وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة يحي فارس المدية

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

الموضوع

سياسة التيسير الكمي كألية للتمويل غير التقليدي
دراسة حالة الجزائر 2017

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: مالية نقود وبنوك

من إعداد الطلبة:

فـــاتـح عيـوش

رياض بوسعادي

تحت إشراف الأستاذ

جـعـفـري جـمـــال

السنة الجامعية: 2023/2024

شكر وعرفان

بسم الله الرحمن الرحيم

{يَرْفَعِ اللَّهُ الَّذِينَ آمَنُوا مِنْكُمْ وَالَّذِينَ أُوتُوا الْعِلْمَ دَرَجَاتٍ}

عليك بالعلم قال بعضهم:

من أراد الدنيا فعليه بالعلم، ومن أراد الآخرة فعليه بالعلم، ومن أراد الدنيا والآخرة فعليه بالعلم

ويقول الشاعر:

العلم يرفع بيتاً لا عماد له والجهل يهدم بيت العز والشرف

في البداية نشكر الله عز وجل الذي وفقنا لإتمام هذا العمل المتواضع

كما يسعدنا أن نتقدم بأسمى عبارات الشكر والتقدير إلى الأستاذ المشرف الذي لم يبخل علينا بنصائحه التي مهدت لنا إتمام هذا البحث المتواضع

ونشكر كل أساتذة الكلية

إهداء

وُجد الإنسان على وجه البسيطة، ولم يعش بمعزل عن باقي البشر

وفي جميع مراحل الحياة، يُوجد أُناس يستحقُّون منَّا الشُّكر

وأولى الناس بالشُّكر هما الأبوان

لما لهما من الفضل ما يبلغ عنان السماء

فوجودهما سبب للنجاة والفلاح في الدنيا والآخرة.

إلى زوجتي ورفيقة الكفاح في مسيرة الحياة

إلى أصدقائي الذين أشهد لهم بأنهم نعم الرُّفقاء في جميع الأمور

أُهديكم بحثي المُتواضع.

الفهرس

شكر وعرفان.....

إهداء.....

الفهرس.....

قائمة الجداول.....

الملخص.....

مقدمة.....

الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية

تمهيد.....

المبحث الأول: السياسة النقدية.....

المطلب الأول: تعريف السياسة النقدية.....13

المطلب الثاني: تطور السياسة النقدية وأهدافها.....15

المطلب الثالث: أدوات السياسة النقدية.....28

المبحث الثاني: السياسة النقدية غير التقليدية.....32

المطلب الأول: تعريف السياسة النقدية غير التقليدية.....32

المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.....34

المطلب الثالث: شروط السياسة النقدية غير التقليدية.....38

المبحث الثالث: سياسة التيسير الكمي.....39

المطلب الأول: تعريف سياسة التيسير الكمي.....40

المطلب الثاني: قنوات سياسة التيسير الكمي.....42

المطلب الثالث: أثار سياسة التيسير الكمي.....44

خلاصة الفصل الأول.....47

الفصل الثاني: الاطار التطبيقي لسياسة التيسير الكمـي

تمهيد.....49
المبحث الأول: تجارب دولية لسياسة التيسير الكمي.....50
المطلب الأول: تجربة اليابان.....50
المطلب الثاني: تجربة الولايات المتحدة الأمريكية.....53
المطلب الثالث: تجربة الاتحاد الأوربي.....63
المبحث الثاني: تجربة سياسة التيسير الكمي في الجزائر.....66
المطلب الأول: أسباب اللجوء إلى سياسة التيسير الكمي في الجزائر.....66
المطلب الثاني: مقارنة إجراءات سياسة التيسير الكمي في الجزائر بالتجارب الدولية.....71
المطلب الثالث: التحديات والإصلاحات المصاحبة لسياسة التيسير الكمي في الجزائر.....73
خلاصة الفصل الثاني.....77
خاتمة.....80
قائمة المراجع.....85

قائمة الجداول

رقم الجدول	العنوان	الصفة
01	تطور بعض المؤشرات الاقتصادية والنقدية قبل اتخاذ قرار التيسير الكمي	66

مقدمة

مـــــــــــقـــــــــــدمـــــــــــة:

الملخص:

شكلت التطورات السريعة والهامة التي يشهدها الاقتصاد العالمي والتحولات العميقة التي تعيشها الصناعة المالية والمصرفية عوامل بالغة التأثير على السياسات الاقتصادية من جانب تحقيق نمو اقتصادي مستقر.

نحاول من خلال هذه الورقة البحثية تسليط الضوء على أحد أهم السياسات التي تستخدمها الدول للقضاء على ظاهرة الانكماش التي تسود اقتصاداتها ألا وهي سياسة التيسير الكمي والتي تعتبر أداة غير تقليدية للسياسة النقدية، حيث يقوم البنك المركزي بموجبها اصدار النقود وشراء السندات الحكومية بهدف تخفيض سعر الفائدة وزيادة السيولة في الاقتصاد وهذا بهدف التأثير على الاقتصاد الحقيقي والمالي بواسطة مجموعة من القنوات.

إن تطبيق سياسة التيسير الكمي يكون أساسا على حالة اقتصاد البلد، علما أن اليابان كانت السباقة في تطبيقها سنة 1999 وانتشر بعد ذلك في مختلف بلدان العالم كالولايات المتحدة ودول الإتحاد الأوروبي إثر أزمة الرهن العقاري 2008 التي هزت الاقتصاد العالمي.

الكلمات المفتاحية: سياسة نقدية، أزمة، التيسير الكمي.

Résumé :

Les évolutions rapides et importantes que connaît l'économie mondiale et les profondes transformations que connaît le secteur financier et bancaire ont grandement influencé les politiques économiques en termes de réalisation d'une croissance économique stable.

À travers ce document de recherche, nous essayons de mettre en lumière l'une des politiques les plus importantes que les pays utilisent pour éliminer le phénomène de déflation qui prévaut dans leurs économies, à savoir la politique d'assouplissement quantitatif, considérée comme un outil non conventionnel de politique monétaire, par lequel la banque centrale émet de la monnaie et achète des obligations d'État dans le but de réduire le taux d'intérêt et d'augmenter... La liquidité dans l'économie, dans le but d'influencer l'économie réelle et financière par plusieurs canaux.

L'application de la politique d'assouplissement quantitatif dépend principalement de l'état de l'économie du pays, sachant que le Japon a été le premier à la mettre en œuvre en 1999, et qu'elle s'est ensuite étendue à divers pays du monde, comme les États-Unis et les pays de l'Union européenne, suite à la crise hypothécaire de 2008 qui a ébranlé l'économie mondiale.

.**Mots clés :** politique monétaire, crise, assouplissement quantitatif

تـمـهـيـد:

تعتبر السياسة النقدية من أهم السياسات الاقتصادية نظرا للدور الذي تؤديه في تحقيق أهداف المجتمع جنبا إلى جنب مع السياسات الأخرى، وتأتي أهميتها من تأثيرها الكبير على النظام الاقتصادي، فأي اختلال في أداء النظام النقدي يلقي بظلاله على أداء النظام الاقتصادي من حيث معدلات النمو ومستوى الإنتاج والتشغيل وتوزيع الثروة والدخل الحقيقي، وأدى تطور الوضع الاقتصادي إلى ظهور أزمات مالية أكثر حدة والذي تزامن مع تبني البنوك المركزية لسياسات نقدية توسعية، أثبتت هذه الأدوات التقليدية عجزها في معالجة هذه الأزمات.

اتبعت البنوك المركزية في الولايات المتحدة الأمريكية واليابان ودول الاتحاد الأوربي سياسات نقدية غير تقليدية واسعة النطاق لتوفير الحوافز لتنشيط الطلب، هذه التوسعات تمثلت في التوسع الكبير لموجودات البنك المركزي وخفض أسعار الفائدة على المدى الطويل وتدخلات في العملة وأسواق الأوراق المالية، وكذا تيسيرات كمية، كل ذلك لتعزيز النشاط الاقتصادي.

كما تبنت الجزائر سياسة التيسير الكمي سنة 2017 قصد تمويل عجز الموازنة العامة في ظل انخفاض أسعار البترول، وتم تبرير ذلك باستعمال هاته السياسة من طرف العديد من الدول المتقدمة.

إشكالية البحث:

ما مدى نجاح استخدام سياسة التيسير الكمي كأداة للتمويل غير التقليدي مقارنة بتجارب الدول المتقدمة؟

الأسئلة الفرعية:

- ما المقصود بسياسة التيسير الكمي وما مدى نجاحها في الدول المتقدمة؟
- هل الشروط والظروف في الجزائر ملائمة لتطبيق سياسة التيسير الكمي؟

- ❖ هل نجحت الجزائر في تطبيقها لسياسة التيسير الكمي؟
- ❖ فيم تتمثل الأثار التي يمكن أن تحدثها سياسة التيسير الكمي في الجزائر؟

فرضيات البحث:

- ❖ نجاح التجارب الدولية في تطبيق سياسة التيسير الكمي مرهون بالبيئة الاقتصادية لهاته الدول.
- ❖ سياسة التيسير الكمي هي مكمل للسياسة النقدية وليست بديلا لها.
- ❖ اختلاف الظروف الاقتصادية التي طبقت بها سياسة التيسير الكمي في بعض الدول المتقدمة والجزائر.
- ❖ يمكن استعمال سياسة التيسير الكمي في الجزائر ولكن لفترة قصيرة جدا وبحذر، حتى لا تحدث أثار تضخمية على الاقتصاد لضعف مرونة الجهاز الإنتاجي.

أهمية البحث:

- ❖ السياسة النقدية أصبحت من المواضيع التي تلقى اهتماما كبيرا من طرف الباحثين.
- ❖ أصبحت السياسة النقدية اليوم من بين أهم السياسات الاقتصادية بسبب الأزمات المالية والنقدية العالمية.
- ❖ دراسة أدوات حديثة للسياسة النقدية المستعملة في عدد محدود من الدول.
- ❖ الأثر الهام للسياسة النقدية على الاقتصاد العالمي.

أهداف البحث:

- ❖ تهدف الدراسة إلى التحديد النظري لمفهوم السياسة النقدية وسياسة التيسير الكمي.
- ❖ أسباب لجوء الحكومات إلى سياسة التيسير الكمي وأهميته.
- ❖ أثار تطبيق سياسة التيسير الكمي على اقتصاديات الدول.
- ❖ مقارنة بين السياسة المطبقة في الجزائر والتي طبقت في تلك الدول.

مبررات البحث:

- ❖ معرفة الأوضاع العامة لاقتصاديات الدول المتقدمة والدول النامية في ظل تطبيق سياسة التيسير الكمي.
- ❖ معرفة الظروف الاقتصادية للجزائر وأسباب اللجوء إلى سياسة التيسير الكمي.
- ❖ ألية عمل سياسة التيسير الكمي ومدى تأثيرها في السياسة النقدية وكذا أثارها على المدى القصير والطويل على الاقتصاد.

