقدية غير التقليدية إلى تخفيض معدلات الفائدة وتضخيم الميزانية، وبالتالي تطور حجم ميزانية البنوك المركزية في الاقتصاديات الكبرى بغرض الاستجابة للأزمة حيث وصلت إلى مستويات عالية جدا لتتجاوز 18000 مليار دولار؛
- ضعف فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية: بالرغم من انتهاج البنوك المركزية لأدوات غير تقليدية بغرض التصدي للأزمة المالية، فإن السياسات غير التقليدية حققت نتائج إيجابية متباينة بين الدول المتقدمة، وأسفرت عن حالة انتعاش اقتصادي بطيء خاصة فيما يخص معدلات التضخم؛
- يعود ضعف فعالية أدوات السياسة غير التقليدية إلى عاملين أساسيين: الأول هو اعتماد البنوك المركزية سياسة معدل الفائدة المقارب أو المساوي للصفر، والثاني هو تداعيات انكماش ميزانية البنوك المركزية، كما ساهم اتباع معدل فائدة مقارب للصفر في الحد من قدرة البنوك المركزية على خفض معدلاتها وبالتالي ضيقت فرصة تنشيط الطلب، وهو ما يفسر سبب اتجاه البنوك المركزية لتبني تحفيزات نقدية إضافية عبر تسيير الإستباقات المتعلقة بمعدل الفائدة الرئيسي من خلال عمليات إعادة شراء الأصول.
- الانخفاض التدريجي لمعدلات التضخم: من بين التحديات التي تعرضت لها البنوك المركزية عقب الأزمة المالية 2008، الانخفاض المفاجئ في معدلات التضخم، حيث أن معدلات التضخم ظلت دون المستوى المحدد في أهداف البنوك المركزية.

المطلب الثالث: استراتيجية الخروج للسياسة النقدية غير التقليدية.

استراتيجية الخروج من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية تشير إلى العملية التي يتبعها البنك المركزي للعودة من تلك الأدوات إلى سياسة نقدية أكثر توازناً واستقراراً. يتم تنفيذ هذه الاستراتيجية بحذر وتدرج، وذلك لتجنب أي اضطرابات أو انكماش حاد في الاقتصاد.

وتتضمن استراتيجية الخروج عدة خطوات وإجراءات، من بينها:²

¹ محمد الأمين وليد طالب، نظيرة قلاوي، مرجع سبق ذكره، ص 2019-220.

² بوالنش ريمة، بوسفت ميادة، مرجع سبق ذكره، ص 74-75.

- تقليص المعروض النقدي: يتم تقليص كمية السيولة المتداولة في الاقتصاد ببطء عن طريق تقليص برامج التيسير الكمي وتقليل عمليات شراء الأصول؛
 - رفع أسعار الفائدة: يتم رفع أسعار الفائدة بشكل تدريجي للعودة إلى مستويات أكثر اعتدالاً. هذا يهدف إلى تقليل الدعم النقدي الإضافي وتشجيع الادخار واستقطاب الاستثمارات؛
 - سحب التدابير الاستثنائية: يتم سحب الإجراءات الاستثنائية التي تم اتخاذها خلال فترة الأزمة النقدية غير التقليدية، مثل التوجيه المستهدف وسياسة الفائدة السلبية؛
 - تقييم التأثيرات: يجب تقييم تأثيرات استراتيجية الخروج على الاقتصاد والأسواق المالية، ومراقبة التطورات الاقتصادية والمؤشرات المالية للتأكد من استقرار النظام المالي؛
- تهدف استراتيجية الخروج إلى استعادة الاستقرار النقدي والمالي وتجنب تفاقم التضخم أو انكماش حاد في الاقتصاد. ويجب أن تتم هذه العملية بحذر وبتنسيق مع الجهات المعنية لضمان السلاسة والاستقرار في الأسواق المالية والاقتصاد بشكل عام.

خلاصة الفصل:

بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وعجز الأدوات التقليدية للسياسة النقدية عن التعامل مع الوضع وإيجاد حلول لهاته الأزمة اضطرت البنوك المركزية للبحث عن بدائل جديدة واستحداث إجراءات غير مسبوقه عرفت فيما بعد بالسياسة النقدية غير التقليدية والتي هي عبارة عن إجراءات استثنائية تطبقها السلطات النقدية لمعالجة الأزمات وتستخدم هذه السياسة لتحقيق مجموعة من الأهداف كالرفع من كمية الأموال المتداولة في الاقتصاد والتأثير على نسب الفائدة وإزالة عوائق السيولة، كما أنها تعتبر بمثابة المنقذ الوحيد للخروج من هذه الأزمات وذلك من خلال تبني مجموعة من الأدوات المتمثلة في التيسير الكمي، معدلات الفائدة الصفرية ومعدلات الفائدة السالبة، وكل هذه الأدوات أثبتت فعاليتها في الحد من تداعيات الأزمة كما أن لها آثار على الدول المتقدمة والنامية على حد سواء والخروج من السياسة النقدية غير التقليدية يعتمد على تعافي الاقتصاد ويكون الخروج بالإلغاء التدريجي لكل هذه السياسات ووقف العمل بها في نهاية المطاف.



الفصل الثالث

إستعراض تجارب دولية في اعتماد السياسة النقدية غير التقليدية



تمهيد:

بعد انفجار الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، توالى إقبال العديد من الدول على اعتماد سياسة جديدة عوضت الأدوات التقليدية التي بينت محدوديتها في معالجة هذه الأزمة، ويعتبر النموذج الأمريكي من أهم التجارب الناجحة في تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، ذلك نظرا لإقتراب مؤشرات الاقتصاد الأمريكي من تحقيق المستويات التي سجلت قبل الأزمة المالية، أما بالنسبة للتجربة اليابانية فقد كانت السباقة إلى تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية من خلال تطبيق برامج التيسير الكمي خلال الفترة (2001-2006)، ولم يقتصر تطبيق هذه الآلية على الدول المتقدمة فقط، إذ أعلنت بعض الدول النامية تبنيها لهذا الأسلوب وعلى رأسها الجزائر، فقد طبقت آليات برامج التيسير الكمي كحل استعجالي لأزمة ضعف الموارد المالية في ظل انخفاض أسعار المحروقات، وذلك لضمان استمرارية في تمويل تنميتها الاقتصادية وهو ما يعرف في الفكر الاقتصادي بالتمويل غير التقليدي. وسنحاول في هذا الفصل التطرق إلى الإطار التطبيقي لإستخدام أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وذلك من خلال تقسيمه إلى ثلاثة مباحث أساسية:

المبحث الأول: إستعمال أدوات السياسة النقدية غير التقليدية -تجارب بعض الدول- .

المبحث الثاني: سياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر.

المبحث الثالث: تجربة الجزائر في تطبيق آلية التيسير الكمي.

المبحث الأول: الإطار التطبيقي لاستخدام أدوات السياسة النقدية غير التقليدية (تجارب بعض الدول).

لجأت العديد من الدول المتقدمة إلى تطبيق آلية التيسير الكمي في الأوقات التي كانت تعاني فيها من أزمات اقتصادية أو مالية، وعلى رأس هذه الدول اليابان، الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي. وبالرغم من اختلاف الأسباب والأهداف الوسيطة وراء تطبيق هذه الآلية في كل دولة، إلا أنها تصبو إلى نفس الهدف النهائي ألا وهو مواجهة حالة الانكماش في اقتصادياتها. وسنحاول فيما يلي عرض تجارب هذه الدول مع الإشارة إلى أهم النتائج التي أسفرت عن تطبيقها.

المطلب الأول: تطبيق سياسة التيسير الكمي.

إن تطبيق سياسة التيسير الكمي يكون أساساً حسب حالة اقتصاد البلد، علماً أن اليابان كانت السبّاقة في تطبيقها سنة 1999، وانتشر تطبيقها في مختلف بلدان العالم كالولايات المتحدة الأمريكية ودول الاتحاد الأوروبي وحتى بعض الدول العربية إثر أزمة الرهن العقاري 2008 التي هزت الاقتصاد العالمي.

1- عرض تجربة التيسير الكمي في اليابان:

في الفترة بين عامي 1990 و1991، شهد الاقتصاد الياباني انهياراً عاماً في مستوى الأسعار بعد انفجار فقاعة أسعار السندات. ونتيجة لذلك، تعرض الاقتصاد الياباني لركود. وفي عام 1995، قامت الحكومة اليابانية بتخفيض معدل الفائدة إلى 0.15%، وهي بداية ما يسمى بسياسة سعر الفائدة الصفرية¹، واتخذت إجراءات توسعية داخل إطار السياسة النقدية والمالية، ولجأت إلى تبني سياسة التيسير الكمي نظراً لاستمرار انخفاض أسعار السلع الاستهلاكية وضعف النظام المصرفي، والتهديد المحتمل لتجدد الركود عقب انهيار فقاعة تكنولوجيا المعلومات العالمية في عام 2001.²

1-1- إجراءات تطبيق برنامج التيسير الكمي في اليابان:

في مارس 2001، بدأت عمليات التيسير الكمي في اليابان عن طريق استخدام أداة رصد الحسابات الجارية في البنك المركزي، حيث قام البنك المركزي الياباني "BoJ" بتزويد المصارف التجارية بكميات كبيرة من السيولة الفائضة، بهدف تشجيع الإقراض الخاص وتعزيز النمو الاقتصادي. بدأ تطبيق سياسة التيسير الكمي بمبلغ

¹ Takatoshi Ito, Frederic S. Mishkin, "Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem", Monetary Policy under Very Low Inflation in the Pacific Rim, NBER-EASE, Volume 15, University of Chicago Press, 2006, p143

² صاري علي، مرجع سبق ذكره، ص 169.

- يصل إلى 5 تريليون ين، وارتفع إلى ما بين 30 و35 تريليون ين بحلول عام 2004. وفي الفترة بين عامي 2002 و2004، شهد مؤشر البنك الياباني انخفاضاً بنسبة 28٪، وبفضل زيادة السيولة في الاقتصاد ارتفع المؤشر بما يقرب من 20٪ بحلول مارس 2006. وقام البنك المركزي الياباني بتطبيق سياسة التيسير الكمي بالخطوات التالية:¹
- ✓ زيادة رصيد الحساب الجاري للبنك التجاري من 5 ترليون ين إلى 35 تريليون ين (حوالي 300 مليار دولار أمريكي) على مدى فترة أربع سنوات (مارس 2001-2004)؛
 - ✓ أعلن بنك اليابان أنه سيقوم بشراء أصول طويلة الأجل بقيمة 5 تريليون ين (60 مليار دولار أمريكي) في أوائل أكتوبر 2011؛
 - ✓ وسع البنك المركزي الياباني برنامج شراء الأصول بمقدار 5 تريليون ين إلى ما مجموعه 55 تريليون ين في أكتوبر 2011؛
 - ✓ سنة 2013 ضخ بنك اليابان 80 تريليون ين حيث سجل الاقتصاد نمواً بلغ 1.5٪.

1-2- نتائج تطبيق سياسة التيسير الكمي في اليابان: ²

- ✓ خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل كما ساعدت المصارف الأضعف على الصمود وقت الصدمات المالية؛
- ✓ أسهمت في استقرار النظام المصرفي من خلال خفض تأثير الأصول غير الجيدة أو المشكوك في تحصيلها في النظام المصرفي، وذلك من خلال رفع كميات السيولة فوق المستويات المطلوبة؛
- ✓ كما أسهمت في إزالة مخاوف التمويل المستقبلية لدى الأفراد والشركات مما شجع عمليات الاستهلاك والاستثمار.

أما أهم مساوئها فهو أنها أخرت التصحيح الهيكلي اللازم اتخاذه لإنقاذ الاقتصاد الياباني. وقد انتقدت اليابان لأنها لجأت للتيسير الكمي قبل التوسع المالي، وهذا ما أخر وقلل من تأثير السياسات النقدية، كما أن طبيعة الاقتصاد الياباني المعتمد على الصادرات كمحرك للاقتصاد قللت من تأثير التيسير الكمي.

2- عرض تجربة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية:

بعد الأزمة المالية العالمية في 2008 والتي تسببت في انكماش الاقتصاد الأمريكي وزيادة معدلات البطالة وتراجع الإنفاق، أصبحت التيسير الكمي هو الحل الوحيد للخروج من هذه الأزمة. وتم تنفيذ آلية التيسير الكمي

¹ عبد القادر مطاي، فتيحة راشدي، سياسة التيسير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات تجربة كل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية، مجلة رؤى الاقتصادية، العدد 11، جامعة الشهيد حمه لخضر-الوادي، الجزائر، ديسمبر 2016، ص ص 17-18.

² سعود بن هاشم جليدان، "تجربة التيسير الكمي اليابانية في الميزان"، 22 / 12 / 2010، متوفر على <http://www.aleqt.com> تاريخ الإطلاع 2023/04/13.

من خلال برنامج شراء السندات، الذي يهدف إلى التأثير على معدل الفائدة وزيادة الطلب على أنواع محددة من الاستثمارات. وبذلك، يتم تحفيز النشاط الاقتصادي وخفض معدلات البطالة وتعزيز النمو الاقتصادي.¹

1-2 إجراءات تطبيق التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية: تم تطبيق التيسير الكمي في الولايات المتحدة وفق ثلاث مراحل:²

- المرحلة الأولى: بدأت سياسة التيسير الكمي في أمريكا في نوفمبر 2008 لأغراض مالية، واستمرت لمدة 17 شهرا خلال هذه الفترة اشترى البنك الاحتياطي الفيدرالي ديون الهيئات الحكومية "فاني ماي" و "فريدي ماك" والأوراق المالية المدفوعة بالرهن العقاري "MBS" والسندات الحكومية طويلة الأجل بهدف إزالة الأصول ذات الجودة المنخفضة من النظام المالي وتشجيع الإقراض في الاقتصاد؛
- المرحلة الثانية: في نوفمبر 2010 أعلن ال **Fed** بدء الموجة الثانية من التيسير الكمي والتي استمرت حتى يونيو 2011 واصل البنك في هذه المرحلة عملية شراء الأصول التي بدأت في المرحلة الأولى؛
- المرحلة الثالثة: في مارس 2012 أطلق **Fed** موجة ثالثة من التيسير الكمي لشراء سندات بقيمة 85 مليار دولار شهريا، وقد اختلفت عن المرحلة (1) والمرحلة (2) من حيث أنها لم تكن محددة بحد أقصى لعمليات الشراء. وفي أكتوبر 2014 تم الإعلان عن وقف برنامج التيسير الكمي في الولايات المتحدة تمهيدا لعكس اتجاه السياسة النقدية التوسعية أي إعادة بيع السندات التي تم شراؤها في إطار برامج التيسير الكمي.