منهجية البحث:

- ❖ **المنهج الاستقرائي:** من خلال قراءة الدراسات والأبحاث والكتب السابقة وتصفح مواقع الكترونية التي عالجت هذا الموضوع.
- ❖ **المنهج التحليلي الوصفي:** من خلال وصف الظاهرة المدروسة وتحليل المؤشرات والإحصائيات الخاصة بها سواء تعلق الأمر بدراسة التجارب الدولية أو دراسة حالة الجزائر، لنخلص في الأخير إلى بعض النتائج والاقتراحات التي يمكن أن تفيد أصحاب القرار أو حتى الباحثين في هذا المجال.

الدراسات السابقة:

من أجل التعمق أكثر في موضوع البحث، تم الاستعانة ببعض الدراسات السابقة باللغة العربية منها:

1. **العيشي وليد، صديقي أحمد (2018):** تجربة التيسير الكمي في الجزائر، مجلة اقتصاديات المال والأعمال.

أبرز أهدافها هو محاولة تشخيص التجربة الجزائرية في مجال التمويل غير التقليدي، ومدى تطابقها مع سياسة التيسير الكمي التي اعتمدتها الدول المتقدمة.

وقد توصلت إلى أن هذا النوع من الأدوات أو الصيغ التمويلية الحديثة تحتاج لفعاليتها وجود سوق مالي نشيط، وهذا غير متوفر حاليا في الاقتصاد الجزائري ما يقلل فرصة نجاحه على الأقل في المدى القريب والمتوسط، وأن مستقبل برامج سياسة التيسير الكمي في الجزائر مرهون بأسعار المحروقات المستقبلية.

2. **أحمد ضيف (2021):** سياسة التيسير الكمي كألية للتمويل غير التقليدي (تجربة الجزائر مقارنة ببعض التجارب الدولية).

حيث تهدف هذه الدراسة إلى تحديد المفهوم النظري لسياسة التيسير الكمي، ودراسة شروط تطبيقها، وإسقاط ذلك على حالة الجزائر لمعرفة فعاليتها وتجنب أثارها السلبية على الاقتصاد الوطني.

وتوصلت هذه الدراسة إلى أن تطبيق سياسة التيسير الكمي يتطلب توفير شروط مناسبة وأهمها أن يكون الاقتصاد في حالة انكماش ومعدل التضخم منخفض، وأن يكون الجهاز الإنتاجي مرنا وقادر على استيعاب الكتلة النقدية، وأن اتباع الجزائر لسياسة التيسير الكمي بحجة تطبيقه في الدول المتقدمة غير مقبول بتاتا، حيث أن هناك اختلاف كبير بين اقتصاد تلك الدول واقتصاد الجزائر في نقاط عديدة.

3. **أنفال نسيب (2019):** التحديات والإصلاحات المصاحبة لسياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر.

وتهدف هذه الدراسة إلى التعرف على أدوات السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية وأهم التطورات التشريعية للسياسة النقدية في الجزائر، وتحديد أهم التحديات والصعوبات التي يمكن أن تتعرض لها الجزائر من خلال تطبيق سياسة التمويل غير التقليدي، وما هي أهم الإصلاحات المصاحبة له.

وتوصلت إلى أن سياسة التمويل الغير التقليدي في الجزائر تقوم على فكرة الإصدارات الجديدة ولكن دون مقابل وهي سياسة استثنائية ولمدة خمس سنوات، أي أنها

عبارة عن حلول مكملة وليست أساسية، ومن بين أهم التحديات التي ستواجه الاقتصاد الجزائري هو زيادة المعروض النقدي الذي سيصاحبه تضخم مفرط وبطالة كبيرة.

4. **حمزة رملي (2021):** التمويل غير التقليدي في الجزائر وفق تعديلات قانون النقد والقرض–هل الأمر يتعلق بالتيسير الكمي–، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات.

وكان الهدف من هذه الدراسة من خلال طرح التساؤل التالي: هل تتجه الجزائر إلى تبني سياسة التيسير الكمي على إثر تعديلات قانون النقد والقرض؟

وقد توصلت الدراسة إلى ا نان هناك اختلافا كبيرا بين سياسة التيسير الكمي والتمويل غير التقليدي المقصود وفق تعديلات قانون النقد والقرض في الجزائر، خاصة في جوانب متعلقة بفوارق هيكلة الأزمة وواقع الإصدار النقدي، حيث تم طبع النقود حقيقة في الجزائر وتمويل الخزينة من خلال هاته المبالغ، بينما تبقى ميكانيزمات إقفالها غير واضحة، ويبقى التحدي الكبير هو كيفية تسديد الخزينة العمومية لهذه الأموال التي تعتبر ديونا عليها عند تاريخ الاستحقاق.

5. **محمد صلاح وآخرون (8201):** دراسة تحليله لمحددات السياسة النقدية في تحقيق أهدافها– إشارة لبعض التجارب المختارة–.

كان الهدف من هذه الدراسة هو معرفة محددات تحقيق أهداف السياسة النقدية وتنفيذ أدواتها بما يتماشى وتحقيق أهدافها.

وقد توصلت إلى أن تباطؤ السياسة النقدية يعد من أكبر العوائق التي تقف بوجه المصارف المركزية وذلك لأن السياسة النقدية عندما تحاول معالجة مشكلة في الاقتصاد فإن ظهور تأثيرها يستغرق مدة من الزمن قد تطول أو تقصر بحس اقتصاد كل دولة، وكذلك تعارض أهدافها هو أحد المعوقات التي تقف أمامها وتحول دون التحقيق الدقيق لأهدافها المسطرة.

6. **مطاي عبد القادر، راشدي فتيحة (8201):** سياسة التيسير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات–تجربة كل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية، مجلة رؤى اقتصادية.

هدف هاته الدراسة كان من خلال طرح السؤال التالي: كيف تساهم سياسة التيسير الكمي في علاج الأزمات وما مدى نجاعة استخدامها في كل من الولايات المتحدة الأمريكية واليابان؟

وتوصلت إلى أن رهان الدول الكبرى على نجاح سياسة التيسير الكمي يعتمد أولا على أسواقها المحلية وليس على زيادة صادراتها فقط، وهو ما نجحت فيه الولايات المتحدة الأمريكية، كما نجحت اليابان في تحسين نمو الناتج.

7. **محمد هاني، ميلود وعيل (8201):** سياسة التيسير الكمي كآلية حديثة لتطبيق السياسة النقدية–دراسة تحليلية نظرية لآفاق تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر، مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات.

تهدف هذه الدراسة إلى تتبع إمكانية تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر كآلية جديدة في السياسة النقدية، ومدى تأثير ذلك وانعكاساته الإيجابية والسلبية في الاقتصاد الجزائري.

وأبرز ما توصلت إليه هو أن الإشكال في الاقتصاد الجزائري يكمن في الخلل الهيكلي وليس في تمويل الموازنة العامة السنوية أو حتى تمويل الأعوان الاقتصاديين، وعليه فإن تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر في ظل هاته الظروف لا طائل منه، وستكون له انعكاسات سلبية خطيرة على الاقتصاد الوطني.

8. **هدى هذباء يونسي، مدوخ ماجدة (2019):** أثر سياسة التيسير الكمي على المستوى العام للأسعار في الجزائر، مجلة أفاق علمية، جامعة تمنراست.

هدف هذه الدراسة هو معرفة الدوافع التي أدت بالبنك المركزي الجزائري إلى استخدام سياسة التيسير الكمي، وما تداعياتها على المستوى العام للأسعار، وكيف كانت نتائجها على الاقتصاد الأمريكي والأوربي؟

وقد توصلت هاته الدراسة إلى أن اتباع بنك الجزائر سياسة التيسير الكمي كانت لها تداعيات خطيرة على المستوى العام للأسعاروتدهور القوة الشرائية، وخلال الأزمة المالية العالمية قام البنك الفيدرالي بتخفيض أسعار الفائدة وتطبيق سياسة التيسير الكمي مما أدى إلى تحسن الأوضاع الاقتصادية، حيث ارتفعت معدلات النمو إلى 2.6 بالمئة في سنة 2014م بعدما كانت -2.8 بالمئة سنة 2009م، كما انخفضت معدلات البطالة من 9.3 بالمئة سنة 2009م إلى 6.3 بالمئة سنة 2014م.

أما الاقتصاد الأوربي فساهمت في الرفع من معدلات النمو وتخفيض معدلات البطالة إلى 6.94 بالمئة سنة 2018م.

كما تمت الاستعانة أيضا ببعض الدراسات باللغة الأجنبية منها:

1. OGAWA Eiji, WANG Zhiqian 2015: Effects of a Quantitative Easing Monetary Policy Exit Strategy on East Asian Currencies.

تناولت الدراسة آثار التغيرات في السياسة النقدية، وخاصة آثار رفع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة على عملات شرق آسيا.

وتوصلت إلى أن دول شرق آسيا ستواجه تدفقات رأس المال إلى الخارج مما يؤدي إلى انخفاض قيمة عملاتها المحلية في حين تواجه ضغوطا تصاعدية مقابل أسعار الفائدة الخاصة بها إذا تبنى بنك الاحتياطي الفيدرالي استراتيجية خروج من السياسة النقدية للتيسير الكمي ورفع أسعار الفائدة.

2. Haytem Ahmed and Murray, matt, a.t, quantitative easing in japan and the UK an econometric evaluation of the impacts of unconventional monetary policy on the returns of aggregate output and price levels.

تهدف هذه الدراسة إلى إجراء تقييم اقتصادي قياسي لتأثيرات السياسة النقدية غير التقليدية على عوائد إجمالي الناتج ومستويات الأسعار في اليابان والمملكة المتحدة.

وتخلص إلى أن الإجراءات التي اتخذها بنك اليابان كانت أكثر نجاحًا في رفع المستويات الإجمالية للإنتاج والأسعار من تلك التي اتخذها بنك إنجلترا.

حدود الدراسة:

- **الحدود الزمنية:** شملت الدراسة إحصائيات من تقارير وطنية ودولية خلال الفترة الممتدة من سنة 2001م إلى غاية 2019م.
- **الحدود المكانية:** تم اختيار دول (الولايات المتحدة الأمريكية، دول الاتحاد الأوربي، اليابان) بغرض إجراء دراسة تحليلية وتطبيقية، وكذا اختيار الجزائر بغرض إجراء دراسة تحليلية وتطبيقية ومقارنتها بهاته الدول.