¹ زيوان سامية، تقييم سياسة التيسير الكمي بين الدول المتقدمة والدول النامية بالإشارة إلى حالة الجزائر 2001-2018، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر علوم التيسير، تخصص إدارة مالية، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، الجزائر، 2018-2019، ص 77.

² حسين طيوب، فريد بن عبيد، إكرام حجاب، التيسير الكمي كأداة للسياسة النقدية غير التقليدية " حالة الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا"، مجلة أبحاث اقتصادي معاصرة، الجزائر 2020/04/23، ص 40.

الجدول رقم (02) برامج التيسير الكمي التي قام بها الاحتياطي الفيدرالي.

البرامج	القيمة	التاريخ	المدة	معلومات إضافية
QE ₁	600	نوفمبر 2008		لشراء سندات الرهن العقاري
	1750	مارس 2009	17 شهر	200 منها لشراء سندات المؤسسات العقارية و 300 منها لشراء سندات الخزينة طويلة الأجل.
QE ₂	600	نوفمبر 2010	7 أشهر	لشراء سندات الخزينة طويلة الأجل
QE ₃	85 شهريا	سبتمبر 2012		40 مليار لشراء سندات الرهن العقاري و 45 مليار لشراء سندات الخزينة الأمريكية

المصدر: سامية زيوان، مرجع سبق ذكره، ص 78.

2-2 نتائج تطبيق التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية: يمكن تلخيص أهم نتائج تطبيق التيسير الكمي في الولايات المتحدة في النقاط التالية:¹

- تسببت عمليات شراء الأصول في خفض معدلات الفائدة على المدى المتوسط والطويل، ولكن دراسات أشارت إلى أن هذا التأثير سيكون قصير المدى. وعلاوة على ذلك، أدت حاجة المستثمرين للعائدات إلى زيادة قيمة الأسهم الأمريكية بنسبة تزيد عن 190% منذ مارس 2009؛
- تمكَّنت إجراءات التيسير الكمي من تحفيز الاستثمار في الشركات، وذلك بفضل تخفيض معدلات الفائدة على المدى المتوسط والطويل. وقد ساهم ذلك في رفع معدلات النمو بشكل تدريجي لتصل إلى 2.4% في عام 2015، كما تمكَّنت من تخفيض معدلات البطالة، حيث بلغت ذروتها في أكتوبر 2009 بمعدل 10%، ولكنها تراجعت إلى 5.9% في عام 2017. كما حقَّق البنك المركزي أرباحًا ضخمة من بيع الأصول التي اشتراها سابقًا، وتمكَّنت إجراءات التيسير الكمي أيضًا من تخفيض قيمة الدولار، ما ساهم في انتعاش الصادرات الأمريكية؛

¹ زيوان سامية، مرجع سبق ذكره، ص 79.

- تأثر الاقتصاد العالمي بإجراءات التيسير الكمي في الولايات المتحدة بشكل واضح، حيث أدى انخفاض قيمة الدولار إلى ارتفاع قيمة عملات بعض الدول مثل الصين واليابان، مما أدى في نهاية المطاف إلى زيادة صادراتهما. كما أدى تدفق رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة بحثاً عن عوائد أعلى إلى انخفاض قيمة عملات هذه الدول مثل البرازيل وتركيا والهند وجنوب أفريقيا، مما أدى إلى ارتفاع تكلفة الواردات وتقليص قيمة العملات المحلية لديهم، وتأثير ذلك امتد إلى الاقتصاد العالمي بشكل عام.

ومن خلال ما سبق يمكن القول بأن الاقتصاد الأمريكي استخدم سياسة التيسير الكمي بنجاح في التغلب على الأزمة الاقتصادية العالمية، حيث شهد الاقتصاد تحسناً كبيراً في مؤشرات الأداء الاقتصادي مثل النمو الاقتصادي وتراجع معدلات البطالة، بالإضافة إلى تحفيز الشركات على الاستثمار وتراجع قيمة الدولار مما ساهم في ارتفاع الصادرات الأمريكية. على الرغم من ذلك، لا يزال معدل التضخم أقل من المستويات المستهدفة، ولكن يمكن القول بأن الاقتصاد الأمريكي تمكن من الخروج من الأزمة بنجاح باستخدام سياسات مناسبة.

المطلب الثاني تطبيق سياسة أسعار الفائدة الصفرية.

تعتمد البنوك المركزية سياسة أسعار الفائدة الصفرية في حالة الأزمات بهدف تسهيل الوصول إلى الائتمان للأفراد، حيث يتأثر الطلب على القروض بشكل عكسي بارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة على الإقراض، حيث يقل الطلب على القروض في حال ارتفاع الفائدة والعكس صحيح. لذا، تسعى البنوك المركزية إلى تشجيع الاقتراض ودعم الاقتصاد عن طريق توفير أسعار فائدة منخفضة، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على القروض.

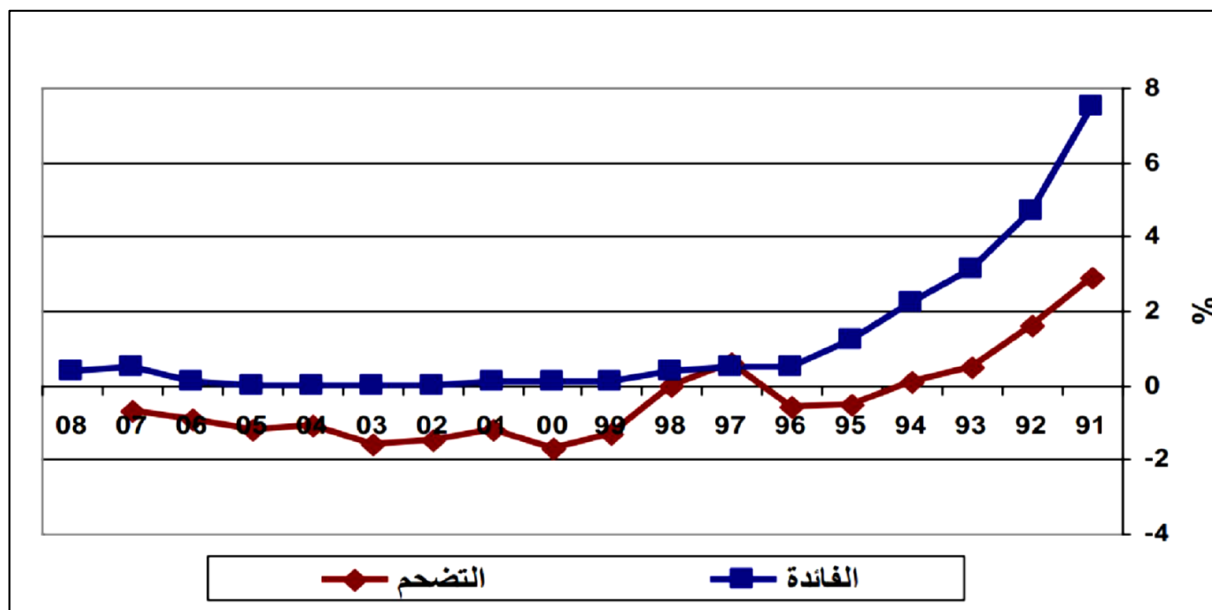
بالإضافة إلى ذلك، تؤثر سياسة أسعار الفائدة الصفرية على أسعار صرف العملات في الأسواق الدولية. فعندما يتم تخفيض أسعار الفائدة، يزيد التدفق من العملة المحلية للعملات الأخرى، مما يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة المحلية مقابل العملات الأخرى. وبالتالي، يتم تحفيز الصادرات وتحسين تنافسية البضائع المحلية في الأسواق العالمية.¹

1- تجربة سياسة أسعار الفائدة الصفرية في اليابان:² باستخدام تدابير التيسير النقدي، حاول البنك المركزي الياباني تعزيز النشاط الاقتصادي ودعم القطاعات المتأثرة سلباً بالركود. وتضمنت هذه السياسة تخفيض معدل الفائدة الأساسي لتحفيز الاقتراض وتشجيع النمو الاقتصادي وكان هذا بهدف تحفيز الاستثمار وخلق فرص عمل جديدة، وبالتالي تفادي حدوث تراجع اقتصادي كبير واستقرار الاقتصاد الياباني.

¹ إيمان قاضي، هاجر دغّة، استخدام السياسة النقدية غير التقليدية في الدول المتقدمة عرض تجربة الجزائر، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة محمد بوضياف بالمسيلة، الجزائر، 2020، ص 38.

² بشيري واثم ياسمين، مرجع سبق ذكره، ص 54.

الشكل رقم (04): معدل الفائدة الرسمي لليابان خلال الفترة (1991-2008)



المصدر: أحمد بلواني، عبد الرزاق بلعباس، مرجع سبق ذكره، صفحة 19

بعد فترة من التضخم العالي والركود الاقتصادي، قرر البنك المركزي الياباني تخفيض معدل الفائدة الأساسي تدريجياً بهدف إنعاش الاقتصاد وتحفيز النمو الاقتصادي. وقد تم تحقيق ذلك من خلال تخفيض معدل الفائدة إلى الصفر في السنوات الأولى من الألفية الجديدة، لكن بعد استعادة اليابان استقرارها المالي تم رفع معدل الفائدة تدريجياً ليصل إلى 0.25% في عام 2006. ومع ذلك، فشلت سياسة أسعار الفائدة الصفرية في الحد من تداعيات أزمة الرهن العقاري التي هزت الاقتصاد الياباني في عامي 2007 و2008.

2- تجربة سياسة أسعار الفائدة الصفرية في الولايات المتحدة الأمريكية: مع بروز أعراض الأزمة العالمية وتدهور الأسواق المالية، تدخلت البنوك المركزية الكبرى حول العالم للتصدي لتأثيرات الأزمة ومواجهة تحدياتها. ومن بين هذه البنوك يبرز البنك المركزي الأمريكي الفيدرالي الذي قام بخفض معدلات الفائدة بهدف تعزيز النمو الاقتصادي العالمي ودعم الاقتصادات المتأثرة.

خلال بداية الأزمة في سبتمبر 2007، قام البنك المركزي الأمريكي، الفيدرالي، بتنفيذ سلسلة من تخفيضات أسعار الفائدة بشكل سريع ومنتالي، حيث تم بدء التخفيض من مستوى 5.25%، وتوالى عمليات التخفيض حتى وصلت الفائدة في أكتوبر 2008 إلى 1.04%. وفي ديسمبر 2008، تم تحديد سعر الفائدة في نطاق بين 0.25% و0%، وذلك كجزء من الإجراءات التي اتخذها البنك المركزي لتعزيز النمو الاقتصادي ودعم الاقتصاد خلال فترة الأزمة.

باستخدام سياسة خفض أسعار الفائدة، يهدف البنك المركزي الأمريكي إلى تعزيز الاستثمار والإنفاق في الاقتصاد فيتوقع أن تقل تكلفة الاقتراض بفضل تخفيض أسعار الفائدة، مما يشجع الشركات والأفراد على زيادة الإنفاق والاستثمار، والذي يساهم بدوره في تحفيز النشاط الاقتصادي وتعزيز النمو الاقتصادي خلال فترة الأزمة. وتهدف هذه السياسة أيضًا إلى توفير سيولة إضافية في الاقتصاد، مما يعزز التدفق المالي ويخفف من توترات السوق المالية.¹

ومنذ جويلية 2014 بدأ الحديث عن توقيت رفع قيمة الفائدة، وفي سبتمبر 2015 عاد الحديث عن رفع معدلات الفائدة كما أشارت أغلب التوقعات في ذلك الوقت، أبقى البنك الاحتياطي الفيدرالي سعر الفائدة الرسمي عند مستوياته التي كانت عندها منذ سبع سنوات والقريبة من الصفر 0,75% وذلك لعدة أسباب نذكر منها:²

- لم يكن الاقتصاد الأمريكي قويًا بما يكفي لتحمل زيادة تكلفة الاقتراض، وترتبط الاقتدار بالاقتصاد بشكل وثيق. وبما أن النمو الاقتصادي كان مستقرًا بدرجة محدودة، اعتبر البنك الوقت غير مناسب لرفع أسعار الفائدة؛
- تعتبر الحكومة الفيدرالية الأمريكية أحد أكبر المقترضين، وكان من المتوقع أن تتأثر بشكل سلبي بزيادة تكلفة الاقتراض، ومن خلال الحفاظ على أسعار الفائدة منخفضة، نجح البنك الاحتياطي في تخفيض تكلفة الاقتراض ودعم الحكومة الفيدرالية في السنوات السبع الماضية؛
- تراجعت مستويات التضخم بشكل رئيسي بسبب انخفاض أسعار النفط والطاقة، إضافة إلى ارتفاع أسعار صرف الدولار. ونتيجة لهذا التراجع في معدلات التضخم العالمية، قرر بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي الاستمرار في الحفاظ على أسعار الفائدة ثابتة؛
- تعاني الأسواق المالية العالمية من ضعف ملحوظ، حيث تراجعت أسواق الأسهم وأسواق السلع بشكل قوي خلال الفترة الأخيرة على الرغم من بعض المحاولات للارتفاع، إلا أن الضغط وفقدان الثقة ما زالا يؤثران بشكل عام على الأسواق، سواء الناشئة أو المتقدمة. ويلاحظ أن هناك علاقة عكسية بين نشاط الأسواق المالية ومستويات أسعار الفائدة، فكلما ارتفعت أسعار الفائدة تراجعت الأسواق المالية نتيجة تحوّل المستثمرين من السوق المالية (الأسهم والسندات وغيرها) إلى الأسواق المصرفية والنقدية ومن هذا المنطلق، اتخذ بنك الاحتياطي الفيدرالي قرارًا بعدم رفع أسعار الفائدة في ضوء الظروف الحالية.

¹ سلوى بن الزغدة، نسمة محداب، مرجع سبق ذكره، ص 88.

² المرجع نفسه، ص ص 89-90.

في ديسمبر 2015، قرر البنك الاحتياطي الفيدرالي رفع أسعار الفائدة بمقدار 0.25%، وهذه هي أول زيادة للفائدة منذ عام 2006. وبالتالي ارتفعت تكلفة الاقتراض بين البنوك إلى نطاق يتراوح بين 0.25% و0.5%. وقد قام البنك الاحتياطي الفيدرالي بتعديل توقعاته للنمو الاقتصادي في نهاية عام 2016 من 2.3% إلى 2.4% ويعكس هذا التعديل رؤية البنك بأن رفع أسعار الفائدة لن يؤثر سلباً على النمو الاقتصادي، وأشار البنك إلى أن قراره جاء نتيجة زيادة الإنفاق الأسري واستثمارات الأعمال، إضافة إلى انخفاض معدل التضخم.

المطلب الثالث: تطبيق سياسة أسعار الفائدة السالبة.

تعتبر الحكومة السويسرية أول من طبقت سياسة أسعار الفائدة السالبة على اقتصاداتها في أوائل السبعينات حيث ظهرت آثار هذه الأخيرة على اقتصاداتها، كما اتبعتها مجموعة من الدول الأخرى والتي سنحاول إنجازها كما يلي:

1- التجربة السويسرية: فيما يتعلق بالسياسة النقدية في سويسرا، كانت الحكومة السويسرية هي أول من اتخذت سياسة أسعار الفائدة السالبة، وذلك بهدف تخفيض قيمة الفرنك السويسري، الذي أصبح ملجأً آمناً يلجأ إليه الكثيرون من المستثمرين نظراً للتضخم المرتفع في مختلف أنحاء العالم. وفي بداية عام 2015، عادت الحكومة السويسرية لتبني هذه السياسة مرة أخرى من خلال خفض معدل الفائدة على الاحتياطات البنكية. حيث تم خفضها من 0.5% إلى 0.25% في ديسمبر 2014، ثم إلى 0.75% في يناير 2015. يوضح الجدول التالي تطور هذه التحركات:¹

الجدول رقم (03) تطورات أسعار الفائدة السالبة في البنك المركزي السويسري

البنك المركزي	التاريخ	المعدل	السياسة التكميلية
البنك الوطني السويسري	ديسمبر 2014	-0.25	تحجيم الطلب الكبير على
	جانفي 2015	-0.75	الفرنك السويسري

المصدر: علالو عبد الصمد، بوملاح أسامة، الإتجاهات الحديثة لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمة الاقتصادية -دراسة تجربة التيسير الكمي وأسعار الفائدة السالبة، مذكرة مقدمة ضمن شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية، جامعة أكلي مهند أولحاج-البويرة، الجزائر، 2017، ص 83.

2- التجربة اليابانية: في جانفي 2016، قرر بنك اليابان اتخاذ إجراء جديد بتبني أسعار الفائدة السالبة للمرة الأولى في تاريخه، وأعلن البنك أنه سيفرض فائدة سلبية بنسبة 0.1% على الاحتياطات التي تُودَع فيه من قِبَل

¹ خليل عبد القادر، بن عروس رضوان، سياسة أسعار الفائدة السالبة كاتجاه حديث لإدارة السياسة النقدية -دراسة تجارب بعض الدول-، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، العدد 01، جامعة المدية، الجزائر، 2018، ص 129.

المؤسسات المالية. تم اتخاذ هذا الإجراء من قبل البنك اليابان لمواجهة التحديات الاقتصادية المتدهورة التي كانت تواجهها البلاد في ذلك الوقت. هدفه كان تحفيز النمو الاقتصادي ومكافحة التضخم المنخفض من خلال تحفيز الإنفاق وتشجيع القروض.¹

والجدول الموالي يوضح تطورات أسعار الفائدة السالبة في البنك المركزي الياباني:

الجدول رقم (04): تطورات أسعار الفائدة السالبة في البنك المركزي الياباني.

الهدف	المعدل	التاريخ	البنك المركزي
تحفيز النمو والخروج من الأوضاع الاقتصادية المتدهورة	0.1%-	بداية 2016	بنك اليابان

المصدر: إيمان قاضي، هاجر دغة، مرجع سبق ذكره، ص43.

وبعد اعتماد سياسة أسعار الفائدة السالبة من قبل بنك اليابان، تمكنت اليابان بالفعل من إحياء الاستهلاك ورفع معدل النمو الاقتصادي، فقد ارتفع معدل النمو من 0.9% في عام 2016 إلى 1.7% في عام 2017. كما شهد معدل التضخم ارتفاعاً نحو 0.7%، وتعد هذه المؤشرات الإيجابية تحسناً كبيراً للاقتصاد الياباني الذي كان يعاني من فترة طويلة من التباطؤ الاقتصادي بالإضافة إلى أن هذه السياسة قد ساهمت في تفادي انكماش الأسعار الذي كان يشكل تهديداً للاقتصاد الياباني.²

3- التجربة الأوروبية: في عام 2014، قام البنك المركزي الأوروبي (ECB) بتبني سياسة الفائدة السالبة لمنع منطقة اليورو من الانكماش الاقتصادي فقد وضع البنك معدل فائدة سالب على إيداعات البنوك التجارية بقيمة تبلغ 0.1% في جوان 2014، ثم خفض هذا المعدل إلى 0.2% في سبتمبر 2014، يهدف البنك المركزي الأوروبي من هذه السياسة إلى زيادة معدل التضخم في المنطقة، نتيجة لتراجع الأسعار بسبب تراجع الطلب الاستهلاكي وتراجع المعروض السلعي. وبالتالي، يهدف البنك إلى تحفيز البنوك التجارية على منح قروض للعملاء بدلاً من إيداع الأموال لديها في البنك المركزي، وبواسطة تبني معدل الفائدة السالبة يأمل البنك المركزي الأوروبي في تحفيز النشاط الاقتصادي وتعزيز الإقراض، مما يدعم النمو الاقتصادي في المنطقة ويعزز استقرار الأسعار.³

والجدول الموالي يوضح تطورات أسعار الفائدة السالبة في البنك المركزي الأوروبي:

¹ عبد الصمد علالو، أسامة بوملاح، مرجع سبق ذكره، ص 83.

² حسن الحاج، التغير في أسعار الفائدة وأثرها على حركة الاقتصاد، ملتقى اتحاد شركات الاستثمار، سبتمبر 2018، ص 17-18.

³ عبد القادر خليل، رضوان بن عروس، مرجع سبق ذكره، ص 17-18.

الجدول رقم(05): تطورات أسعار الفائدة السالبة في البنك المركزي الأوروبي.

البنك المركزي	التاريخ	المعدل	السياسة التكميلية المعلن عنها
البنك المركزي الأوروبي	جوان 2014	-0.1%	إضعاف قيمة الأورو بالنسبة
	سبتمبر 2014	-0.2%	لعملات العالم الأخرى بالإضافة
	ديسمبر 2015	-0.3%	إلى إجبار البنوك غير الراغبة في
	مارس 2016	-0.4%	مد خطوط ائتمان في الاقتصاد الأوروبي على القيام بذلك حتى تتجنب أن تدفع فائدة على الأموال التي لا تقرضها.

المصدر: عبد القادر خليل، رضوان بن عروس، مرجع سبق ذكره، ص 126.

4- التجربة الدانماركية: في ظل أزمة الديون الأوروبية، قررت الدنمارك اتخاذ سياسة نقدية غير تقليدية لمواجهة التحديات الاقتصادية، حيث قام مجلس المحافظين في الدنمارك بتبني سياسة أسعار الفائدة السالبة في (جوان 2012)، وذلك لمنع تباطؤ النمو الاقتصادي في البلاد، وكان الهدف من استخدام الفائدة السالبة في الدنمارك هو ردع تدفقات رأس المال السريعة التي تبحث عن الفوائد السريعة، والمعروفة بـ "Hot money" فقام البنك المركزي الدنماركي بالتدخل في سوق الصرف الأجنبي بكميات كبيرة لوقف تدفق رأس المال، بالإضافة إلى خفض أسعار الفائدة.

وعلى سبيل المثال، فرض بنك "Jyske"، ثاني أكبر بنك في الدنمارك، فائدة سالبة بنسبة 0.6% على الودائع التي تزيد عن 7.5 مليون كرونة دنماركية. كما فرض نسبة 0.75% على جميع الودائع من عملاء محترفين، خاصة تلك التي تزيد عن 750000 كرونة.

هذه الإجراءات تهدف إلى تشجيع الاستثمار المحلي وتقليل تأثير تدفقات رأس المال السريعة على

الاقتصاد الدنماركي، وتعزيز الاستقرار المالي في البلاد.¹

ويمكن توضيح تطورات معدلات الفائدة السالبة المطبقة من طرف البنك المركزي الدنماركي في الجدول التالي:

¹ بشيري واثام ياسمين، مرجع سبق ذكره، ص 69.

الجدول رقم (06): معدلات الفائدة السالبة المطبقة من طرف البنك المركزي الدنماركي.

الهدف من الإجراء	التاريخ	المعدل	البنك المركزي
الهدف من هذا الإجراء	جويلية 2012	%-0.20	البنك المركزي الدنماركي
هو تجميد عمليات	جوان 2013	%-0.10	
إصدار سندات جديدة	سبتمبر 2014	%-0.05	
	19 جانفي 2015	%-0.20	
	29 جانفي 2015	%-0.50	
	فيفري 2015	%-0.75	

Source: Harriet Jackson, **the international experience with negative policy rate**, Canadian economic analysis department, bank of Canada, Canada 2015, p 03.

المبحث الثاني: سياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر.

في ظل تفاقم أزمة إنحيار أسعار النفط وتزايد ضغوطاتها على الخزينة العمومية النفطية الأخرى، تأثر الإقتصاد الجزائري مثله مثل الإقتصاديات النفطية الأخرى، فالإقتصاد الجزائري الذي يعد قطاع المحروقات المصدر الرئيسي لإيراداته العامة، مما أدى ظهور دائم للاختلالات في مؤشرات الإقتصاد الكلي، ولضمان إستمرارية تمويل التنمية الاقتصادية والإستثمار الحكومي، لجأت الجزائر على أساسها لتطبيق التمويل غير التقليدي. وسنحاول في هذا المبحث التطرق إلى التمويل غير التقليدي في الجزائر، ومن أجل الإلمام بجوانب المبحث فسننتظر في المطلب الأول إلى مفهوم التمويل غير التقليدي في الجزائر، أما المطلب الثاني سنتحدث فيه على أسباب اللجوء للتمويل غير التقليدي، وفي المطلب الأخير سنتناول فيه التحديات الاقتصادية لتطبيق التمويل غير التقليدي في الجزائر وأهم البدائل المقترحة.

المطلب الأول: ماهية التمويل غير التقليدي في الجزائر.

عرفت الجزائر اهتماما متزايدا بالسياسة النقدية وهو ما تجلّى في التشريعات المتعاقبة منذ الاستقلال، ومن أهم هذه التشريعات التي كانت خلال الفترة (1990-2017)، هذه الأخيرة التي كان فيها الاتجاه إلى سياسة التمويل غير التقليدي.

1- التأطير التشريعي للتمويل غير التقليدي في الجزائر: أقر قانون النقد والقرض في تعديله لسنة 2017 شراء السندات المالية التي تصدرها الخزينة العمومية، وعدل القانون المادة 45 مكرر من الأمر رقم 11/03 المتضمن المشروع التمهيدي للقانون المتعلق بالنقد والقرض،¹ حيث تنص على أنه "يقوم بنك الجزائر بشكل استثنائي ولمدة خمس سنوات بشراء السندات المالية المصدرة من قبل الخزينة العمومية مباشرة، مما يسمح بزيادة طباعة النقد ورفع الحد الأدنى للإقراض بين الخزينة العمومية والبنك المركزي بنسبة تصل إلى 10%، ويهدف هذا الإجراء إلى تلبية احتياجات التمويل الحكومية، بما في ذلك تمويل الدين العام الداخلي وتمويل الصندوق الوطني للاستثمار".² وحسب ما جاء في نص قانون 10/17 فتطبيق سياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر يقوم على الأسس التالية:³

¹ الجريدة الرسمية، القانون 10/17 المتمم والمعدل للأمر 11/03، العدد 57، الصادر بتاريخ 2017/10/11، الجزائر، ص 04.

² عائشة بوزراع، مرجع سبق ذكره، ص 37-38.

³ أنفال نسيب، التحديات والإصلاحات المصاحبة لسياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الاعمال، المجلد 05، العدد 01، جامعة محمد خيضر-بسكرة، الجزائر، 2019، ص ص 18-19.

- سياسة إستثنائية ومحددة بفترة 5 سنوات: إن هذه السياسة جاءت كحلول مكملة من أجل التصحيح تحت شروط محددة وليس كحلول أساسية من أجل الضبط، نظرا لضغوط الأزمة النفطية البترولية على مداخل الدولة الجزائرية 2014، حيث تم تحديد فترة إعتقاد سياسة التمويل غير التقليدي بـ 5 سنوات إلى تدارك العجز في ميزانية الخزينة العمومية مما يتطلب اصلاح جذري للمنظومة الجبائية.
- شراء سندات الخزينة العمومية بطريقة مباشرة قبل قانون 10/17 يقوم بنك الجزائر بشراء سندات الخزينة العمومية بقيمة محددة بـ 10 % من الإيرادات العادية للدولة وتتم عملية البيع والشراء من خلال السوق بين البنوك. وبعد صدور قانون 10/17 أصبح بنك الجزائر يقوم بتمويل الخزينة العمومية مباشرة بشراء السندات التي تصدرها أي لا تتم العملية من خلال السوق ما بين البنوك علما أن قيمة السندات هي قيمة العجز التي تعاني منه الخزينة العمومية.
- سقف الإصدار النقدي: سقف الإصدار يتم وفق نظام التغطية بفوائض الذهب النقدي والعملات الأجنبية (القيمة الكلية للفائض لدى الدول المصدرة)، والبنك المركزي لا يقوم بتداولها محليا بل يحولها إلى عملة وطنية أي يتم إصدار مقابل نقدي محلي للفوائض المحققة، فقبل قانون 10/17 كانت الخزينة العمومية تطلب تسبيقات من بنك الجزائر لتغطية العجز في الميزانية العمومية في حالة تجاوز النفقات المستمرة الإيرادات المقطعة عبر الزمن، وتم تحديد سقف الإصدارات النقدية بقيمة 10 % من الإيرادات العادية للدولة للسنة الماضية على أن يكون استحقاق هذه التسبيقات خلال 240 يوم، وبعد صدور قانون 10/17 ضمينا في حدود الإصدارات النقدية من طرف بنك الجزائر لتمويل الخزينة العمومية، فسقف الإصدار أصبح غير محدد بقيمة العجز في الخزينة العمومية.
- 2- مفهوم التمويل غير التقليدي في الجزائر:** تعددت التعريفات فيما يتعلق بالتمويل غير التقليدي بحسب الزوايا التي ينظر منها وبناء على ذلك سنتعرف على التمويل غير التقليدي من جانبين جانب القانوني والجانب الاقتصادي.