هيكل الدراسة:

يتم تناول الموضوع على النحو التالي:

مقدمة عامة، فصلين، خاتمة عامة تحتوي على أهم النتائج المتوصل اليها، خصص الفصل الأول للجانب النظري للسياسة النقدية حيث قسم إلى ثلاثة مباحث، المبحث الأول بعنوان السياسة النقدية تضمن تعريفا لها وتطورها وأدواتها، أما المبحث الثاني يدور حول السياسة النقدية غير التقليدية، وتضمن أيضا تعريفا وأدوات وشروط تطبيقها، والمبحث الثالث بعنوان التيسير الكمي من خلال التطرق إلى تعريفه وقنواته وأثاره.

أما الفصل الثاني خصص للجانب التطبيقي بعنوان: الإطار التطبيقي لسياسة التيسير الكمي حيث قسم إلى مبحثين، الأول للتجارب الدولية (اليابان، الو م أ، دول الاتحاد الأوربي) والثاني تضمن تجربة الجزائر.

تنتهي الدراسة باستخلاص أهم النتائج التي تم التوصل لها والتوصيات وأفاق الدراسة.

صعوبات الدراسة:

اقتصار العنوان على وجود دراسات فقط وعدم وجود كتب وقلة المذكرات نظرا لحداثة الموضوع خاصة فيما يتعلق بحالة الجزائر.

الفصل الأول

الإطار النظري للسياسة النقدية

تمهيد:

تعبر السياسات الاقتصادية عن الأهداف التي ترسمها الدول للنهوض باقتصاداتها أو تجنيبها الوقوع في الأزمات، ولأنها تخص الهيكل الاقتصادي الكلي للدولة فإن السياسة النقدية التي تسند للبنك المركزي والسياسة المالية التي تكون من مهام الحكومة والقروض العامة هي من الإيرادات غير العادية للدولة وتربط بين السياستين، فإن تفاعلها وتأثيراتها المتبادلة تعطي نظرة عن وضعية الاقتصاد الحقيقية.

وقد شهد القرن 19م ظهور دراسات منتظمة خاصة بالسياسة النقدية وكل ما يتعلق بالنقود، حيث تعد هاته الأخيرة من أبرز متغيرات البيئة الاقتصادية وإحدى الأدوات المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل، فهي تشكل إلى جانب السياسات الاقتصادية الأخرى آلية فعالة لحماية الاقتصاد، حيث تقوم بالحفاظ على استقرار المستوى العام للأسعار والعمل على تفعيل النشاط الاقتصادي من خلال الأدوات والوسائل والصلاحيات المتاحة للسلطات المختصة بتنفيذها.

حيث أصبحت هذه الأدوات غير قادرة على مواجهة ومعالجة تلك الأزمات، الأمر الذي أجبر البنوك المركزية على ضرورة إيجاد أدوات جديدة يطلق عليها اسم أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، حيث اعتمدت الجزائر مع نهاية سنة 2017م على آلية جديدة لتمويل عجز الموازنة العامة، وهي شبيهة بألية التيسير الكمي المطبقة في الولايات المتحدة الأمريكية بعد أزمة الرهن العقاري سنة 2008م وكذا دول الاتحاد الأوربي، وكانت اليابان هي السباقة لتطبيق هاته السياسة.

وعليه سنتناول في هذا الفصل المباحث الأتية:

- المبحث الأول: السياسة النقدية.
- المبحث الثاني: السياسة النقدية غير التقليدية.
- المبحث الثالث: التيسير الكمي.

المبحث الأول: السياسة النقدية.

تستخدم الحكومات عدة سياسات منها السياسة المالية، التجارية، سياسة الأجور والسياسة النقدية للتأثير على مستوى النشاط الاقتصادي، سنتطرق في مبحثنا هذا عن ماهية وتطور وأدوات السياسة النقدية.

المطلب الأول: تعريف السياسة النقدية.

هناك عدة تعاريف للسياسة النقدية نذكر منها:

- "هي عبارة عن التحكم في كمية النقود المتداولة، وهي الإجراءات والأساليب المتعددة التي تتخذها السلطات النقدية في الدولة في إدارة كل من النقود والائتمان وتنظيم السيولة اللازمة للاقتصاد الوطني لتحقيق أهداف الدولة الاقتصادي والاجتماعية والسياسية والمالية".[1]
- وعرفها **Einzig:** "تشمل جميع القرارات والإجراءات الغير النقدية التي تهدف إلى التأثير في النظام النقدي".[2]
- تعبر عن "الإجراءات اللازمة التي تمكن السلطات النقدية من ضبط عرض النقود أو التوسع النقدي، ليتماشى وحاجة المتعاملين الاقتصاديين، وهي هدف البنك المركزي في ممارسته للرقابة على النقود، على معدلات الفائدة وعلى شروط القروض".[3]
- ويمكن تعريفها بأنها: عبارة عن جميع الوسائل المختلفة التي تطبقها السلطات النقدية المختصة في الشأن النقدي والائتمان لتحقيق هدف اقتصادي محدد وذلك بإحداث التأثيرات اللازمة على النقد.

---

1 عفو محمود الكفراوي، **السياسة المالية والنقدية في ظل الاقتصاد الإسلامي**، مركز الإسكندرية للكتاب، الطبعة الثانية، مصر، 2006، ص145.

2 زكريا الدوري، يسرا السامرائي، **البنوك المركزية والسياسات النقدية**، دار اليازوري للنشر، عمان، 2006، ص 185.

3 عبد المجيد قدي، **المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية– دراسة تحليلية تقييمية**، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، 2005، ص53.

❖ وكذلك تعرف السياسة النقدية على أنها: مجموعة الإجراءات والتدابير المتعلقة بتنظيم عملية الإصدار النقدي والرقابة على الائتمان وتوجيه الطلب النقدي في الاتجاهات المرغوبة خاصة من حيث تنظيم السوق النقدي وضمان الدعم المناسب واللازم للسياسة الاقتصادية بشكل عام، مواكبة بذلك مختلف الظروف السائدة في الاقتصاد خلال فترة زمنية محددة، ولهذا يجب أن تتمتع إجراءاتها وتدابيرها بدرجة من المرونة والمصداقية المناسبتين لأي تغير مرغوب في الأسواق خاصة في ظل الأزمات المالية.[1]

❖ وبالمفهوم الواسع يمكن القول: إنها تعبر عن موقف السلطة السياسية اتجاه النظام النقدي الدولي للمجتمع الذي يحكمه، وبناء عليه فإن السلطات تقوم بتحديد بعض الأهداف القومية التي تسعى إلى تحقيقها على الصعيد الاقتصادي، ومن ثم تستخدم الوسائل المختلفة لتحقيقها عن طريق اتباع السياسة النقدية المناسبة والتي تساعد على خلق الظروف الملائمة لتحقيق هذه الأهداف باستخدام أدوات السياسة النقدية.[2]

من خلال التعاريف السابقة يمكن تحديد مفهوم للسياسة النقدية وهي مجموعة الأدوات والوسائل والأليات والإجراءات التي تقوم بها السلطة النقدية لتحقيق أهداف خلال فترة زمنية معينة، منها الحفاظ على قيمة النقد المحلي ومنها أهداف أخرى مباشرة وغير مباشرة تنتهي بالحفاظ على الاستقرار الاقتصادي، التوازن النقدي، استقرار المستوى العام للأسعار وغيرها، ومن ثم زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

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

---

1 السامرائي، **البنوك المركزية والسياسات النقدية**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة العربية، عمان، الأردن، 2013، ص 186.

2 هيثم الزعبي، حسن أبو الزيت، **الاقتصاد الكلي**، دار الفكر للطباعة والنشر، الطبعة الأولى عدم ذكر مكان النشر، 2000، ص 190.

المطلب الثاني: تطور السياسة النقدية وأهدافها.

الفرع الأول: تطور السياسة النقدية.

ندرسها من خلال النظرية النقدية الكلاسيكية (نظرية كمية النقود ومعادلة كامبريدج) والنظرية الكينزية والنظرية النقدية المعاصرة.

أولا: النظرية النقدية الكلاسيكية (نظرية كمية النقود ومعادلة كامبريدج):

اهتمت المدرسة الكلاسيكية بتحليل العوامل المحددة لقيمة النقود والمستوى العام للأسعار، فحاول البعض أن يوجز أسباب تقلب الأسعار في تغير عرض النقود، بينما نظر البعض إلى ذلك الجزء من النقود الذي يتداوله الأفراد بوصفه دخلا لهم.

وقد ظهرت نظريتان في تفسير قيمة النقود، هما نظرية كمية النقود ونظرية الدخل، وجهت الأولى اهتمامها ناحية عرض النقود، واهتمت الثانية بالطلب على النقود سواء عند اكتسابها أو حين إنفاقها.

ويستند النموذج الكلاسيكي إلى الافتراضات التالية[1]:

- إن كل الأسواق (أسواق السلع والعمل) تسودها المنافسة الكاملة والاقتصاد في حالة تشغيل كامل.
- لا يخضع أصحاب العمل ولا العمال للخداع النقدي، بمعنى أنهم يبنون قراراتهم ليس على أساس المستوى المطلق للأسعار أو على أساس معدل الأجر النقدي ولكن تبنى قراراتهم على أساس الأسعار النسبية للسلع وعوامل الإنتاج وعندما يقرر العمال كمية العمل التي يعرضونها إنما يتأسس هذا القرار على الأجر الحقيقي وليس على المستوى المطلق للأجر النقدي.
- المرونة الكاملة للأجور النقدية وأسعار السلع.

1 أحمد أبو الفتوح الناقة، **نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية –مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية**، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 349.

- قانون ساي للأسواق مضمونة (العرض يخلق الطلب).
- يتم النمو تلقائيا دون تدخل الدولة في الحيادية الاقتصادية (حيادية الدولة).

1. **نظرية كمية النقود: أرفينج فيشر Irving Fisher:**

قامت هذه النظرية على بعض الفروض، من أهمها:

- ثبات الحجم الحقيقي عند مستوى التشغيل الكامل.
- أن الطلب على النقود هو طلب مشتق من الطلب على السلع والخدمات ووظيفة النقود كوسيط للتبادل.
- ثبات سرعة دوران النقود: وتعرف على أنها متوسط عدد المرات التي تنتقل فيها الوحدة النقدية من يد إلى أخرى خلال فترة زمنية معينة[1]، هي ثابتة على الأقل في المدى القصير[2] لأنها تحدد بعوامل بطيئة التغير ومستقلة عن كمية النقود مثل درجة كثافة السكان وتطور العادات المصرفية ومستوى تطور وتقدم الجهاز المصرفي والأسواق المالية والنقدية، وهاه العوامل كلها لا تتغير في الأجل القصير[3] وقد رمز فيشر لسرعة دوران النقود ب **V** أما سرعة تداول الودائع البنكية ب **V'**.
- النظر إلى المستوى العام للأسعار كمتغير تابع وهو كنتيجة وليس سببا للتغير في العوامل الأخرى.
- هناك علاقة طردية بين الإصدار النقدي ومستوى الأسعار، وبهذا يفسر الكلاسيك الارتفاع في المستوى العام للأسعار (التضخم).

مضمون النظرية:

تقوم نظرية كمية النقود على أساس مجموعة من الافتراضات المتعلقة لأهمية تغيرات كمية النقود بالنسبة إلى غيرها من العوامل في التأثير على مستوى الائتمان،

1 ناظم محمد نوري الشمري، **النقود والمصارف والنظرية النقدية**، دار زهران للنشر والتوزيع، ص244.

2 احمد أبو الفتوح علي الناقة، **مرجع سابق**، ص350.

3 إمامة مكي محمد السيد، طارق محمد الرشيد، **العلاقة السببية بين عرض النقود والتضخم في السودان-1990-2012**، مجلة العلوم والتقانة في العلوم الاقتصادية، المجلد 16، العدد 02، 2015، ص 21.

فيرى أنصار هذه النظرية أن كمية النقود هي العامل الفعال والمؤثر في تحديد المستوى العام للأسعار والتناسب بينهما تناسبا طرديا.

ويتخذ أنصار هذه النظرية معادلة التبادل أداة تحليلية لبيان وجهات نظرهم كما يلي[1]:

.MV=PT

M : كمية النقود المتداولة وتشمل النقود الورقية والنقود المساعدة والودائع الجارية.

V : سرعة دورانها (متوسط عدد المرات التي تنتقل فيها وحدة النقد من يد إلى أخرى).

P : المستوى العام للأسعار.

T : حجم المبادلات.

هذه المعادلة تحدد جميع العوامل التي تتفاعل بطريقة مباشرة في تحديد مستوى الأسعار، وقد ظهرت معادلة أخرى تسمى بمعادلة التبادل الاقتصادي لفيشر أيضا، حيث أدخل النقود المصرفية في التبادل فأصبحت المعادلة كالتالي:

- **PT=M'V'+MV**
- **M**: النقود القانونية.
- **V**: سرعة دورانها.
- **M'**: النقود المصرفية.
- **V'**: سرعة دورانها.

1 أحمد أبو الفتوح الناقة، **مرجع سابق**، ص 350.

والهدف من الفصل بين M و M' هو حتى يتبين أهمية كل منهما في تحقيق مستوى معين من المبادلات ورغم هذا التقديم فإن الخلاصة لا تتغير، فكل تغير في عنصر من العناصر النقدية له تأثير فقط على الأسعار، وبالتالي فإن النقد محايد[1].

إذن السياسة النقدية عند الكلاسيك هي سياسة محايدة يتمثل دورها في خلق النقود لتنفيذ المعاملات، أي أن حجم المعاملات هو الذي يحدد كمية النقود الواجب توفرها.

وقد وجهت لهذه النظرية العديد من الانتقادات منها:

- تجاهلت النظرية أثر أسعار الفائدة على كمية النقود.
- درست قيمة النقود في إطار ساكن حيث لم تشرح كيفية تحديد القيمة.
- تجاهلت الطلب على النقود للأغراض المختلفة كالمضاربة مثلا.
- ربطت بين كمية النقود وبين المستوى العام للأسعار بنسبة غير مقبولة إحصائيا وعمليا، حيث أن التغير في أسعار السلع لا يسير بنفس الاتجاه لجميع السلع[2].

رغم هذه الانتقادات فإن هذه النظرية تعتبر ذات قيمة كبيرة، فقد جلبت الانتباه حول بعض المتغيرات الكلية الهامة التي تعكس النشاط الاقتصادي، مثل كمية المبادلات وكمية النقود، كما أنها مهدت لدراسة الجوانب الأخرى من الاقتصاد التي تتحكم في مسلك النقود وسرعة تداولها.

2. نظرية الدخل ومعادلة كامبريدج:

تربط نظرية الدخل في التحليل بين فكرتي الدخل والمنفعة لتفسير تقلبات قيمة النقود، وهي ترى أن تقلبات الأسعار تتوقف على الحركات الخاصة بالدخل النقدي والدخل من السلع والخدمات، والذي يؤثر على الأسعار هي كمية النقود التي تصل إلى الأسواق، وقد مهد هذا الاتجاه للعديد من النظريات من بينها نظرية كامبريدج.

1 أحمد أبو الفتوح الناقة، **مرجع سابق**، ص 357.

2 إسماعيل محمد هاشم، **مذكرات في النقود والبنوك**، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 1976، ص129-131.

معادلة كامبريدج:

يرى ألفريد مارشال أن الأعوان الاقتصاديين يميلون للاحتفاظ بأرصدة نقدية سائلة لمقابلة ما يقومون بشرائه من سلع وخدمات، وهو ما أطلق عليه ب "التفضيل النقدي"، وهذا التحليل يرتكز على طلب الأفراد للنقود للاحتفاظ بها على شكل أرصدة نقدية عاطلة.

وصيغت المعادلة من الشكل التالي[1]:

- **Md=KY.**
- **Md** : الطلب على النقود.
- **Y** : الدخل.
- **K** : التفضيل النقدي للمجتمع وهو نسبة من الدخل الوطني التي يرغب الأفراد الاحتفاظ به في شكل نقدي سائل.

ومع فرض استخدام النقود لغرض سائل وثبات نسبة الرصيد النقدي K، وبما أن سرعة دوران النقود ثابتة للفترة القصيرة، واعتبار أن K هو مقلوب Y، فسيكون أي تغير في كمية النقود ذا تأثير على مستوى الأسعار أي: P=f(M)

وبالتالي نفس تحليل معادلة التبادل، مما يعني حيادية السياسة النقدية، فتأثير تغير النقود يكون فقط على المستوى العام للأسعار، مما يعني عدم فاعليتها في التأثير على الدخل ومعدلات الفائدة والجانب الحقيقي للاقتصاد.

ثانيا: النظرية الكينزية.

أدت أحداث الكساد العالمي سنة 1929م إلى ثورة حقيقية في الفكر الاقتصادي، حيث بحث كينز أثر النقود على مختلف أوجه النشاط الاقتصادي بدلا من اقتصاره في تفسير قيمة النقود، والتي هي حسب كينز انعكاس لظاهرة أخرى أكثر أهمية وهي مستوى

1 سهير محمد معتوق، **الاتجاهات الحديثة في التحليل النقدي**، الدار المصرية اللبنانية، مصر، 1988، ص 33.

العمالة والدخل الوطني، وبالتالي مستوى الطلب الفعال والذي هو "جزء من الطلب الكلي المتوقع الذي يحقق للمنظمين أكبر ربح ممكن"[1].

ويبني كينز نظريته على الفرضيات التالية:

- تعتبر النقود سلعة كبقية السلع تطلب لذاتها.
- عرض النقود متغير خارجي تحدده السلطات النقدية.
- تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي لمعالجة الاختلالات.
- عدم الإيمان بالتشغيل التام.
- يعتبر تحليل كينز تحليلا كليا.
- عرض النقود متغير مستقل وثابت ويتحدد بواسطة البنك المركزي.
- على عكس التقليدين (الفائدة كثمن للادخار)، يرى كينز بأن "الفائدة ثمن للنقود، أي كثمن للتنازل عن السيولة (ليس كما يرى التقليديون كثمن لتأجيل الاستهلاك)، ويترتب على ذلك أن الفائدة شأنها كأي ثمن أخر تتحدد بعرض وطلب النقود".
- أدخل كينز ثلاث دوافع للطلب على النقود: "غرض المعاملة، الاحتياط والمضاربة.

حيث يتعلق الطلب بغرض المعاملات والاحتياط بالدخل، وتعتمد المضاربة على معدل الفائدة"[2].

ثالثا: النظرية النقدية المعاصرة.

ترجع النظرية النقدية التقلبات في النشاط الاقتصادي ومن ثم عدم الاستقرار والأزمات الاقتصادية إلى التغيرات في كميات النقود التي لا تتناسب مع التغيرات في إنتاج السلع والخدمات، حيث يؤكد فريدمان أن معظم أوضاع الانكماش أو الركود

1 إسماعيل محمد هاشم، **مرجع سابق**، ص 148.

2 Michelle de MOURGUES, **La monnaie**, **système financier et théorie monétaire**,3 édition, Economica, paris, 1993, p 363.

الاقتصادي يسبقها انخفاض في معدلات نمو عرض النقد، وان حالات التوسع الاقتصادي تسبقها تزايد في معدلات نمو عرض النقد[1].

يتزعم هذه المدرسة الاقتصادي الأمريكي Friedman Milton حيث تبنى التحليل الكلاسيكي في نظرية الطلب على النقود لكن بأكثر شمولية وأكثر اتساع، وفي نفس الوقت لم يهمل التحليل الكينزي وأخذ بعض جوانبه.

ومن أهم فرضياته[2]:

- استقلالية الكمية النقدية (عرض النقود) عن طلب النقود.
- استقرار دالة الطلب على النقود.
- رفض فكرة مصيدة السيولة عند بناء دالة الطلب على النقود.
- يتوقف الطلب على النقود على نفس الاعتبارات التي تحكم ظاهرة الطلب على السلع والخدمات.

ومن ثم فقد اعتبر فريدمان الطلب على النقود جزءا من نظرية الثروة أو نظرية رأس المال والتي تهتم بتكوين الميزانية أو محفظة الأصول.

فميز بين حائزي الأصول النهائيين الذين تمثل النقود بالنسبة لهم سلعة رأسمالية مثل الآلات والمخزونات.

الفرع الثاني: أهداف السياسة النقدية:

إن الهدف الرئيس من السياسة النقدية لأغلب البنوك المركزية هو تحقيق استقرار الأسعار من خلال المحافظة على قيمة العملة الوطنية داخليا وخارجيا، ويعني ذلك على

1 الطاهر جليط، **دراسة قياسية لأثر العرض النقدي على التضخم والنمو الاقتصادي في الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير**، جامعة جيجل، الجزائر، ص 98.

2 أحمد أبو الفتوح الناقة، **مرجع سابق**، ص 279.

صعيد الاقتصاد المحلي إبقاء التضخم منخفضا ومستقرا، أما على صعيد الاقتصاد الخارجي فيعني استهداف استقرار أسعار الصرف[1].

يمكن تعريف الأهداف النهائية للسياسة النقدية على أنها تلك المؤشرات التي يسعى كل بلد إلى تحقيقها في إطار الأهداف الاقتصادية الكلية، حيث تسعى السياسة النقدية دوما إلى بلوغ الأهداف العامة أو النهائية وذلك نظرا لاعتبارها أداة أو وسيلة من الوسائل الظرفية الاقتصادية في أي اقتصاد كان.