2-1 التعريف القانوني: يمكن تعريف التمويل غير التقليدي من الناحية القانونية على أنه:¹

- التمويل غير التقليدي هو نهج حديث في إدارة المالية العامة، يتم تبنيه بشكل استثنائي من قبل الحكومة بهدف استعادة التوازن المالي العام دون التخلي عن المشاريع التنموية. يعتبر هذا النهج تحولاً في السياسة المالية

¹ إيمان قاضي، هاجر دغة، مرجع سبق ذكره، ص ص 44-46.

التقليدية ويشمل استراتيجيات وآليات جديدة للتمويل، مثل شراء السندات المالية من قبل البنك المركزي أو الاستعانة بالقروض الدولية أو التعاون مع القطاع الخاص في التمويل.

- التمويل غير التقليدي يشير إلى اتفاق يتم بموجبه قرض مبلغ مالي من قبل البنك الجزائر للدولة أو أحد إدارتها، على أن يتعهد المقترض بسداد فائدة سنوية على مدار خمس سنوات.
- التمويل غير التقليدي هو عملية توفير تمويل مباشر للخزينة العمومية من قبل بنك الجزائر، بهدف الحفاظ على ديناميكية التنمية الاقتصادية والاجتماعية. يهدف هذا النهج إلى تأمين التمويل اللازم لتمويل مشاريع التنمية والاستثمار وضمان استمرارية النمو الاقتصادي وتحقيق التنمية المستدامة في البلاد.

2-2 التعريف الاقتصادي: يعرف التمويل غير التقليدي من جانب الاقتصاد على أنه: ¹

- هو قضية تسيير اقتصادي لمدة 5 سنوات كأقصى حد ويخضع لمعطيات ودراسات اقتصادية معمقة لاختصاصيين وستتوجه السلطات العامة تدريجيا سنة بعد سنة للتقليص من قيمة هذا التمويل من قبل البنك المركزي، حتى تتمكن من مواصلة عقلنة نفقات التسيير للدولة وتغطية الجباية العادية.
- يقصد بالتمويل غير التقليدي حسب طرح السلطات الوطنية الاعتماد على التمويل من خلال قيام البنك المركزي بطباعة النقود بدون تغطية (تبعاً لتعديل قانون النقد والقرض) حيث يقوم البنك المركزي بإقراض الخزينة العمومية مباشرة من أجل تمويل عجز الميزانية العامة للدولة، تمويل الدين العمومي وأيضاً توفير موارد مالية للصندوق الوطني للاستثمار حسب المادة 45 مكرر.
- التمويل غير التقليدي يشير إلى تلك الأموال التي يفرضها الدولة وتتعهد بسدادها، بالإضافة إلى سداد فوائدها، وذلك وفقاً لشروط محددة.

مما تم طرحه من تعاريف للتمويل غير التقليدي في الجزائر نستنتج بأنه: "سياسة نقدية بديلة يتبناها البنك المركزي لتعزيز النشاط الاقتصادي الوطني عندما تصبح أدوات السياسة النقدية التقليدية غير فعالة. ويُعتبر هذا آخر ملجأ للبنك المركزي في محاولة لتحفيز النمو وتعزيز الاستقرار الاقتصادي، ويستخدم في حالات تعذر الاستجابة الكافية من خلال السياسة النقدية التقليدية."

¹ لعراي فاطمة، هيشر احمد التجاني، دور التمويل غير التقليدي في معالجة عجز الخزينة العمومية، مجلة المقرري للدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 04، العدد 02، المركز الجامعي افلو، الجزائر، 2020، ص 79.

الجدول رقم (07): الفرق بين التمويل التقليدي وغير التقليدي

الأسلوب التقليدي	الأسلوب غير التقليدي
- استقلالية البنك المركزي. - هدفه الأساسي هو استقرار الأسعار. - أدواته الكمية والنوعية. - الإصدار النقدي يكون بمقابل. - لا يؤثر على حجم ميزانية البنك المركزي. - سعر الفائدة يتحدد حسب قوى العرض والطلب. - لا يسمح للبنك المركزي بشراء سندات الخزينة إلا في سوق الثانوية ومن البنوك التجارية والمؤسسات المالية.	- التخلي عن استقلالية البنك المركزي. - هدفه الأساسي هو توفير السيولة لمعالجة الأزمات - أدواته: التيسير الكمي، أسعار الفائدة الصفرية، أسعار الفائدة السالبة. - الإصدار النقدي يكون دون مقابل. - يؤدي إلى ارتفاع في حجم ميزانية البنوك المركزية الناجمة عن إصدار النقدي والتيسير الكمي. - سعر الفائدة يكون سالب أو صفر، ويمكن للبنك المركزي شراء سندات الخزينة من السوق الأولية أي بدون وساطة مالية.

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على المعلومات السابقة.

3- خصائص التمويل غير التقليدي: تتمثل خصائص التمويل غير التقليدي في الجزائر في انه:¹

- مبلغ من المال: أي يكون نقدا ويدخل الى الخزينة العمومية عن طريق الحساب الجاري المفتوح لها في البنك المركزي باعتباره بنك الدولة.
- يتم بموجب عقد: بين المقترض (الخزينة العمومية) والمقرض (البنك المركزي) أو احدى المؤسسات المحلية أو الخارجية أو دولة أجنبية وهو الدائن الذي يتعهد بإقراض مبلغ من المال إلى المقترض والذي يتمثل في الدولة والتي تتعهد برد مبلغ القرض مضافا إليه الفوائد السنوية "علاقة دائنية".
- تفره الحكومة: تتضمن مخطط عمل الحكومة لسلسلة من الاجراءات عن طريق عصرنة إدارة المالية والقطاع البنكي وسوق المالية، وكذلك إجراء جديد يتمثل في اللجوء الاستثنائي للتمويل غير التقليدي الموجه حصريا لميزانية الاستثمار إذن فهو عملية سياسية.

¹ لعراي فاطمة، هيشر احمد التجاني، مرجع سبق ذكره، ص 79-80.

- إجراء مقنن: ويقصد به الصيغة التشريعية التي يتم التقرير بموجبها لهذا التمويل المباشر للخزينة العمومية والاذن الصريح للبرلمان من خلال تعديل قانون النقد والقرض 11 / 03 المؤرخ في 26 أوت 2003 وضمه لمادة وحيدة 45 مكرر وفق القانون رقم 10 / 17 المؤرخ في 11 / 10 / 2017.
 - إجراء استثنائي: فالتمويل بعد من الإيرادات الائتمانية فقد تحتاج إليه الدولة لتغطية نفقاتها المتزايدة بعد أن تكون قد استنفدت كافة إيراداتها العادية فهو مورد من موارد الدولة التي لا تتصف بالدورية والانتظام بل بعد مورد غير عادي تلجأ إليه الدولة بصفة استثنائية بحتة وكمرحلة انتقالية من أجل تغطية نفقات عادية.
 - محدد المدة: وفقا لأحكام المادة 45 مكرر 01 من قانون النقد والقرض المذكور أعلاه عملية التمويل غير التقليدي محددة بـ 5 سنوات.
 - إجراء هادف: يهدف خلال الخمس سنوات لغرض معين يحدده قانون إصداره المتمثل في الوصول للتوازنات المالية العامة سواء كان توازن الميزانية العامة للدولة أو ميزان المدفوعات وبالتالي هدفه تحقيق المصلحة العامة.
- المطلب الثاني: أسباب اللجوء للتمويل غير التقليدي في الجزائر.

تعود الأسباب التي دفعت الحكومة الجزائرية للجوء إلى سياسة التمويل غير التقليدي فيما يلي:

1- تطور رصيد الميزانية العامة في الجزائر خلال الفترة 2014-2018:

الجدول رقم (08): تطور رصيد الميزانية العامة في الجزائر للفترة 2014-2018.

سنوات التعيين	2014	2015	2016	2017	2018
مجموع الإيرادات	4218.18	4684.65	4747.65	5635.51	6714.25
مجموع النفقات	7656.16	8858.16	7984.10	6683.21	8627.77
رصيد الميزانية	-3437.98	-4173.51	-3236.45	-1047.7	-1913.52

المصدر: من اعداد الطالبتين بالإعتماد على تقارير وزارة المالية على الموقع الإلكتروني: <http://www.mf.gov.dz>، تاريخ

الإطلاع 2023/04/20.

نلاحظ من البيانات الواردة في الجدول أعلاه استمرار وجود عجز في الميزانية العامة للدولة خلال فترة الدراسة. ويعود العجز المسجل في عام 2015 إلى انخفاض عائدات الجباية البترولية. ومع ذلك، فإن انخفاض

العجز في عام 2016 إلى 3236.45 يرجع إلى تبني الحكومة إجراءات مثل رفع الضرائب على بعض السلع، مما أدى إلى زيادة الإيرادات العادية وتقليص النفقات العامة. ويعود الانخفاض المسجل في العجز الموازي في السنوات الأخيرة إلى دور صندوق ضبط الإيرادات في تغطية العجز، بالإضافة إلى تبني سياسة التمويل غير التقليدي.

2- صندوق ضبط الإيرادات:

الجدول رقم (09): تطور موارد صندوق ضبط الإيرادات خلال الفترة 2014-2018.

السنوات التعيين	2014	2015	2016	2017	2018
صندوق ضبط الإيرادات	7373.80	4960.35	2172.40	784.45	437.41
تمويل عجز الموازنة	2965.67	2886.50	1387.93	784.45	131.91
الرصيد المتبقي	4408.15	2073.84	784.45	0	305.50

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على تقارير المديرية العامة للإستشراف والسياسات، وزارة المالية، على الموقع الإلكتروني:

<http://www.dgpp-mf.gov.dz/index.php/retrospective>، تاريخ الإطلاع 20/04/2023.

من الجدول أعلاه، نستطيع ملاحظة استمرار تراجع موارد صندوق ضبط الإيرادات بشكل مستمر، وذلك بسبب انخفاض عائدات المحروقات التي تُعتبر المصدر الأساسي لتمويل الصندوق. فقد ساهم الصندوق في تمويل الميزانية العامة للدولة منذ عام 2015، ولكن موارده انخفضت بشكل ملحوظ في عام 2017 ووصلت إلى أدنى مستوياتها.

3- احتياطي الصرف:

الجدول رقم (10): تطور احتياطي سعر الصرف خلال الفترة 2014-2018.

السنوات	2014	2015	2016	2017	2018
احتياطي الصرف	178.94	144.13	114.14	97.33	79.88

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على النشرة الإحصائية الثلاثية لبنك الجزائر.

من خلال الجدول أعلاه، يتضح لنا أن هناك انخفاضاً مستمراً في احتياطات الصرف خلال فترة الدراسة، ويُعزى ذلك إلى الأوضاع التي شهدتها الجزائر خلال تلك الفترة. فقد تراجع احتياطي الصرف من 178.94 مليار دولار في عام 2014 إلى 144.13 مليار دولار في نهاية عام 2015، أي بانخفاض قدره حوالي 34.81 مليار دولار. وينبغي أن ندرك أن هذا التراجع المستمر في احتياطات الصرف سيضع الحكومة في مواجهة أزمة حقيقية في تغطية الواردات المتزايدة في السنوات المقبلة.

المطلب الثالث: التحديات المصاحبة لتطبيق التمويل غير التقليدي في الجزائر وأهم البدائل المقترحة.

إن تنفيذ سياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر ينطوي على تحديات ومخاطر كبيرة تتطلب إجراء إصلاحات هيكلية. فعلى الرغم من فوائد هذه السياسة، إلا أن تنفيذها يستلزم وجود بنية اقتصادية ومالية قوية، وهو ما يشكل تحدياً للاقتصاد الجزائري خاصة بعد الأزمة البترولية التي واجهتها البلاد في عام 2014.

1. التحديات المصاحبة لسياسة التمويل غير التقليدي: من بين أهم التحديات المصاحبة لسياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر نذكر منها:¹

- بعد الأزمة البترولية في عام 2014، قدم صندوق النقد الدولي بعض الاقتراحات، ومن بينها الترشيد في النفقات، وفرض ضرائب جديدة ومرتفعة، والتخلي التدريجي عن الدعم الاجتماعي، مع الحفاظ على استقلالية بنك الجزائر. ومن المؤكد أن هناك معارضة لتنفيذ هذه السياسة النقدية غير التقليدية، حيث يتوقع خبراء الصندوق الدولي أن ترتفع معدلات التضخم إلى أكثر من 10%، ويتسبب ذلك في فقدان استقلالية البنك المركزي، وتنجم عن ذلك تداعيات سلبية عديدة. بالإضافة إلى ذلك، توقع صندوق النقد الدولي أن تشهد الجزائر معدل نمو اقتصادي يبلغ حوالي 1.5% في عام 2018، مما يعكس رؤيته التشاؤمية تجاه هذا النوع من التمويل. ومع ذلك، يعتبر الاستقلال المالي للدولة أكثر أهمية من الاستقلال التنفيذي للبنك المركزي، وفقاً للمقاربة السيادية التي تعتمدها الجزائر في قراراتها الاقتصادية؛

- إن الدول التي اتبعت سياسات تمويل غير تقليدي مثل اليابان وبريطانيا والولايات المتحدة لديها عملات قوية واقتصادات قائمة على الإنتاج الوطني. ومع ذلك، فإنها لم تسلم من الأزمات، بما في ذلك أزمة الرهن العقاري. ووفقاً لبعض الخبراء والمحللين الاقتصاديين في الجزائر، فإن اعتماد هذه السياسة من خلال إصدارات جديدة سيؤدي إلى إنشاء كميات كبيرة من النقود "الوهمية"، مما يزيد الطلب على السلع ويؤدي إلى ارتفاع أسعارها. هذا بدوره يؤدي إلى تضخم أسعار البضائع وانخفاض قيمة الدينار، مما يشكل تحدياً للاقتصاد الجزائري في الوقت

¹ أنفال نسيب، مرجع سبق ذكره، ص ص 22-23.