وبلوغ تلك الأهداف لن يأتي إلا من خلال المرور بأهداف أولية ووسيطيه، والتي تعتبر حلقة وصل لتحقيق الأهداف النهائية.

وقد تختلف من دولة إلى أخرى لعدة اعتبارات، وتستهدف السياسة النقدية بالدرجة الأولى التأثير على كمية النقود المتداولة في الاقتصاد ومعدلات الفائدة قصد التأثير على مستوى الأداء الاقتصادي بشكل عام، وتسعى السياسة النقدية إلى ضمان التوازن الاقتصادي الداخلي والخارجي.

تتمثل هذه الأهداف في:

أولا: الأهداف الأولية للسياسة النقدية:

تمثل الأهداف الأولية حلقة بداية في استراتيجية السياسة النقدية، وهي متغيرات يحاول البنك المركزي أن يتحكم فيها للتأثير على الأهداف الوسيطية.

فمثلا عندما يقرر تغيير معدل نمو النقود الإجمالي فإنه يجب تبني متغيرات احتياطات البنوك وظروف سوق النقد في الآجل الطويلة، ولهذا فالأهداف الأولية ما هي إلا صلة ترابط بين أدوات السياسة النقدية والأهداف الوسيطية[2].

---

1 سايمون غرابي، نك تالبوت، **العمليات النقدية، كتيبات عن البنوك المركزية، العمليات النقدية**، مركز دراسات المصارف المركزية، بنك إنكلترا، لندن، 2006، ص1.

2 إيمان قاضي، هاجر دغة، **استخدام السياسة النقدية غير التقليدية في الدول المتقدمة-عرض حالة الجزائر**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي، علوم اقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة المسيلة،

وتتمثل الأهداف الأولية في مجموعتين من المتغيرات:

1. مجمعات الاحتياطات النقدية:

تعرف القاعدة النقدية على أنها الأصول التي يمكن استخدامها في المعاملات، وتكون من زاوية استخداماتها من العملة في التداول والاحتياطي النقدي لدى البنوك المركزية.

وفيما يخص المجمع الاحتياطي الأكثر فعالية وسهولة، فبقي الجدل قائما حوله نظرا لأن هذه الفاعلية تتعلق بالتجربة وليس بالتنظير فقط، وكذا يبدي تحكم السلطات النقدية في المجاميع، وهي (النقود المتداولة–الودائع–الاحتياطات المصرفية)[1].

2. ظروف سوق النقد:

تتكون هذه المجموعة من الاحتياطات الحرة، معدل الأرصدة وأسعار الفائدة الأخرى التي يمارس عليها البنك المركزي رقابة قوية، ونعني بظروف سوق النقد عموما قدرة المقترضين ومواقفهم السريعة أو البطيئة في معدل نمو الائتمان ومدى ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة وشروط الإقراض الأخرى[2].

فيما يخص الاحتياطات الحرة فإنها تمثل الاحتياطات الفائضة للبنوك لدى البنك المركزي مطروحا منها الاحتياطات التي اقترضت منها هذه البنوك من البنك المركزي، وتسمى صافي الإقراض.

وقد استعملت ظروف سوق النقد كأرقام قياسية مثل معدلات الفائدة على أذونات الخزانة والأوراق التجارية، معدل الفائدة الذي تقرضه البنوك على العملاء ومعدل الفائدة على قروض البنوك فيما بينها.

الجزائر، 2019/2020، ص 12.

1 صالح مفتاح، **النقود والسياسة النقدية**، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، 2005، ص 124.

2 صالح مفتاح، **مرجع سابق**، ص 124.

ثانيا: الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية.

هي المتغيرات النقدية القابلة للمراقبة من طرف السلطات النقدية والمرتبطة بشكل ثابت ومقدر بالأهداف النهائية مثل مقدار النمو السنوي للكتلة النقدية[1].

1. معدل الفائدة كهدف وسيط[2]:

يتعلق تحديد معدلات الفائدة بنمو الكتلة النقدية، كما يعتبر من أهم محددات سلوك العائلات والمستثمرين فيما يخص الادخار والاستثمار، لذا يجب على السلطات العامة الاهتمام بتقلبات معدلات الفائدة، والمشكل المطروح هنا هو كيفية تحديد المستوى الأمثل لهذه المعدلات خاصة وأنه يتأثر بمعدلات الفائدة السائدة في الخارج في ظل اقتصاد السوق، إلى جانب عرض وطلب رؤوس الأموال وكذا ارتباطه بالسياسة النقدية للدولة، هذه الأخيرة التي يجب عليها أن تعمل على إبقاء تغير معدلات الفائدة ضمن هوامش غير واسعة نسبيا، تحقق التوازن في الأسواق وتتفادى وقوع ضغوط تضخمية أو كساد.

ويوجد العديد من معدلات الفائدة في الاقتصاديات المتطورة وأبرزها:

- **المعدلات الرئيسية:** وهي التي يقرض بها البنك المركزي البنوك التجارية، كما يستند اليها في تحديد معدلات الإقراض بين البنوك.
- **معدلات السوق النقدية:** وهي المعدلات التي يتم على أساسها تداول الأوراق المالية القصيرة الأجل القابلة للتداول (سندات خزينة قابلة للتداول، شهادات إيداع، أوراق خزينة.... الخ).
- **معدلات التوظيف في الأجل القصير:** كالحسابات على الدفاتر.
- **المعدلات المدينة:** وهي المطبقة على القروض الممنوحة.

وتتأثر هذه المعدلات كلها بمعدل الفائدة الذي يقرضه البنك المركزي على قروض النقد المركزية.

---

1 Monique Béziade, **La monnaie et ses mécanismes**, paris, 1989, p 99.

2 عبد المجيد قدي، **مرجع سابق**، ص 64.

2. معدل صرف النقد مقابل العملات الأخرى:

يعتبر سعر الصرف النقدي مؤشرا هاما على الأوضاع الاقتصادية للبلد، حيث يكون كهدف للسلطة النقدية، ويعمل انخفاض سعر الصرف على تحسين وضعية ميزان المدفوعات.

لكنه في المقابل يشجع الضغوط التضخمية، أما في حالة ارتفاع سعر الصرف فهذا يفرض ضغطا انكماشيا، مما يؤدي إلى خروج بعض المؤسسات غير القادرة على التأقلم وبالتالي انخفاض في مستويات النمو[1].

لذلك تعمل السلطات النقدية على استقرار سعر الصرف لضمان استقرار وضعية البلاد اتجاه الخارج، عن طريق ربط عملتها بعملات قوية قابلة للتحويل والحرص على استقرار سعر الصرف لعملتها، لكن رغم ذلك فان موجات المضاربة الشديدة على العملات يصعب السيطرة والتحكم في هذا الهدف.

3. المجمعات النقدية:

هي عبارة عن مؤشرات لكمية النقود المتداولة والتي تعكس قدرة الأعوان الماليين المقدمين على الإنفاق.

وبالنسبة للنقديين فان تثبيت معدل نمو الكتلة النقدية في مستوى قريب من معدل نمو الإنتاج يعتبر الهدف الرئيسي للسياسة النقدية وذلك لعدة مزايا أهمها:

- تفادي حدوث عدم استقرار من جانب عرض النقود.
- التقليل من الاضطرابات الناجمة عن مصادر غير العرض النقدي.
- ضمان الثبات النسبي لمستوى الأسعار على المدى الطويل، ويرتبط عدد المجمعات النقدية بطبيعة الاقتصاد وكذا درجة الصناعة المصرفية والمنتجات المالية، وتعتبر هذه المجمعات كمصدر معلومات عن وتيرة النمو المختلف للسيولة.

1 صالح مفتاح، **مرجع سابق**، ص 21.

ثالثا: الأهداف النهائية للسياسة النقدية.

تعتبر الأهداف الأولية والوسيطة في الاستراتيجية الحديثة للسياسة النقدية أدوات مساعدة لتحقيق الأهداف النهائية لها، وتتمثل في تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار، العمالة الكاملة، تحقيق معدلات عالية من النمو الاقتصادي وتحقيق التوازن في ميزان المدفوعات، هذه الأهداف الأربعة تعرف بأهداف "المربع السحري" والتي عرفها الاقتصادي الإنجليزي "نيكولاس كالدور".

1. **تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار[1]:**

يجمع الاقتصاديون في الوقت الحاضر على أن الهدف الرئيسي للسياسة النقدية ينبغي أن يكون هو الحفاظ على استقرار الأسعار وعلى القدرة الشرائية للعملة المحلية، ويعني هذا أن التضخم ينبغي أن يظل منخفضا كأن يتراوح مثلا بين 1 % و4% سنويا وأن تلتزم الحكومة بعدم تطبيق سياسات تمويل العجز عن طريق زيادة المعروض النقدي.

حيث أنه في حالة عدم التأكد من تقلبات أسعار السلع والخدمات هذا يؤثر سلبا على الاستقرار الاقتصادي، وبالتالي يصعب التخطيط للسياسة النقدية.

2. **العمالة الكاملة:**

يعتبر هذا الهدف مهما لسببين: السبب الأول يتمثل في أن معدل البطالة المرتفع يسبب مشاكل اجتماعية فتصبح العائلات تواجه مشاكل مالية حقيقية.

والسبب الثاني يتمثل في أن معدل البطالة المرتفع يضيع على الاقتصاد عناصر إنتاج تتمثل في اليد العاملة غير المستغلة، والتي هي مورد اقتصادي هام.

1 غدير هيفاء غدير، **السياسة المالية والنقدية ودورها التنموي في الاقتصاد السوري**، منشورات الهيئة العامة السورية، سوريا، 2010، ص 35.

ولمحاربة البطالة وتحقيق هدف التشغيل الكامل يجب أن تمس إجراءات السياسة النقدية تنشيط الاقتصاد لزيادة الاستثمار وبالتالي زيادة العمالة إلى جانب تنشيط الطلب الفعال.

3. تحقيق معدلات عالية من النمو الاقتصادي:

يرتبط هذا الهدف بالأهداف النهائية الأخرى للسياسة النقدية، خاصة هدف التشغيل الكامل، حيث أن النمو الاقتصادي يكون سببا في امتصاص الفائض من العمالة إلى جانب أن استقرار الأسعار وتحسين ميزان المدفوعات عاملان أساسيان للنمو الاقتصادي[1].

4. تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات:

يعرف ميزان المدفوعات بأنه بيان إحصائي يلخص بطريقة منهجية المعاملات الاقتصادية لاقتصاد بلد ما مع باقي اقتصادات العالم في فترة زمنية معينة، يكون هذا الميزان في صالح البلد عندما تكون إيراداته أكبر من نفقاته للعالم الخارجي، وتسعى كل الدول إلى جعل هذا الميزان لصالحها بهدف المحافظة على مخزونها الذهبي واحتياطاتها من العملة الصعبة.

ففي حالة حدوث عجز في ميزان المدفوعات يمكن للسياسة النقدية علاجه عن طريق قيام البنك المركزي برفع سعر إعادة الخصم الذي يدفع بالبنوك التجارية إلى رفع أسعار الفائدة على القروض التي ينجم عنها تقليل حدة الائتمان والطلب المحلي على السلع والخدمات.

وبالتالي انخفاض المستوى العام للأسعار مما يشجع الصادرات المحلية ويقلل الطلب على السلع الأجنبية، كما أن ارتفاع أسعار الفائدة محليا يجلب المزيد من رؤوس الأموال مما يساعد على معالجة العجز في ميزان المدفوعات.

1 غدير هيفاء غدير، **مرجع سابق**، ص 36.

المطلب الثالث: أدوات السياسة النقدية.

تتدخل السلطة النقدية عن طريق السياسة النقدية بزيادة أو تخفيض حجم المعروض النقدي عن طريق مختلف أدواتها التقليدية (المباشرة وغير المباشرة) وغير التقليدية، بغرض الوصول إلى الأهداف النهائية.

أولا: الأدوات المباشرة للسياسة النقدية:

تستهدف الأدوات المباشرة تأثير الائتمان، إضافة إلى تقييد حرية البنوك التجارية في ممارسة بعض أنشطتها المالية وغالبا ما تستخدم هذه الأدوات للتأثير على قطاعات دون أخرى في الاقتصاد.

وتتمثل هذا الأدوات في:

1-الحد الأقصى لسعر الفائدة على الودائع :

يفرض البنك المركزي حد أقصى لسعر الفائدة على الودائع بهدف تخفيض السيولة الناتجة عن الودائع لارتفاع عوائدها، وبالتالي زيادة قدرتها على منح الائتمان، ولذلك يتدخل البنك المركزي بتسقيف سعر الفائدة على الودائع بهدف التحكم في حجم السيولة، وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، والحد من قدرة البنوك التجارية على منح الائتمان[1].

2-تأطير الائتمان :

يتدخل البنك المركزي بتعليمات وأوامر ملزمة بتسقيف الائتمان الممنوح وحجمه ونسبته واتجاهه خلال السنة المالية وفق رزنامة تضعها البنوك التجارية، ويمكن تمديده ستة أشهر أخرى شريطة ألا يتعدى حجم قروض ما تم تحديده مسبقا من طرف البنك المركزي.

1 إيمان قاضي، هاجر دغة، **مرجع سابق**، ص 16.

واعتماد هذا الأسلوب ينبع من سعي السلطات النقدية إلى التأثير على توزيع القروض في اتجاه القطاعات المعتبرة أكثر حيوية بالنسبة للتنمية أو التي تتطلب موارد كبيرة[1].

3-الإقناع الأدبي :

هي أداة يحاول من خلالها البنك المركزي إقناع البنوك التجارية باتباع سياسة معينة دون حاجة إلى إصدار تعليمات رسمية أو استخدامات أدوات الرقابة القانونية، وتتوقف فعالية ونجاح هذه الطريقة على خبرة ومكانة البنك المركزي ومدى تقبل البنوك التجارية التعامل معه وثقتها في إجراءاته، ومدى قدرة البنك المركزي على الضغوط التي يتعرض لها واتباع سياسة مستقلة في إدارة شؤون التمويل، لذا نجد هذه الوسيلة قد حققت الكثير من أهدافها في الدول المتقدمة دون الدول النامية الحديثة العهد بالنظم المصرفية المتطورة[2].

ويعود مدى التزام البنوك التجارية بهاته التعليمات إلى قوة علاقتها مع البنك المركزي ومدى حاجتها إليه وترددها عليه في توفير السيولة باعتبارها الملجأ الأخير للإقراض[3].

4-عمليات مصرفية أخرى :

تحجم البنوك التجارية في بعض الأحيان عن تقديم القروض لقطاع أساسي معين في الاقتصاد لأسباب معينة، وبذلك يتدخل البنك المركزي لسد هذا الفراغ ويقوم بمنافسة البنوك التجارية بصورة دائمة أو مؤقتة مما يحدث أثارا مرغوبة في السياسة النقدية.

---

1 عبد المجيد قدي، **مرجع سابق**، ص 80.

2 محمد صلاح وآخرون، **دراسة تحليله لمحددات السياسة النقدية في تحقيق أهدافها- إشارة لبعض التجارب المختارة-**، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي الونشريسي، تيسمسيلت، العدد 04، الجزائر، سبتمبر 2018، ص 61.

3 مجيد ضياء موسوي، **اقتصاديات النقود والبنوك**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 270-271.

إلا أن هاته الأداة غالبا ما تكون لها أثار سلبية، وهاته الأداة لا يلجا اليها البنك المركزي إلا في حالات نادرة جدا.

ثانيا: الأدوات غير المباشرة:

تستخدم الأدوات غير المباشرة بهدف التأثير في حجم الائتمان بغض النظر عن استعمالاته، وهاته الأدوات تمكن السلطة النقدية من مراقبة تطور الوضعية النقدية في الاقتصاد بطريقة غير مباشرة، وهي تستهدف من خلالها التأثير على البنوك لاستخدام احتياطاتها النقدية في الإقراض والتوسع في حجم الائتمان الكلي.

وتتمثل هاته الأدوات في[1]:

1. عمليات السوق المفتوحة:

يقصد بها تدخل البنك المركزي في السوق النقدية ببيع أو شراء الأوراق المالية والتجارية والسندات الحكومية بهدف التأثير على الائتمان من خلال ضخ أو سحب السيولة حسب الحاجة وحسب الظروف الاقتصادية السائدة.

2. نسبة الاحتياطي الإجباري:

يمثل الاحتياطي الإجباري نسبة من الودائع لدى البنوك التجارية تقوم بإيداعها لدى البنك المركزي بصفة إجبارية وتكون عليها فائدة، ويقوم البنك المركزي من خلال هاته الأداة بالتأثير في حجم الائتمان من خلال رفع أو خفض نسبة الاحتياطي حسب نوع السياسة النقدية المنتهجة، توسعية كانت أو انكماشية.

3. سعر إعادة الخصم:

هو معدل يطبقه البنك المركزي على السندات قصيرة الأجل التي تأتي بها البنوك التجارية لإعادة خصمها عند حاجتها للسيولة، وبذلك يستخدم البنك المركزي هاته الأداة

1 صالح مفتاح، **مرجع سابق**، ص 150.

باعتبارها الملجأ الأخير للإقراض، وعليه يؤثر في حجم الائتمان من خلال رفع خفض معدل إعادة الخصم حسب نوع السياسة النقدية المنتهجة، توسعية كانت أو انكماشية، وتلجا إليه البنوك التجارية بصفة خاصة عند الأزمات النقدية والمالية.

وعلى الرغم من أهمية سياسة سعر إعادة الخصم في التأثير على قدرة البنوك التجارية في منح الائتمان للوحدات الاقتصادية غير المصرفية، إلا أن هذه الأداة تفشل في بعض الأحيان ويعود ذلك للأسباب التالية[1]:

- احتفاظ المصارف التجارية باحتياطات نقدية إضافية تمكنها من التوسع في عملياتها الافتراضية.
- تفشل هذه الأداة في بلوغ أهدافها عندما توجد مصادر أخرى للسيولة تعتمد عليها المصارف التجارية لاسيما فروع البنوك الأجنبية الموجودة في القطر.
- طبيعة الوضع الاقتصادي وتوقعات رجال الأعمال.
- لجوء المصارف التجارية إلى بيع الأوراق المالية التي بحوزتها في السوق المالية واستخدامها في تمويل عملياتها الإقراضية.

ما يميز هاته الأدوات أنها غير فعالة في حالة الركود الاقتصادي، كما أن السلطات النقدية تستطيع من خلالها توفير السيولة المالية للبنوك التجارية من أجل دعم قدراتها على الاقتراض، إلا أنها لا تستطيع أن تجبر الأعوان الاقتصاديين على الاقتراض من البنوك، وبالتالي يبقى استعمالها ذو فعالية محدودة إلا في حالة الرواج الاقتصادي من أجل التأثير على أسعار الفائدة أو استهداف التضخم فقط.

1 العبيدي عمر محمود عكاوي، **فاعلية السياسة النقدية في السيطرة عل الضغوط التضخمية في العراق للمدة من 1980-2007**، مذكرة ماجيستير في العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، قسم الاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، 2009، ص 09.

المبحث الثاني: السياسة النقدية غير التقليدية.

تطرقنا في مبحثنا السابق إلى مفهوم السياسة النقدية وتطورها وأهدافها وكذلك إلى أدواتها التي ظهرت ونمت بنمو البنوك المركزية، حيث أخذت السياسة النقدية في التطور مع مرور الوقت لتواكب التغيرات الاقتصادية والمالية حتى ظهر مؤخرا ما يعرف بالسياسة النقدية غير التقليدية.

مثل اتخاذ البنوك المركزية الرئيسية في العالم لتدابير غير تقليدية واسعة النطاق في السياسة النقدية كدعم ائتماني معزز للنظام المصرفي، وتيسيرات ائتمانية، وتيسيرات كمية، وتدخلات في العملة وفي أسواق الأوراق المالية، وتوفير السيولة بالعملات المحلية والأجنبية، وهذا على سبيل المثال لا الحصر من التدابير المتخذة.

ويرى البعض في هذه التدابير استمرارا للسياسة المعتادة ولكن بوسائل أخرى غير تقليدية، فبمجرد أن يصبح من غير الممكن خفض أسعار الفائدة الاسمية إلى مستويات أدنى من الصفر، تستخدم البنوك المركزية أدوات أخرى لتحديد موقف السياسة النقدية، لذا فقد تحولت إلى استخدام أدوات غير تقليدية، فوسعت موازناتها العامة وضخت السيولة للتأثير على بنية الإيرادات والعائدات وبالتالي تحفيز الطلب الكلي.

وسنحاول في هذا المبحث التعرف على:

- تعريف السياسة النقدية غير التقليدية.
- أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.
- شروط السياسة النقدية غير التقليدية.

المطلب الأول: تعريف السياسة النقدية غير التقليدية.

لا يوجد إجماع على تعريف شامل لمضمون السياسة النقدية غير التقليدية، حيث لم يتم تعريفها حتى الآن سوى من جانبين، جانب المستهدفات وجانب الأدوات (الوسائل)

المستخدمة في مثل هذه السياسات، وعليه فيمكن تعريف السياسة النقدية من هذين الجانبين وهما:

- **من جانب المستهدفات:**

وتعرف بأنها مجموعة من الوسائل والإجراءات غير المعتادة في السياسة النقدية التقليدية، تستخدمها السلطة النقدية للتأثير في النشاط الاقتصادي ولتحقيق أهداف اقتصادية محددة خلال فترة زمنية معينة، ومن هذا التعريف، نجد أن تعريف السياسة النقدية ينطوي على استهداف تحقيق متغير اقتصادي حقيقي محدد (نمو، تشغيل...)[1].