الحالي. ونتيجة لذلك، تنشأ أزمة لدى الأفراد حيث أن كمية كبيرة من النقود تشتري كمية قليلة من السلع والبضائع. بالإضافة إلى ذلك، يمكن للأزمة أن تنتقل إلى المؤسسات بسبب التضخم، مما يجعلها غير قادرة على تحمل أعباء الأجور؛

- إن هذا الخيار يتعارض مع المبادئ الاقتصادية ويمثل هروباً إلى الأمام، ولن يحقق الحلول المطلوبة بل سيؤدي بالعكس إلى زيادة في المعروض النقدي، مما يؤدي إلى تفاقم التضخم وانخفاض قيمة العملة.

2. آثار التمويل غير التقليدي في الجزائر: يمثل التمويل غير تقليدي في الجزائر استخدام إجراءات تمويلية تشمل طباعة أوراق نقدية أو القيام بالإصدار النقدي بدون تغطية لسد عجز الميزانية وتمويل الدين العام المحلي ودعم موارد صندوق الاستثمار الوطني. ومن بين الإيجابيات المحتملة لهذا الإجراء:¹

■ توفير تغطية لعجز الميزانية الحكومية وتمويل الدين العام، مما يساهم في تفادي أزمات مالية قد تنجم عن تراكم الديون؛

■ تعزيز الموارد المالية لصندوق الاستثمار الوطني، مما يساهم في تنمية البنية التحتية وتحفيز الاستثمارات في البلاد،

■ توفير السيولة المالية اللازمة للقطاع العام والخاص، مما يساهم في استمرارية الأعمال وتعزيز النمو الاقتصادي؛

■ تجنب الاستدانة الخارجية وما تخلفه من تداعيات اقتصادية وسياسية.

وعلى الرغم من هذه الإيجابيات، يرى العديد من الخبراء الاقتصاديين أن هذا النوع من التمويل يمثل قبلة موقوتة قابلة للانفجار في أي وقت. يعود ذلك إلى عدم وجود قاعدة اقتصادية حقيقية، مما يعني أن الاعتماد المستمر على التمويل الغير تقليدي سيؤدي بالضرورة إلى انهيار قيمة العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية مما يؤدي إلى:²

■ تضرر المبادلات الخارجية؛

■ ارتفاع نسبة التضخم وبالتالي انخفاض القدرة الشرائية للمواطن مما يتسبب في توترات اجتماعية خطيرة؛

■ ارتفاع تكاليف المشاريع المستقبلية خلق بيئة غير مناسبة للاستثمار الخاص والأجنبي تدهور التصنيف الائتماني للدين السيادي وصعوبة الاستدانة الخارجية.

¹ بغدادي بلال، رولامي عبد السعيد، بن زهير محمد، انعكاسات التمويل غير التقليدي على الاقتصاد الجزائري عرض ومقارنة تجارب دولية، مجلة دراسات إقتصادية، المجلد 19، العدد 02، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2021، ص 277-278.

² المرجع نفسه، ص 278.

- 3- أهم البدائل المقترحة للتمويل غير التقليدي: هناك عدة بدائل لسياسة التمويل غير التقليدي التي يمكن أن تسفر عن نتائج إيجابية وتعزز التنمية الاقتصادية في الجزائر. من بين هذه البدائل¹:
- ✓ تعزيز القطاع الخاص عن طريق تشجيع الاستثمارات وتعزيز المشاريع الصغيرة والمتوسطة، وتوفير البيئة الملائمة لنمو الشركات الجديدة والمبتكرة؛
 - ✓ التمويل الإسلامي؛
 - ✓ تعزيز التعليم والتدريب من خلال تطوير القوى العاملة المهارات وتعزيز التعليم والتدريب المهني لتوفير فرص العمل وزيادة الإنتاجية؛
 - ✓ محاربة التهرب الضريبي (العمل على الإصلاح الضريبي الحقيقي)؛
 - ✓ تطوير القطاعات الاقتصادية الأخرى والتركيز على تنويع الاقتصاد وتطوير قطاعات أخرى مثل الصناعة والزراعة والسياحة، وذلك لتعزيز الإنتاج الوطني وتحقيق الاكتفاء الذاتي؛
 - ✓ واستحداث صندوق سيادي للاستثمار المحلي والدولي كآلية لفك الارتباط الجزئي بين ميزانية الدولة والريع النفطي؛
 - ✓ تعزيز التجارة الخارجية: توسيع قاعدة الصادرات وزيادة الانخراط في التجارة الدولية، وتعزيز التعاون الاقتصادي والتجاري مع الدول الأخرى؛
 - ✓ تحسين بيئة الأعمال عن طريق تبسيط الإجراءات الإدارية، وتعزيز الشفافية ومكافحة الفساد، وتوفير الحوافز لجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة؛
 - ✓ تطوير البنية التحتية من خلال الاستثمار في البنية التحتية مثل الطرق والموانئ والشبكات الكهربائية والاتصالات، لتعزيز النقل وتيسير الأعمال التجارية والاستثمارات.

¹ لمياء طيبي، خيرة اوباجي، واقع التيسير الكمي كأداة نقدية غير تقليدية في الجزائر، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد بنكي ونقدي، جامعة الجيلالي بونعامة بخميس مليانة، الجزائر، 2018-2019، ص60.

المبحث الثالث: تطبيق آلية التيسير الكمي في الجزائر.

لجأت الجزائر إلى إستخدام التيسير الكمي في أكتوبر 2017، بسبب تعرضها إلى أزمة اقتصادية بداية من النصف الثاني من سنة 2014 المتمثلة في انخفاض أسعار النفط ونفاذ رصيد صندوق ضبط الموارد ورغبة منها في عدم اللجوء إلى المديونية الخارجية.

المطلب الأول: أسباب وإجراءات تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر.

بسبب تفاقم أزمة انهيار أسعار النفط وتأثيرها السلبي على الخزينة العمومية، قررت الجزائر اعتماد سياسة التيسير الكمي لضمان تمويل استمرار التنمية الاقتصادية وتخطي أزمة العجز في الخزينة العامة. ومن خلال هذا المطلب سنقوم بعرض الأسباب والإجراءات التي تم اتخاذها لاعتماد هذه الاستراتيجية في الجزائر، بالإضافة إلى التركيز على الآثار الرئيسية التي قد تنشأ عنها.

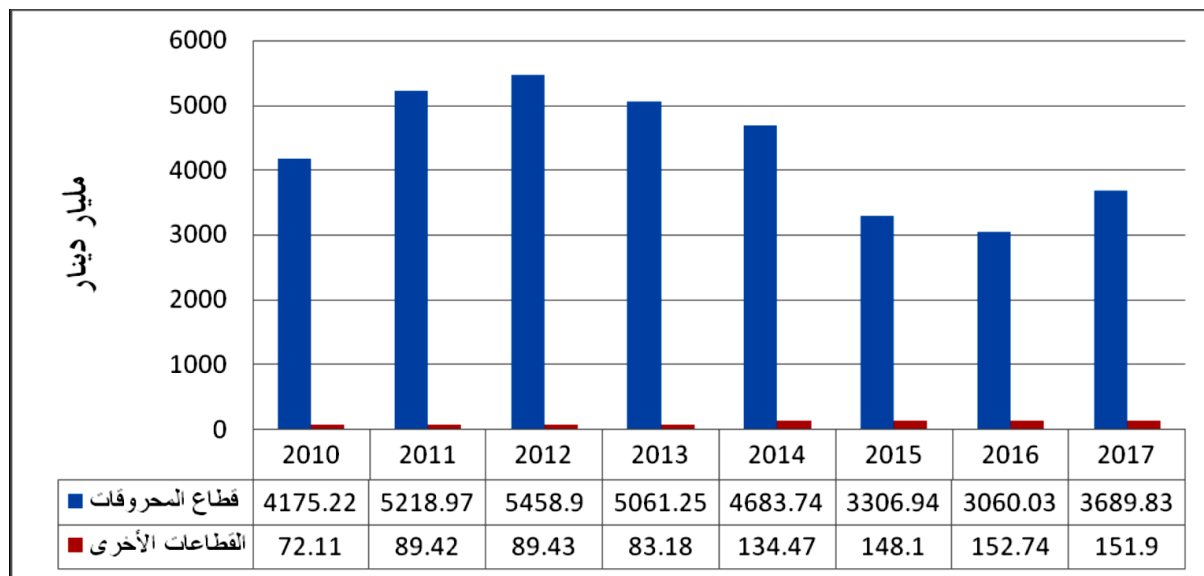
1-أسباب تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر: هناك عدة أسباب أدت إلى لجوء الحكومة إلى سياسة التيسير الكمي وتتعلق جميعها بأسعار النفط وسنوضحها فيما يلي:¹

1-1 انخفاض أسعار النفط: تأثر الاقتصاد الجزائري بشدة بتدهور أسعار النفط في السنوات الأخيرة، حيث انخفضت إلى حوالي 50 دولارًا للبرميل بعد أن وصلت إلى أعلى مستوياتها في عامي 2013 و2014 عند 109 دولارًا للبرميل. وهذا التراجع في أسعار النفط تسبب في تحديات اقتصادية كبيرة في الجزائر، نظرًا لأن قطاع المحروقات يعد المصدر الرئيسي لعائدات الدولة.

1-2 عدم تنوع الصادرات: تُعتبر صادرات قطاع المحروقات المصدر الأساسي لإيرادات الصادرات في الجزائر، حيث يساهم بنسبة تصل إلى 97%. وهذا يعني أن الاقتصاد الجزائري يعتمد بشكل كبير على أسعار النفط. ونتيجة لتراجع أسعار النفط، تأثر الميزان التجاري للبلاد سلبيًا، ويوضح الشكل الموالي حجم الصادرات في قطاع المحروقات مقارنة بباقي القطاعات خلال الفترة من عام 2010 إلى عام 2017:

¹ هدى هذباء يونس، ماجدة مدوخ، أثر سياسة التيسير الكمي على المستوى العام للأسعار في الجزائر، مجلة آفاق علمية، المجلد 11، العدد 02، جامعة عمار ثليجي، الأغواط، الجزائر، 2019، ص348-350.

الشكل (05): تطور حجم الصادرات لقطاع المحروقات وباقي القطاعات في الجزائر (2010-2017):



المصدر: الديوان الوطني للإحصائيات

يُلاحظ من الشكل أعلاه أن قيمة الصادرات في الجزائر ترتفع خلال فترة انتعاش أسعار النفط. وفي عام 2012، بلغت الصادرات أعلى مستوياتها حيث بلغت 5458.9 مليار دينار، وتمثل 98% منها قطاع المحروقات. ومع تراجع أسعار النفط، انخفضت قيمة الصادرات ووصلت إلى أدنى مستوياتها في عام 2016 حيث بلغت 3060.03 مليار دينار، ويشكل قطاع المحروقات 95% منها.

نتيجة انخفاض الصادرات، شهد الميزان التجاري في الجزائر عجزاً يعود إلى عام 2015 حيث بلغ 2741.76 مليار دينار، وزاد في عام 2016 إلى 2859.25 مليار دينار. ويرجع ذلك إلى اعتماد الاقتصاد الجزائري بشكل كبير على الاستيراد، نظراً للتحديات التي تواجه قطاع الإنتاج في البلاد.

1-3 تآكل احتياطات الصرف: في القرن الحادي والعشرين، شهدت الجزائر فوائض مالية ناجمة عن ارتفاع أسعار النفط. ونظراً لأن قطاع المحروقات يعتبر المصدر الرئيسي للصادرات الجزائرية، تراكمت احتياطات الصرف الأجنبي وقد تم تقديرها بنحو 162.615 مليار دولار في عام 2010، بعدما بلغت حوالي 11.9 مليار دولار في عام 2000، مما يشير إلى ارتفاع قدره 1266.51%، وواصل احتياطي الصرف الأجنبي ارتفاعه مع ارتفاع أسعار النفط وبلغ 194.297 مليار دولار سنة 2013 غير أن الصدمة النفطية الأخيرة أدت إلى تآكل احتياطات الصرف الأجنبي باعتباره أهم مقابل للكتلة النقدية حيث انخفض إلى 97.614 مليار دولار في سنة 2017 أي بنسبة 45% مقارنة بسنة 2013.

1-4 تغطية عجز الميزانية: إن الجباية البترولية تُعد أهم مصدر للإيرادات العامة في الجزائر، حيث شكلت نسبة 66.5% من الإيرادات العامة في الفترة من عام 2000 إلى عام 2014. وبالتالي، يتسبب انخفاض أسعار النفط

في تفاقم عجز الميزانية العامة للدولة. فقد ارتفع هذا العجز في عام 2015 إلى 3103.7 مليار دينار، بعدما كان 2128.8 مليار دينار في عام 2013. ثم انخفض في عامي 2016 و 2017 إلى 2285.9 مليار دينار و 1234.7 مليار دينار على التوالي، نتيجة لترشيد النفقات وتجميد العديد من المشاريع التنموية المخطط لتنفيذها قبل عام 2019.

2- إجراءات تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر: بناءً على التعديل القانوني الصادر في 11 أكتوبر 2017، دخلت صيغة التمويل غير التقليدي حيز التنفيذ في الجزائر من خلال المادة 45 مكرر التي تعدل مضمون المادة 46 والمادة 47 من الأمر 03-11 الصادر في 26 أوت 2003، حيث تنص المادة 45 مكرر على أن: "بشكل استثنائي ولمدة خمس سنوات، يقوم بنك الجزائر بشراء مباشرة من الخزينة السندات المالية التي تصدرها الخزينة، وذلك من أجل المساهمة على وجه الخصوص في"¹

- تغطية احتياجات تمويل الخزينة؛

- تمويل الدين العمومي الداخلي؛

- تمويل الصندوق الوطني للاستثمار.

تنفذ هذه الآلية مرافقة تنفيذ برنامج الإصلاحات الهيكلية الاقتصادية والميزانية والتي ينبغي أن تفضي في نهاية الفترة المذكورة أعلاه كأقصى تقدير إلى:

- توازنات خزينة الدولة؛

- توازن ميزان المدفوعات.

ويهدف التمويل غير التقليدي في الجزائر إلى تغطية حاجيات الخزينة العمومية وتمويل تسديد الدين العمومي الداخلي. ومن بين الصيغ التي تم استخدامها في هذا السياق هي إصدار سندات القرض الوطني من أجل النمو التي تم صدورها عام 2016، وكذلك إصدار سندات الخزينة مقابل شراء الدين البنكي لشركة "سونلغاز" وسندات الخزينة الصادرة لفائدة "سونطراك" كتعويض عن الفارق بين سعر الوقود المستورد وسعر مياه البحر المحلاة.²

¹ الجريدة الرسمية، القانون 10/17 المتتم للأمر 11/03، العدد 57، الصادر بتاريخ 2017/10/11، الجزائر، ص 04.

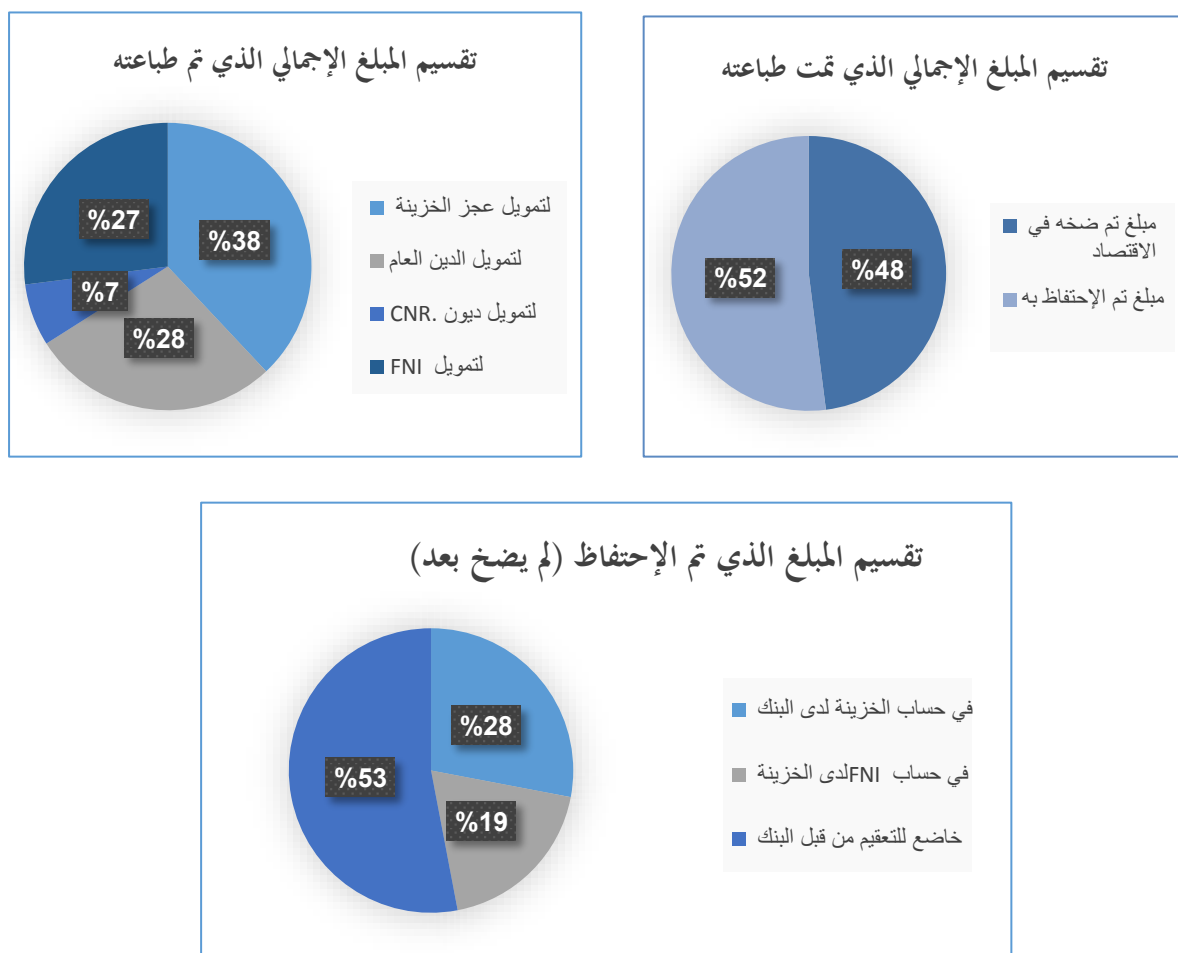
² وليد العشي، أحمد صديقي، تجربة التيسير الكمي في الجزائر، مجلة اقتصاديات المال والإعمال، العدد 06، الجزائر، جوان 2018، ص 262.

- لضمان مراقبة ومتابعة تمويل الخزينة العمومية غير التقليدي في الجزائر، تم تشكيل لجنة تتألف من ممثلين من وزارة المالية والبنك المركزي. تم تكليف هذه اللجنة بمهام تنفيذ آلية التمويل ومراقبة تأثيرها على خزينة الدولة، وكذلك رصد أدائها على الكتلة النقدية والتضخم وسيولة البنوك وسعر الصرف؛
 - بعد أن يتم إبرام الاتفاقية بين الخزينة العمومية الممثلة في المدير العام للخزينة العمومية ولفائدة البنك المركزي ممثلاً في المدير العام للقرض والتنظيم البنكي، يطلب المدير العام للخزينة العمومية من المدير العام للمحاسبة فتح الحسابات الخاصة بالتمويل غير التقليدي وذلك بإنشاء حساب خاص بهذا الاكتتاب يبين فيه كيفية القيد المحاسبي في التسجيل ثم في التسديد بتاريخ استحقاقه؛
 - وعلى أساس هذا الطلب يصدر المدير العام للمحاسبة عن طريق مديرية التنظيم والتنفيذ المحاسبي تعليمة من أجل إنشاء أحكام عامة وأحكام محاسبية تهدف لإتمام العملية من الجانب التقني " الفني". وبمجرد إعلام العون المحاسبي المركزي بالاتفاقية يرسل هذا الأخير بنك الجزائر لكي يضح مبلغ الاكتتاب المذكور في الاتفاقية، يتم التأكد من دخول المبلغ عن طريق الشبكة الإعلامية الرابطة بينهما، عليه يتم تسجيل القرض من تاريخ دفع المبلغ في الحساب تحت عنوان شراء سندات الخزينة.¹
 - حسب البنك المركزي الجزائري، منذ منتصف نوفمبر 2017 إلى نهاية جانفي 2019 تم تعبئة مبلغ 6556.20 مليار دينار من قبل الخزينة لدى بنك الجزائر، وفي إطار تنفيذ تمويل غير تقليدي قسم هذا المبلغ المستحق على:²
 - ✓ تم استخدام مبلغ 2.470 مليار دينار في تمويل عجز الخزينة خلال الأعوام 2017 و 2018، وجزئياً في عام 2019 بمبلغ 1813 مليار دينار. تم استخدام هذا المبلغ لتسديد الدين العمومي المتعلق بالشركات العمومية مثل سونطراك وسونلغاز، بالإضافة إلى تسديد القرض السندي؛
 - ✓ تم تخصيص مبلغ 500 مليار دينار للصندوق الوطني للتقاعد، وذلك لإعادة تمويل ديونه المتعلقة بالصندوق الوطني للتأمينات الاجتماعية؛
 - ✓ تم توجيه مبلغ 1773.20 مليار دج للصندوق الوطني للاستثمار، وذلك لتمويل برامج عدل وتغطية عجز الصندوق الوطني للتقاعد، بالإضافة إلى تمويل المشاريع الهيكلية الأخرى.
- من حيث الاستخدام، من إجمالي مبلغ 6.556.2 مليار دينار:

¹ سامية زيوان، مرجع سبق ذكره، ص 93.

² La Banque d'Algérie, "Point de situation sur le financement non conventionnel", 01/04/2019, p.6-7, accessible sur :<https://www.bank-of-algeria.dz/html/communique.htm>.

- يوجد رصيد بقيمة 945.1 مليار دينار في حساب الخزينة لدى بنك الجزائر، وبالتالي لم يتم ضخه في الاقتصاد؛
 - تم إيداع مبلغ 656.7 مليار دينار في حساب الصندوق الوطني للاستثمارات لدى الخزينة، وذلك استعداداً لاستخدامه وفقاً للاحتياجات المؤكدة في المستقبل؛
 - إضافة إلى مبلغ 1.830 مليار دينار يخضع للتعقيم من قبل بنك الجزائر، من خلال أدواته المختلفة.
- في المجموع، من إجمالي المبلغ المعبأ حتى الآن (6556.2 مليار دينار)، تم ضخ فقط مبلغ 3114.4 مليار دينار في الاقتصاد
- الشكل (06): توزيع المبالغ التي قام بإصدارها بنك الجزائر في إطار التمويل غير التقليدي للفترة (نوفمبر 2017-جانفي 2019):



المصدر: زيوان سامية، مرجع سبق ذكره، ص 92

المطلب الثاني: آثار إستخدام التيسير الكمي بالجزائر.

لكل سياسة اقتصادية آثار إيجابية وأخرى سلبية، وسياسة التيسير الكمي التي اتبعت في الجزائر فآثرها الإيجابية ستكون ظرفية، أما الآثار السلبية فتكون على المدى المتوسط والطويل لو تم الاستمرار بتطبيق هذه السياسة لفترة طويلة نسبياً.

1- الآثار الإيجابية: يمكن حصر أهم الآثار الإيجابية المحتملة لسياسة التيسير الكمي في الجزائر فيما يلي:

- تغطية عجز الموازنة العامة بسهولة دون الحاجة إلى اللجوء إلى الاستدانة الخارجية، توفير تمويل داخلي من خلال زيادة كمية النقد المتداول يمكن أن يساهم في تمويل المشاريع الاستثمارية للدولة وتغطية نفقات التيسير؛¹

- توفير السيولة اللازمة للبنوك التجارية يساهم في تعزيز وظيفتها وتمكينها من تقديم الخدمات المالية بشكل كامل. بفضل سياسة التيسير الكمي، تحقق توازناً في السيولة بعد أن كان هناك عجز في السيولة لدى البنوك العمومية. ومن ثم، قد ينشأ فائض في السيولة لدى البنوك العمومية بقيمة تصل إلى 1500 مليار دج في الأشهر الأولى من السنة 2018؛

- تم تخصيص مبلغ يقدر بحوالي 1813 مليار دج لتسديد مختلف الديون التي كانت على عاتق الدولة، بما في ذلك ديون الشركات الوطنية مثل سونطراك وسونلغاز. ويهدف تخصيص هذا المبلغ إلى تسوية الالتزامات المالية وتخفيف العبء المالي عن الدولة؛²

- توفير التمويل اللازم لتغطية الأجور وفواتير الدعم للمواد الاستهلاكية؛

- تم اتخاذ قرار بعدم فرض ضرائب جديدة على أفراد المجتمع، خاصة في ظل انخفاض القدرة الشرائية وارتفاع المستوى العام للأسعار، ويأتي ذلك بهدف تخفيف العبء المالي على المواطنين وتعزيز القدرة الشرائية لديهم.

2- الآثار السلبية: أما الآثار السلبية المحتملة فيمكن حصرها فيما يلي:³

- ارتفاع التزامات الخزينة العمومية اتجاه البنك المركزي، لأنه في الأصل يجب على الخزينة العمومية إرجاع هذه المبالغ للبنك المركزي عند تحقيق؛

¹ La Banque d'Algérie, "Conduite de la Politique Monétaire", accessible sur: <https://www.bank-of-algeria.dz/html/docs.htm>.

² وكالة الانباء الجزائرية، 2019/02/28، متوفر على <http://www.aps.dz/ar/economie/64409>، تاريخ الإطلاع 2023/04/25.

³ غنام نعيمة، تقييم استخدام التمويل غير التقليدي في تمويل عجز الميزانية - حالة الجزائر -، يوم دراسي حول السياسة النقدية كآلية لمواجهة الأزمات المالية والاقتصادية، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، الجزائر، يوم 13 ديسمبر 2018، ص 10.

- انخفاض استقلالية البنك المركزي اتجاه الحكومة، والذي يعتبر مؤشرا هاما في مدى فعالية السياسة النقدية واستهداف التضخم؛

- انخفاض قيمة العملة الوطنية حيث تواصلت وتيرة انهيار أسعار الدينار الجزائري في المعاملات الرسمية والموازية، لتصل إلى أرقام غير مسبوقه مقابل العملات الأجنبية الرئيسية.

المطلب الثالث: مقارنة آلية التيسير الكمي المطبقة بين الدول المتقدمة والجزائر.

بعد التطرق في المبحثين السابقين إلى مفهوم التيسير الكمي وعرض تجارب بعض الدول في تطبيق التيسير الكمي، سنحاول في هذا المطلب إجراء مقارنة بين تجارب التيسير الكمي في الدول المتقدمة والجزائر وذلك من حيث الأسباب، الأهداف، وآلية التطبيق هذه السياسة.

الجدول رقم (11): مقارنة آلية التيسير الكمي المطبقة بين الدول المتقدمة والجزائر.

من حيث	الدول المتقدمة	الجزائر
أسباب تطبيقه	الأزمة المالية العالمية 2008 وحالة مصيدة السيولة "بلوغ معدلات الفائدة أدنى مستوياتها" ما أدخل الاقتصادات في حالة انكماش عجزت السياسة النقدية التقليدية عن تجاوزها.	أزمة انهيار أسعار النفط 2014 والتي أثرت بشكل كبير على السيولة كادت تؤدي إلى إفلاسها.
آلية تطبيقه	شراء أصول طويلة الأجل عامة وخاصة من السوق الثانوية.	شراء سندات الخزينة مباشرة في السوق الأولية.
الهدف من تطبيقه	تشجيع الائتمان والإنفاق، تخفيض معدلات التضخم أي تنشيط الاقتصاد وإخراجه من حالة الانكماش.	تغطية احتياجات تمويل الخزينة، تمويل الدين العمومي الداخلي. تمويل صندوق الوطني للاستثمار.