- **من جانب الأدوات المستخدمة:**

تعرف بأنها سياسة نقدية تستخدم زمن الأزمات، يتم من خلالها تنفيذ دعم ائتماني معزز، وتسهيلات ائتمانية وتيسيرات كمية وتدخلات في العملة وفي الأسواق المالية وتوفير السيولة بالعملات المحلية والأجنبية، كل ذلك بهدف دعم سير عمل القطاع المالي وحماية الاقتصاد الحقيقي من تداعيات الأزمة المالية[2].

كما يمكن تعريف السياسة النقدية غير التقليدية بأنها:

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 سندات الحكومة بلا قيود ولا مجازفة وذلك لتوفير وسيلة لتحفيز التنمية الاقتصادية[3].

ومن التعريفات السابقة يمكن استنتاج ما يلي:

---

1 صاري علي، صاري علي، **البنوك المركزية في الدول النامية وقدرتها على الممارسات غير التقليدية**، مجلة الاقتصاد والمالية، جامعة الشلف، العدد 01، الجزائر، 2016، ص4.

2 علالو عبد الصمد، بوملاح أسامة، **الاتجاهات الحديثة لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمة الاقتصادية– دراسة تجربة التيسير الكمي وأسعار الفائدة السالبة**، مذكرة تدخل ضمن نيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية تخصص مالية المؤسسة، جامعة أكلي مهند أولحاج، البويرة، الجزائر، 2017–2018، ص 28.

3Mark Gertler and Peter Karadi**, A Model of unconventional monetary Policy**, New York university, United States April 2010, P 02.

- بعدما كان هدف السياسة النقدية التقليدية هو استهداف معدل التضخم (استقرار الأسعار) أصبح هدف السياسة النقدية غير التقليدية التركيز على استهداف المتغيرات الكمية (معدل التشغيل أو مستوى إنتاج معين ومحدد).
- بعدما كانت أدوات السياسة النقدية التقليدية أدوات مباشرة وغير مباشرة أصبحت أدوات السياسة النقدية غير التقليدية (تيسير كمي، حرب عملات، أسعار فائدة صفرية،...الخ)
- التوسع الهائل في الميزانية العمومية للبنوك المركزية ومحاولات التأثير على أسعار الفائدة الأخرى من المعدلات الرسمية المعتادة على المدى القصير.
- في فترة الضائقة المالية التي قد تتعطل فيها الوساطة المالية يمكن للبنك المركزي التدخل لدعم تدفقات الائتمان والعمل كوسيط عن طريق اقتراض الأموال من المدخرين ثم إقراضها للمستثمرين.
- استخدام التيسير الكمي، التيسيرات الائتمانية والفائدة الصفرية في التعامل مع مشكلة السيولة في النظام المصرفي بما يوفر تمويلا كافيا وبدون تكاليف للأنشطة الاقتصادية.

المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.

منذ بداية الأزمة المالية سنة 2008م اتخذت معظم البنوك المركزية مجموعة من التدابير والإجراءات التي تنطوي في ظل أدوات السياسة النقدية غير التقليدية لمواجهة المخاطر المتزايدة للأزمات المالية المتعاقبة.

وتتمثل هاته الأدوات في:

1. التيسير الكمي:

هو أحد أدوات السياسة النقدية غير التقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد عندما تصبح الأدوات التقليدية غير فعالة.

وسيأتي شرحه بالتفصيل في المبحث الثالث.

2. أسعار الفائدة الصفرية:

تتبع البنوك المركزية سياسة أسعار الفائدة الصفرية في حالة الأزمات من أجل تسهيل حصول الأفراد على الائتمان، لأن العلاقة بين أسعار الفائدة على الائتمان والكمية المطلوبة منه ترتبط بعلاقة عكسية، حيث نجد أن ارتفاع سعر الفائدة على الإقراض يقلل من الطلب على القروض والعكس صحيح[1].

سادت أسعار الفائدة الرئيسية الحقيقية المنخفضة لفترات طويلة أغلب الاقتصاديات المتقدمة خلال ظروف الأزمة المالية العالمية سنة 2008، سواء في الولايات المتحدة الأمريكية، الاتحاد الأوربي واليابان...الخ.

حيث يتخذ البنك المركزي قرار خفض معدل الفائدة عندما يلاحظ بطء في معدلات النمو الاقتصادي، من أجل ضخ كميات كبيرة من السيولة لدفع حركة الاقتصاد بشكل عام لتصل إلى مرحلة الانتعاش الاقتصادي.

وترتكز هذه الأداة من خلال الالتزام الصريح أو الضمني للبنك المركزي للحفاظ على معدل الفائدة الرئيسي القريب من الصفر لفترة زمنية معينة، ويهدف هذ 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، إضافة إلى إمكانية إعلانه عن مستوى تضخم مستهدف أعلى من السابق الذي ساد في فترة الأزمة أو الكساد.

حيث قام البنك المركزي الأوربي بأكثر من عشرة تخفيضات لأسعار الفائدة الرئيسية منذ اندلاع الأزمة المالية العالمية سنة 2008، وذلك لمواجهة الركود والانكماش الاقتصادي، واستمر الوضع على حاله في ظل أزمة الديون السيادية الأوربية ليحقق مستويات قياسية[2].

1 محمد كمال خليل الحمزاوي، **اقتصاديات الائتمان المصرفي-دراسة تطبيقية للنشاط الائتماني واهم محدداته**، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1997، ص 100.

2 أنفال نسيب، **التحديات والإصلاحات المصاحبة لسياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر**، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، جامعة محمد خيضر، المجلد 5، العدد 1، بسكرة، الجزائر، 2019، ص 16.

3. أسعار الفائدة السالبة:

من الناحية النظرية فإن أدنى مستوى يمكن أن يصل إليه سعر الفائدة هو 0%، وهنا تفقد السياسة النقدية فعاليتها في التأثير عن طريق هذه الألية، غير أن التطبيق العملي أثبت أنه من الممكن أن تلجأ السلطات النقدية إلى تخفيض معدلات الفائدة إلى ما دون الصفر، لكن يتم التعامل معه ما بين البنوك التجارية والبنك المركزي، بحيث تقترض البنوك أموالا ولا تدفع عليها فوائد، وإنما هي ستحصل على فائدة من المؤسسة المقرضة.

وفي المقابل ستضطر البنوك التي تقوم بإيداع أموالها لدى البنوك التجارية الأخرى أو لدى البنك المركزي بدفع نسبة فائدة على إيداعاتها، في حين أنه لا تطبق هاته التعاملات في الفائدة السالبة بين الأفراد والبنوك التجارية بل سيحصل الأفراد على عائد لقاء إيداعاتهم.

تهدف البنوك المركزية من خلال تطبيق هاته الأداة للوصول إلى أهداف أهمها:

- عدم السماح للبنوك التجارية بإبقاء الأموال في حسابات البنك المركزي وتحفيزهم على تقديم المزيد من القروض للاقتصاد.
- إنعاش الاقتصاد عبر زيادة الاستثمار الذي يساهم بدوره في إنهاء انكماش الأسعار، كما أن أسعار الفائدة السالبة تقوم بتخفيض قيمة العملة وهو ما يعطي ميزة سعرية تنافسية للمصدرين في الأسواق الأجنبية.
- تشجيع القطاع الخاص على زيادة الإنفاق ودعم استقرار الأسعار، كما يمكن لهاته السياسة في حالة الاقتصاديات الصغيرة والمفتوحة أن تساهم في الحد من التدفقات الرأسمالية الوافدة وتخفيض ضغوطات ارتفاع الصرف.
- دعم القوة الشرائية ودفع المواطنين للإنفاق أكثر لأنهم سيحصلون على قروض رخيصة من البنوك التجارية بنسبة فائدة أقل، وأما من يملكون الأموال

فسيضطرون للإنفاق ما دام الادخار لا يجلب منافع مادية وأن قيمتها ستتآكل ما دامت الفائدة سالبة[1].

4. حرب العملات:

عاد ظهور مصطلح حرب العملات بعد الأزمة المالية العالمية 2008م، والتي كانت أبرز مفاعيلها فقدان الدولار دوره الأساسي كعملة الاحتياط العالمية وكعملة التبادلات التجارية العالمية، وبروز دور الذهب كعملة احتياط في العالم وكمخزون للفترات الصعبة.

ظهر مصطلح حرب العملات من جديد عام 2007م عندما كتب الاقتصادي الصيني سونج جونج بنج كتاب سماه (حرب العملات)، يتهم فيه أمريكا بخفض قيمة الدولار ورفع قيمة الذهب والبترول من أجل تدمير الاقتصاد الصيني.

فالكاتب سونج يتوقع أن تنضج حرب العملات عام 2020م، وعلى الصين أن تبني عزلة مالية على الاقتصاد العالمي لتحافظ على مكتسباتها، أما الولايات المتحدة فقد غضب بعض مسؤوليها غضبا شديدا على الأمم المتحدة لما أصدرت دراسة سنة 2010م تقول فيها أن الاقتصاد الأمريكي لا يمكن أن يستمر في تزويد الاقتصاد العالمي بالدولار على حساب العجز في الموازنة الأمريكية، والعجز في الميزان التجاري، ولذلك علينا أن نبحث عن نظام نقد دولي جديد غير معتمد على الدولار[2].

حرب العملات تشير إلى قيام دولة ما بالتدخل لإضعاف عملتها عمدا من خلال عدة وسائل مثل بيع العملة المحلية وشراء عملات أجنبية، خفض سعر الفائدة وسياسات التيسير الكمي بطباعة المزيد من العملة المحلية بهدف دعم الصادرات وقطاع العمل.

---

1 خليل عبد القادر، بن عروس رضوان، **سياسة أسعار الفائدة السالبة كاتجاه حديث لإدارة السياسة النقدية–دراسة تجارب بعض الدول**، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة البليدة 2 لونيسي علي، العدد 9، الجزائر، 2018، ص 122-123.

2 صاري علي، **السياسات النقدية غير التقليدية–الأدوات والأهداف**، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، العدد 4، الجزائر، 2013، ص 69-70.

المطلب الثالث: شروط السياسة النقدية غير التقليدية.