<p>اقتصادات متنوعة (يشكل النفط أكثر من 90% من عائداتها)؛</p> <p>سياسات اجتماعية مبالغ فيها وعشوائية؛</p> <p>أنظمة مصرفية تقليدية أي تسرب نقدي كبير وبالتالي اقتصاد غير رسمي ضخم؛</p> <p>عملات وطنية ضعيفة؛</p> <p>أسواق مالية غير نشطة؛</p> <p>جهاز إنتاجي غير مرن؛</p>	<p>اقتصادات متنوعة ومصدرة؛</p> <p>سياسات اجتماعية معقولة ومدروسة؛</p> <p>أنظمة مصرفية متطورة أي تسرب نقدي معدوم وبالتالي اقتصاد رسمي؛</p> <p>عملات قوية تستعمل في الصناديق السيادية؛</p> <p>توفر أسواق مالية ناضجة تتميز بالعمق والاتساع؛</p> <p>جهاز إنتاجي مرن؛</p>	<p>ظروف تطبيقه (البيئة الاقتصادية)</p>
<p>عدم توفر الشروط التطبيقية للتيسير الكمي في الجزائر وذلك لاعتماد مصدر وحيد للدخل وهو قطاع المحروقات، ما يعني اقتصاد ضعيف ومتزعزع يتأثر بأصغر التغيرات التي يمكن حدوثها.</p>	<p>توفر الشروط التطبيقية للتيسير الكمي:</p> <p>احتياطي نقدي مقبول لدى البنك المركزي؛</p> <p>عملة وطنية مستقرة بفضل متانة الاقتصاد؛</p> <p>تضخم منخفض قريب من الواحد؛</p> <p>سعر فائدة مدير قريب من الصفر؛</p> <p>طلب داخلي ضعيف المرونة ناجم عن قواعد السوق يعكس حالة ركود.</p>	<p>شروط تطبيقه</p>

<p>تمويل الخزينة العمومية ومنه القضاء عجز الموازنة؛</p> <p>الاستقلال المالي وعدم اللجوء إلى الاستدانة من صندوق النقد الدولي وخدمة دينه المرتفعة؛</p> <p>تلبية الاحتياجات الداخلية دون اللجوء إلى الاقتراض الخارجي؛</p> <p>نجاحة هذا الأسلوب في استعادة التوازنات الاقتصادية والمالية الكلية (توازن خزينة الدولة وميزان المدفوعات)؛</p> <p>انخفاض معدل التضخم تفسره فرضية امتصاص القطاع غير الرسمي للفائض النقدي</p>	<p>زيادة سيولة السوق ككل وتجنب حدوث أزمة طويلة وانهميار النظام المالي؛</p> <p>تحقيق أهداف السياسة النقدية التقليدية (معالجة الانكماش) دون آثار جانبية على التضخم والبطالة</p> <p>بفضل الشروط التطبيقية لتنفيذ هذه السياسة؛</p> <p>زيادة الثقة في السوق وتدني مستوى الركود الاقتصادي؛</p> <p>ارتفاع سوق الأوراق المالية وزيادة الاستهلاك؛</p> <p>تخفيض معدلات البطالة.</p>	<p>نتائج تطبيقه الإيجابية</p>
<p>الإضرار بقيمة العملة ومنه القدرة الشرائية للأفراد،</p> <p>ارتفاع معدلات التضخم؛</p> <p>ارتفاع الضرائب؛</p> <p>انخفاض الاستثمار والادخار؛</p> <p>انخفاض قدرة الدخل على الاستجابة للنفقات؛</p> <p>فتح شهية الحكومة على زيادة الإنفاق العمومي؛</p> <p>ارتفاع البطالة.</p>	<p>تشوهات في الأسواق وفي أسعار الصرف؛</p> <p>التهديد بحرب عملات؛</p> <p>سيادة حالة عدم اليقين بين المستثمرين حول متى وما إذا كانت الحكومات ستسحب التيسير الكمي؛</p> <p>اهتزاز أسعار السندات والعائدات عليها بسبب انخفاض قيمة العملة؛</p>	<p>انعكاساته السلبية</p>

	<p>ناهيك عن عدم تحقيق منطقة اليورو الاستقرار الاقتصادي المستهدف</p>	
<p>جهاز إنتاجي غير مرن؛ ضعف الاقتصاد، وذلك باعتبارها بلد ريعي تتأثر بتقلبات أسعار النفط، ومعرضة للأزمات. التناقض بل وحتى التنافر في السياسة النقدية؛ الصرامة الهيكلية والبعد الاجتماعي المبالغ فيه في السياسة الاقتصادية؛ ضعف الحركة الائتمانية؛ الفساد الإداري والمالي.</p>	<p>وجود قاعدة اقتصادية ومالية قوية؛ سهولة التنبؤ بنتائج سياسة التسيير الكمي؛ المرونة الهيكلية والسياسة الاقتصادية المنفصلة عن التوجهات الاجتماعية؛ السياسة النقدية الموحدة مع السياسات الاقتصادية؛ وجود عملات صعبة.</p>	<p>أسباب التباين</p>

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المعلومات السابقة.

وفي الأخير يكمن الفرق الجوهرى بين آلية التيسير الكمي في الدول المتقدمة والجزائر أنه في الأولى قد تم تطبيق آلية التيسير الكمي لتنشيط الاقتصاد وتعزيز النمو بعد الأزمة المالية في عام 2008. تم استخدامها لتحفيز القروض والاستثمارات، زيادة الإنفاق الاستهلاكي وتعزيز الثقة في النظام المالي، أما في الجزائر، فتم تطبيق آلية التيسير الكمي كآلية تمويل غير تقليدية لتغطية عجز الموازنة العامة والإنفاق الحكومي، نتيجة أزمة انهيار أسعار النفط وتم استخدامها لتوفير التمويل اللازم لتغطية النفقات الحكومية والتعامل مع تحديات الاقتصاد المتراجع وانخفاض الإيرادات النفطية.

خلاصة الفصل:

تشكل الأزمات المالية والتي تتطور بتطور الأسواق والأدوات المالية تحديا حقيقيا أمام البنوك المركزية حول العالم في ابتكار حلول ملائمة تأخذ بخصائص الأزمة ومستجداتها، إذ أن الحلول التقليدية لا تصلح لمشاكل غير تقليدية، فقد فرضت أزمة انفجار فقاعة السندات سنة 1990 على البنك المركزي الياباني اللجوء إلى تنفيذ سياسات نقدية غير تقليدية آخرها وأهمها سياسة التيسير الكمي، كما فرضت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على البنوك المركزية الأساسية في العالم المتمثلة في الاحتياطي الفدرالي والبنك المركزي الأوروبي، اللجوء إلى نفس السياسة، ولم يقتصر تطبيق هذه الآلية على الدول المتقدمة فقط، إذ تم اعتماده من قبل بعض الدول لنامية كحل للخروج من تبعات أزمة انهيار أسعار النفط منذ منتصف 2014 والتي كان لها الأثر البارز على اقتصاديات هذه الدول الربعية على رأسها فنزويلا والجزائر.

ولقد اختلفت أساليب ونتائج التيسير الكمي من دولة على أخرى، فبينما تعتبر الولايات المتحدة نموذجا لنجاح هذه الآلية، يعتبر كل من اليابان والاتحاد الأوروبي نموذجا لفشلها، بينما الجزائر لا زالت تعيش وضع الترقب رغم أن العديد من الآثار بدأ ظهورها مثل التضخم وانخفاض القدرة الشرائية، ويعود هذا التباين لعدة أسباب أهمها توفر الظروف والشروط الأساسية لتنفيذها.

خاتمة عامة

حاولنا من خلال هذه الدراسة إبراز التوجهات الحديثة للسياسة النقدية نظرا لأهميتها البالغة كونها تعتبر الركيزة الأساسية في الإدارة الاقتصادية، حيث لها دور فعال في التأثير على متغيرات الاقتصاد كالبطالة والتضخم من خلال أدواتها المختلفة سواء كانت التقليدية وغير التقليدية ولكن مع التطور الاقتصادي الذي شهده العالم وتنامي الأزمات المالية أصبحت أدواتها التقليدية غير فعالة للتصدي لهذه الأزمات، خاصة بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

بعد تفاقم آثار الأزمة المالية العالمية قامت العديد من البنوك المركزية العمل على تغيير منهجية إدارتها للسياسة النقدية محاولة استعادة توازنها الاقتصادية والتأثير على نشاط الدورة الاقتصادية، وكل هذا من خلال تبنيتها أدوات حديثة سميت بأدوات السياسة النقدية غير التقليدية ومن أبرزها سياسة التيسير الكمي، سياسة أسعار الفائدة الصفرية والسالبة، التي تتميز بمواصفات تجعلها تتكيف مع التطورات النقدية والمالية. وفي الأخير تطرقنا إلى تقييم آلية التيسير الكمي المطبقة بين الدول المتقدمة والجزائر ومقارنة نتائجها على مستوى التجارب الدولية لاستخلاص عوامل النجاح وأسباب الفشل وتقديم توصيات لإنجاح تجربة التيسير الكمي في الجزائر باعتبارها حديثة العهد في تطبيقها.

1. اختبار الفرضيات:

- من خلال الدراسة التي تناولها بحثنا يمكن التحقق من صحة أو خطأ الفرضيات المطروحة سابقا وذلك كمايلي:
- **الفرضية الأولى:** نؤكد صحة هذه الفرضية، وذلك من خلال الفصلين الأول والثاني فكلا من السياستين النقديتين سواء التقليدية وغير التقليدية عبارة عن اجراء تستخدمه البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد، أما فيما يخص استعمال الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية فهو ليس مقتصر فقط على الظروف الإستثنائية فيمكن اعتمادها كأدوات دائمة ومستدامة؛
 - **الفرضية الثانية:** هذه الفرضية غير صحيحة كليا، وذلك من خلال الفصل الثاني فلا يمكن الجزم بصحة هذه الفرضية بشكل عام، لأنها تعتمد على الظروف والعوامل الاقتصادية المحددة للاقتصاد الجزائري. فسياسة التمويل غير التقليدي يمكن أن تكون إحدى الأدوات المستخدمة في حالات الأزمات المالية، ولكن ليس بالضرورة أن تكون الحل الأمثل في كل الحالات؛
 - **الفرضية الأخيرة:** نؤكد صحة الفرضية هذه من خلال الفصل الثالث، فنجاح التجارب الدولية في تبنى السياسة النقدية غير التقليدية يتأثر بشكل كبير بالبيئة الاقتصادية والاجتماعية لكل دولة. فالعوامل الاقتصادية

والاجتماعية تلعب دورًا حاسمًا في تحديد ما إذا كانت السياسة النقدية غير التقليدية ستكون فعالة وملائمة للبلد المعين أم لا؛

2. نتائج الدراسة:

من بين أهم النتائج النظرية والتطبيقية المتوصل إليها من خلال دراستنا هذه أن:

1- النتائج النظرية: بعد اطلاعنا على الأدبيات السابقة من كتب ومقالات وحتى أطروحات التي ساهمت في

بنائنا للجانب النظري من الدراسة توصلنا إلى مجموعة من النتائج تمثلت في:

✓ تحتل السياسة النقدية الصدارة في هيكل السياسات الاقتصادية الكلية، وبذلك كانت الأداة الرئيسية التي تمكن الدولة من إدارة النشاط الاقتصادي.

✓ كانت الأزمة المالية العالمية الكاشف الرئيسي عن عدم نجاعة أدوات السياسة النقدية التقليدية؛

✓ تطورت أدوات السياسة النقدية بتطور الأسواق والأدوات المالية حول العالم، فظهر ما يسمى بالسياسة النقدية

غير التقليدية والتي تضم عدة أدوات حديثة تتمثل في التيسير الكمي، سعر الفائدة الصفرية وسعر الفائدة السالبة؛

✓ من الصعب تحديد مسار خروج محدد من السياسة النقدية غير التقليدية بدقة، حيث يتأثر ذلك بعدة عوامل

ولا يوجد نهج واحد ينطبق على جميع الاقتصادات. ومع ذلك، يعتمد مسار الخروج عادةً على وتيرة تعافي الاقتصاد والظروف الاقتصادية العامة؛

2- النتائج التطبيقية: انطلاقًا من دراستنا القائمة على عرض تجارب دولية لتطبيق آلية التيسير الكمي، وتقييم

هاته الآلية بين الدول المتقدمة والجزائر يمكن استنتاج ما يلي:

✓ طبق التيسير الكمي في الدول المتقدمة لتجاوز الانكماش وتنشيط الاقتصاد على خلفية أزمات الأسواق

المالية، خلافاً للدولة الجزائرية والتي طبقت لتوفير مصدر تمويلي غير تقليدي للخزينة وتغطية العجز على خلفية أزمة انهيار أسعار النفط؛

✓ تتشابه سياسة التيسير الكمي مع سياسة التمويل بالعجز في استخدام مبدأ طباعة النقود للتدخل في

الاقتصاد، ولكنهما مختلفان جذريًا فيما يتعلق باستخدامات تلك النقود والفئات الاقتصادية المستفيدة منها، بالإضافة إلى الأهداف المرجوة من تلك السياسات؛

✓ تعتبر الولايات المتحدة وإنجلترا نموذجاً ناجحاً لتطبيق سياسة التيسير الكمي، حيث يتميزان بسرعة وفعالية في إقرار وتنفيذ هذه السياسة، بالإضافة إلى التركيز على زيادة الإنفاق الاستهلاكي ودعم القدرة الشرائية للأفراد والأسر.

✓ تعتبر أهم آثار سياسة التيسير الكمي الإيجابية هي إنقاذ النظام المالي العالمي من الانهيار والحد من حدة الركود الاقتصادي. بالإضافة إلى ذلك، تساهم في إنقاذ الدول النامية من الإفلاس وتقليل حاجتها للاقتراض الخارجي والتبعات السلبية المرتبطة به؛

✓ يمكن القول أن سياسة التيسير الكمي التي اعتمدها الجزائر حتى الآن لم تحقق نتائج ملموسة في تحسين الوضع الاقتصادي العام في البلاد. ويعود سبب عدم النجاح إلى عدة عوامل، بما في ذلك عدم وجود بنية تحتية كافية لتمويل البرنامج وتحفيز النمو الاقتصادي وتعزيز القطاعات الاقتصادية الأساسية، بالإضافة إلى عدم كفاءة القطاع المصرفي وضعف التخطيط الاقتصادي.

2. الإقتراحات والتوصيات:

- تبني الدول لكلا الأدوات التقليدية وغير التقليدية في سياستها النقدية يمكن أن يساعد على زيادة فعاليتها في التصدي للأزمات المالية وتعزيز استقرار الاقتصاد. كل من الأدوات التقليدية وغير التقليدية لها دورها الفريد وقد تساهم في تحقيق أهداف محددة؛
- قبل تبني أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، يعتبر من المهم إجراء دراسة شاملة لتقييم أثر تطبيقها في الدول الأخرى حتى لا تكون نتائجها وخيمة؛
- لضمان فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، يجب توفير ظروف ملائمة. وفيما يلي بعض العوامل الأساسية: الاستقرار السياسي والاقتصادي، السياسة النقدية الشاملة، القدرة التنفيذية والتقييم المستمر؛
- يعتبر القيام بإصلاحات هيكلية جديدة في الجزائر ضرورة مهمة لتعزيز النمو الاقتصادي وتنويع الهيكل الإنتاجي بعيداً عن اعتماد قطاع النفط؛
- تعتبر سياسة التيسير الكمي أداة قوية للتعامل مع الأزمات المالية وتحفيز النمو الاقتصادي، ولكنها تتطلب تنفيذاً حكيماً ومراقبة دقيقة لضمان تحقيق النتائج المرجوة وتفادي التداعيات السلبية المحتملة.

3. آفاق الدراسة:

أهمية الموضوع تستدعي الإلمام بمختلف جوانبه، وإدراكنا منا صعوبة تحقيق هذا الهدف فإننا نعلم أن هناك جوانب لم نتعرض إليها ولم نعطيها حقها لأسباب لا يسعنا المجال لذكرها، هذه النقائص يمكن أن تكون انطلاقة لبحوث جديدة في هذا المجال نذكر منها:

- تأثير سياسة التمويل غير التقليدي على الاقتصاد الجزائري.
- مدى مساهمة التمويل غير التقليدي في معالجة عجز الموازنة العامة في الجزائر.

قائمة المراجع

أولاً: باللغة العربية:

1) الكتب:

01. أحمد شفيق الشاذلي، قنوات انتقال أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي، العدد 39، صندوق النقد العربي، الإمارات العربية المتحدة، 2017.
02. أكرم حداد، مشهور هذلول، النقود والمصارف، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005.
03. إياد عبد الفتاح سنور، فعالية السياسة النقدية، الطبعة الأولى، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2011.
04. باري سيجل، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة عبد الله منصور، الطبعة الأولى، دار المريح للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1987.
05. بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجزائرية، الجزائر، 2006.
06. جمال بن دعاس، السياسة النقدية في النظامين الإسلامي والوضعي (دراسة مقارنة)، المجلس الأعلى للغة العربية، الجزائر، 2008.
07. الجنابي هيل العجمي، النقود والمصارف والنظرية النقدية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2014.
08. حمزة شوادر، علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية في ظل نظم الرقابة النقدية التقليدية، الطبعة الأولى، دار عماد الدين للنشر والتوزيع، الأردن، 2014.
09. رجاء الربيعي، دور السياسة المالية والنقدية في معالجة التضخم الركودي (دراسة حالة الولايات المتحدة - العراق)، الطبعة الأولى، دار آمنة للنشر والتوزيع، الأردن، 2014.
10. رحيم حسن، فعالية السياسة النقدية، الطبعة الأولى، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2011.
11. رحيم حسين، الاقتصاد المصرفي (مفاهيم وتحليل تقنية)، الطبعة الأولى، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008.
12. زكرياء الدوري، يسرى السامرائي، البنوك المركزية والسياسات النقدية، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.

13. صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية (المفهوم، الأهداف، الأدوات)، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، 2005.
14. صبحي تادرس قريصة، النقود والبنوك، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، لبنان، 1983.
15. عبد القادر خليل، مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي، الكتاب الثاني، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجزائرية، الجزائر، 2014.
16. عبد المجيد قدي، المدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006.
17. عقيل جاسم عبد الله، النقود والبنوك للمنهج النقدي والمصرفي، الطبعة الأولى، دار ومكتبة الحامد للنشر، الأردن، 1999.
18. عوف محمود الكفراوي، السياسة المالية والنقدية في ظل الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 1997.
19. محمد ضيف الله القطايري، دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية (نظرية، تحليلية، قياسية)، الطبعة الأولى، دار غيداء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
20. محمد كمال خليل الحمزاوي، اقتصاديات الائتمان المصرفي، الطبعة الثانية، منشأة المصارف، مصر، 1997.
21. محمود سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة، الجزائر، 2003.
22. مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، الطبعة الأولى، دار غريب للطباعة والنشر، سوريا، 2001.
23. الناقة أحمد أبو الفتوح، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، الطبعة الأولى، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، 1998.
24. هيل عجمي جميل الجنابي، النقود والمصارف والنظرية النقدية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2014.

25. وديع طوروس، المدخل الى الاقتصاد النقدي، الطبعة الأولى، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2011.

26. يوسف كمال محمد المصرفية الإسلامية (السياسة النقدية)، الطبعة الثانية، دار وفاء للطباعة والنشر، مصر، 1998.

(2) المقالات:

1. أنفال نسيب، التحديات والإصلاحات المصاحبة لسياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر، مجلة اقتصاديات المالية البنكية وإدارة الاعمال، المجلد 5، العدد 01، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2019.

2. بغدادي بلال، رولامي عبد السعيد، بن زهير محمد، انعكاسات التمويل غير التقليدي على الاقتصاد الجزائري عرض ومقارنة تجارب دولية، مجلة دراسات إقتصادية، المجلد 19، العدد 02، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2021.

3. حسين طيوب، فريد بن عبيد، إكرام حجاب، التسيير الكمي كأداة للسياسة النقدية غير التقليدية " حالة الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا"، مجلة أبحاث اقتصادي معاصرة، الجزائر 2020/04/23.

4. حسين طيوب، فريد بن عبيد، إكرام حجاب، التسيير الكمي كأداة للسياسة النقدية غير التقليدية " حالة الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا"، مجلة أبحاث اقتصادي معاصرة، 2020/04/23، الجزائر.

5. خليل عبد القادر، بن عروس رضوان، سياسة أسعار الفائدة السالبة كاتجاه جديد للسياسة النقدية (دراسة تجارب بعض الدول)، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، العدد 09، جامعة البليدة 2، الجزائر، 2018.

6. ساسي مباركة، مداني شهرة وآخرون، السياسة النقدية غير التقليدية بين المفهوم ودورها في تحفيز الاقتصاد، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 4، العدد 2، الجزائر، 2020.

7. صاري علي، السياسة النقدية غير التقليدية الأدوات والاهداف، المجلة الجزائرية للعملة والسياسات الاقتصادية، العدد 04، جامعة سوق اهراس، الجزائر، 2013.

8. عبد العزيز شويش، بشرى عبد الباري أحمد، التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 04، العدد 02، العراق، 2014.

9. علي صاري، أليات تبليغ أثر السياسة النقدية عند الفائدة الصفرية والسالبة، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 1، العدد 01، جامعة سوق اهراس، الجزائر، 2020.
10. علي صاري، سياسة عرض النقود في الجزائر للفترة (2000-2013)، مجلة رؤى الاقتصادية، العدد 07، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الوادي، الجزائر، ديسمبر 2014.
11. عمر عبدو، دور السياسة النقدية غير التقليدية في تحفيز الاقتصاد، مجلة الريادة لاقتصاديات العمل، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2019.
12. لعربي فاطمة، هيشر احمد التجاني، دور التمويل غير التقليدي في معالجة عجز الخزينة العمومية، مجلة المقريري للدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 04، العدد 02، المركز الجامعي افلو، الجزائر، 2020.
13. محمد الأمين وليد طالب، نظيرة فلادي، الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية على ضوء الأزمة المالية 2007-2008، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 6، العدد 01، الجزائر، جوان 2019.
14. مراد يونس، سياسة مصيدة السيولة والتسهيل الكمي كحلول للإنعاش الاقتصادي الأمريكي في ظل عدم اليقين بعد أزمة الرهن العقاري، مجلة جامعية للدراسات الاقتصادية، العدد 08، الجزائر، 2016.
15. مطاي عبد القادر، راشدي فتيحة، سياسة التيسير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الازمات (تجربة كل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية)، مجلة رؤى الاقتصادية، العدد 11، جامعة حمه لخضر الوادي، الجزائر، 2016.
16. نوفل سمايلي، فضيلة بوطورة، فاعلية أدوات السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية للبنك المركزي الأوروبي في مواجهة أزمة الديون السائدة الأوروبية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية، العدد 44، مصر، 2010.
17. هدى هذباء يونس، ماجدة مدوخ، أثر سياسة التيسير الكمي على المستوى العام للأسعار في الجزائر، مجلة آفاق علمية، المجلد 11، العدد 02، جامعة عمار ثليجي، الأغواط، الجزائر، 2019.
18. وليد العشي، أحمد صديقي، تجربة التيسير الكمي في الجزائر، مجلة اقتصاديات المال والإعمال، العدد السادس، جوان 2018.

3) الأطروحات، الرسائل والمذكرات العلمية:

3-1- أطروحات دكتوراه:

1. سعدية حديوش، أثر الاتجاهات الحديثة لاستقلالية البنك المركزي على فعالية السياسة النقدية بالإشارة الى حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة محمد بوضياف-المسيلة، الجزائر، 2019-2020.

2. صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية (حالة الجزائر خلال الفترة 1990-2000)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة بن يوسف بن خدة، الجزائر، 2003.

3. مسعود دراوسي، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي (دراسة حالة الجزائر 1990-2004)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، الجزائر، 2005-2006.

4. وليد العشي، تقييم فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بعد الأزمة المالية 2008، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة احمد دراية-أدرار، الجزائر، 2018.

3-2- رسائل الماجستير:

1. أكن لونيس، السياسة النقدية ودورها في الضبط العرض النقدي في الجزائر خلال فترة 2000-2009، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2010-2011.

2. عبد العزيز طيبة، سياسة استهداف التضخم كأسلوب حديث للسياسة النقدية (دراسة حالة الجزائر للفترة 1994 - 2003)، رسالة ماجستير، جامعة حسيبة بن بوعلي-الشلف، الجزائر، 2004-2005.

3-3- مذكرات الماستر:

1. أحمد بوعمر، عمر قيزة، آثار السياستين النقدية والمالية على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (1990-2014)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر علوم اقتصادية، جامعة العربي التبسي-تبسة، الجزائر، 2016.

2. إيمان قاضي، هاجر دغة، استخدام السياسة النقدية غير التقليدية في الدول المتقدمة عرض تجربة الجزائر، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة محمد بوضياف بالمسيلة، الجزائر، 2020.
3. بشيري وثام ياسمين، دور الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية في تحفيز النمو الاقتصادي (عرض تجارب دولية)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر الأكاديمي، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، الجزائر، 2020.
4. رمة بوالنش، ميادة بوسفط، السياسة النقدية بين الأدوات التقليدية وغير التقليدية دراسة حالة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد الصديق بن يحيى-جيجل، 2017-2018.
5. سامية زيوان، تقييم سياسة التيسير الكمي بين الدول المتقدمة والدول النامية بالإشارة إلى حالة الجزائر 2001-2018، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر علوم التيسير، تخصص إدارة مالية، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، الجزائر، 2018-2019.
6. عائشة بوزراع، دور السياسة النقدية غير التقليدية في التحكم في معدلات التضخم (دراسة حالة الجزائر)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي، جامعة العربي بن مهيدي - أم البواقي، الجزائر، 2020.
7. عمران وليد، السياسة النقدية في مكافحة التضخم (دراسة حالة الجزائر)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التيسير، تخصص مالية تأمينات وتسيير المخاطر، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر،
8. لمياء طيبي، خيرة اوباجي، واقع التيسير الكمي كأداة نقدية غير تقليدية في الجزائر، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد بنكي ونقدي، جامعة الجيلالي بونعامة بنحميس مليانة، الجزائر، 2018-2019.

4) ملتقيات ومؤتمرات:

1. أحمد بلواني، عبد الرزاق بلعباس، حقيقة سياسة معدل الفائدة الصفري، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية (النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً)،

- المركز الجامعي خميس مليانة، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر، يومي 5-6 ماي 2009.
2. حسن الحاج، التغير في أسعار الفائدة وأثرها على حركة الاقتصاد، ملتقى اتحاد شركات الاستثمار، سبتمبر 2018.
3. صالح صالح، أدوات السياسة النقدية والمالية لترشيد دور الصيرفة الإسلامية، الندوة العلمية الدولية حول الخدمات المالية. وإدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 18-19 أبريل 2010.
4. غنام نعيمة، تقييم استخدام التمويل غير التقليدي في تمويل عجز الميزانية (حالة الجزائر)، يوم دراسي حول السياسة النقدية كآلية لمواجهة الأزمات المالية والاقتصادية، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، الجزائر، يوم 13 ديسمبر 2018.
- (5) المراسيم والنصوص التشريعية:**
1. الجريدة الرسمية، القانون 10/17 المتتم للأمر 11/03، العدد 57 الصادر بتاريخ 2017/10/11، الجزائر.
- (6) المواقع الإلكترونية:**
1. <http://www.dgpp-mf.gov.dz/index.php/retrospective>
 2. <http://www.mf.gov.dz>
 3. la Banque d'Algérie, "Point de situation sur le financement non conventionnel", 01/04/2019, accessible sur: <https://www.bank-of-algeria.dz/html/communique.htm>
 4. سعود بن هاشم جليدان، " تجربة التيسير الكمي اليابانية في الميزان"، 22 / 12 / 2010، متوفر على <http://www.aleqt.com>
 5. وكالة الانباء الجزائرية، 2019/02/28، متوفر على <http://www.aps.dz/ar/economie/64409>

ثانياً: باللغة الأجنبية:

1. Harriet Jackson, the international experience with negative policy rate, Canadian economic analysis department, bank of Canada, Canada 2015.
2. Kristie kosobuski, zéro& negative interest rates, IDS: secured finance technology, united states of America.
3. Marc Montoussé, économé monétaire et financière, édition Bréal, Paris, 2000.
4. Michael Joyece, Daoid Miles, Quantitative easing and uncoventional monetary police, the economic journal, 2012.
5. Takatoshi Ito, Frederic S. Mishkin,” Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem”, Monetary Policy under Very Low Inflation in the Pacific Rim, NBER-EASE, Volume 15, University of Chicago Press, 2006.