نظرا للظروف الاقتصادية غير العادية التي تنفذ فيها السياسات النقدية غير التقليدية، وكذلك استخدام الأدوات غير المعتادة فيها فإنه يجب أن تتوفر مجموعة الشروط لتنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية وهي[1]:

- لا بد أن تكون متناسبة قدر الإمكان مع درجة التفكك والاضطراب التي تعاني منها السوق التي تسعى إلى إنقاذها، وفي أغلب الحالات لابد من تفصيل التدابير من أجل تجنب التعطيل الكلي للأسواق والواقع أن البنك المركزي يجب ألا يتردد في توسيع أو تقليص نطاق أدواته غير المعيارية–وخاصة مدة التوفير غير الاعتيادي للسيولة– اعتمادا على حجم الخلل في عمل النظام المالي.
- لابد أن تكون التدابير مصحوبة برسائل قوية إلى البنوك التجارية لمعالجة قضاياها الخاصة بإعادة التمويل وإصلاح الموازنات في الأمد المتوسط، ولأن البنوك تعد إلى حد كبير الأداة الرئيسية لدى البنك المركزي لإعادة التمويل غير المعياري، فإن هذه الرسالة تشكل أهمية خاصة في حالة الأزمات.
- في حالة أوربا لابد من حث مؤسسات الاتحاد الأوربي فضلا عن الدول الأعضاء على تعزيز الإدارة الاقتصادية من خلال المراقبة اللصيقة للسياسات الاقتصادية وخاصة بالموازنة التي تنتجها الدول كل على حدا، والواقع أن مجلس محافظي البنوك المركزي الأوربي كان واضحا إلى حد كبير فيما يتصل بهذه القضية منذ بداية الأزمة.
- بقدر ما تعمل مجموع التدابير غير التقليدية التي تتخذها البنوك المركزية في الدول المتقدمة على تغير بنيوي في البيئة النقدية والمالية للاقتصاد العالمي، والتعديل الضروري للخلل في التوازن العالمي، والمساهمة الحاسمة من جانب الجهات المتعددة الأطراف.

1 Jean-Claude Trichet, **Unconventional Monetary Policy Measures**: Principles- Conditions- Raison d'être, International Journal of Central Banking, January 2013, P 237.

المبحث الثالث: سياسة التيسير الكمي.

يعتبر التيسير الكمي أداة من أدوات البنك المركزي غير المعتادة يستعملها للمحافظة على صحة الاقتصاد، ومحاولة الحد من تأثير الركود الاقتصادي على الأنشطة الاقتصادية الحقيقية، وهو أسلوب حديث لإدارة الأزمات، حيث يشهد العالم حاليا سباقا محموما نحو التسهيل النقدي في المراكز الرئيسية في العالم، وتعود نشأته إلى أزمة الكساد الكبير 1929-1933م، حين تم تطبيقه لأول مرة سنة 1932م من قبل الرئيس الأمريكي روزفلت، أي أنه تم اللجوء إلى طبع كتلة نقدية ليس لها مقابل في جانب الخصوم في ميزانية الاحتياطي الفدرالي، من أجل ضخها في الاقتصاد الأمريكي كإجراء من شأنه أن يحد من أزمة الذعر التي تشهدها المصارف الأمريكية في سحب الودائع من طرف الأعوان الاقتصاديين[1].

إلا أن ما ميز عملية التيسير الكمي في هاته الفترة هو أنه تم تطبيقه لأول مرة في التاريخ الإنساني الاقتصادي، دون أن تكون له نظرية اقتصادية أو حتى خلفية فكرية، وقد جاءت في فترة التخلي عن النظام النقدي –الصرف بالذهب- سنة 1932م[2] والتحول نحو نظام الإصدار الحر، الذي يستوجب غطاء للكتلة النقدية، وليس له حدود في الإصدار النقدي الورقي، ويمكن أن تنتقل الموجة العالمية من سياسات التيسير الكمي من دولة إلى أخرى على نفس سياق التسابق في تخفيض قيمة العملات الذي حدث في فترة ما بين الحربين العالميتين.

وسنتطرق من خلال هذا المبحث إلى:

- تعريف سياسة التيسير الكمي.

---

1 محمد هاني، ميلود وعيل، **سياسة التيسير الكمي كآلية حديثة لتطبيق السياسة النقدية-دراسة تحليلية نظرية لآفاق تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر**، مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات، المجلد 03، العدد 04، الجزائر، 2018، ص 253.

2 خليل عبد القادر-**مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي، مفاهيم أولية وتطبيقات حول النقود والنظريات النقدية- الجزء الأول-**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص 161.

- قنوات سياسة التيسير الكمي.
- أثار سياسة التيسير الكمي.

المطلب الأول: تعريف سياسة التيسير الكمي.

تعتبر هذه السياسة من ضمن أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، والتي تستعمل في حالات استثنائية تتميز بالأزمات، وهناك عدة تعاريف لها منها:

- تعرف سياسة التيسير الكمي على أنها "سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي عندما تصبح الأدوات التقليدية غير فعالة، وتتم هذه السياسة من خلال شراء البنك المركزي للأصول المالية المتاحة في السوق لأجل ضخ أموال إضافية في السوق النقدي للوصول إلى معدلات فائدة تقترب من الصفر"[1].
- تعرف كذلك على أنها " توسيع القاعدة النقدية وتحديدا الميزانية العامة للبنك، من خلال تزويد البنوك باحتياطات زائدة، ويتم ذلك من خلال شراء الأوراق المالية الحكومية وغير الحكومية"[2].
- تعرف كذلك على أنها "أداة للسياسة النقدية غير التقليدية تقتضي الرفع من حجم موازنة البنك المركزي عن طريق الرفع من القاعدة النقدية"[3].
- كما عرفت على أنها السياسة التي تجعل من سعر الفائدة الصافي مساوي أو قريب من الصفر[4].
- كما عرفت على أنها عملية توسيع القاعدة النقدية من خلال شراء السندات الحكومية وزيادة حجم الائتمان[5].

---

1 صاري علي، **مرجع سابق**، ص 64.

2 Nguyen Ngoc Thinh, **The impact of quantitative easing on the volatility of US and European corporate bond markets**, A cross-country analysis, Aalto University, School of Business, Finland, 2018, p 10-11.

3 العيشي وليد، صديقي أحمد، **تجربة التيسير الكمي في الجزائر**، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، جامعة ميلة، الجزء 02، العدد 06، الجزائر، 2018، ص 253.

4 Fumio Hayashi and Junko Koeda, **A Regime-switching S VAR Analysis of Quantitative Easing**, Hitotsubashi university, University of Tokyo, Japan, 2013, p 06.

5 Lowell R. Rickets, Research Associate, **Quantitative Easing Explained**, Economic Information Newsletter, 2011, P11.

- هي سياسة نقدية يطبقها البنك المركزي بشراء السندات الحكومية من المؤسسات المالية بما فيها البنوك التجارية مما يدعم عملية الإقراض وزيادة الائتمان مما يؤدي إلى خلق النقود[1].

من خلال التعاريف السابقة يمكن إعطاء تعريف شامل للتيسير الكمي كما يلي:

سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد الوطني عندما تصبح السياسة النقدية غير فعالة، حيث يقوم البنك المركزي بشراء الموجودات المالية لزيادة كمية الأموال المتدفقة إلى الاقتصاد، كما تهدف إلى الحفاظ على معدلات الفائدة في السوق عند المستوى المحدد والمستهدف.

فوفق سياسة التيسير الكمي ومن الناحية النظرية فإن النقود الجديدة يمكن توزيعها بين السكان، وهي تستخدم أساسا لشراء الأصول من المؤسسات المالية، والفكرة هي أن هذه الأموال سوف تتدفق إلى قطاعات أخرى من الاقتصاد بهدف زيادة تشجيع الطلب والاستثمار[2].

وعليه فإن التيسير الكمي يعمل بطريقتين على قيمة العملة[3]:

1. الأولى أنه يشجع المضاربين على تخفيض قيمة العملة.
2. الثانية أن وجود أكبر مبلغ من المال في التداول يخفض أسعار الفائدة.

هذين الطريقتين يمكن من خلالهما للشركات المحلية اقتراض المال في البلاد وتقديمه (استثماره أو توظيفه) في بلد أخر حيث سعر الفائدة أعلى، وتحقيق ربح من خلال الفرق بين أسعار الفائدة، كما أنه من الناحية الفنية فهي تبيع العملة الوطنية في السوق الدولية مما يقلل من قيمتها (حرب عملات بطريقة ذكية).

1 Chris Bright-man, **What's up? Quantitative Easing and Inflation**, Research Affiliates, VettaFi Ad-visor Perspectives, 2015, P1

2 DANIEL Gros, **Currency Wars,** Intereconomics, Review of European Economic Policy Studies (CEPS), 2010, P339.

3 Ronald McKinnon, and Zhao Liu**, Modern Currency Wars**, The United States versus Japan, ADBI Working Paper Series n437, October 2013, P4.

وعليه فإن التيسير الكمي هو عملية خلق النقود من فراغ، حيث قام الاحتياطي الفيدرالي بزيادة الأساس النقدي في الولايات المتحدة واستخدامه لشراء السندات الحكومية من المؤسسات المالية، التي يفترض أن تستخدم هاته الزيادة في الأساس النقدي في عمليات الإقراض وزيادة حجم الائتمان، وهو ما يؤدي إلى زيادة عملية خلق النقود بصورة مضاعفة، يعتمد ذلك على قيمة المضاعف النقدي[1]، كما سنرى من خلال الفصل الثاني وعرض التجارب الدولية.

نلاحظ أن هناك تشابه بين سياسة السوق المفتوحة وسياسة التيسير الكمي من حيث التدخل في السوق المالي، إلا أنه في سياسة السوق المفتوحة يتدخل البنك المركزي إما مشتريا أو بائعا للأوراق المالية، أما في سياسة التيسير الكمي فيتدخل دائما مشتريا وبكميات كبيرة، كما أن أداة التيسير الكمي تستعمل لما تكون معدل الفائدة قصيرة الأجل قريبة من الصفر ولما تطول حالة الانكماش، أما سياسة السوق المفتوحة فيتم استعمالها لأجل توازن السوق النقدي مهما كانت معدل الفائدة.

المطلب الثاني: قنوات سياسة التيسير الكمي.

إن تطبيق سياسة التيسير الكمي يتطلب مجموعة من المعايير لابد من الالتزام بها والا تحولت هذه السياسة من أداة لحل الأزمة إلى أداة لابد من التحوط منها باعتبارها سبب من أسباب الأزمة، وأكبر خطر تواجهه الدول المطبقة لهذه السياسة.

ففي أوقات الكساد تعمل البنوك المركزية على خفض معدلات الفائدة وعندما تصل إلى الصفر في المئة يفقد البنك المركزي فرصته في تشجيع الائتمان، وبالتالي يطبق سياسة التيسير الكمي كبديل عن أدوات السياسة النقدية التقليدية، فيقوم بشراء السندات طويلة الأجل وتخفيض معدلات الفائدة على احتياطات البنوك التجارية التي يحتفظ بها مما يؤدي إلى تقليل إقبال البنوك على الاحتفاظ بفائض السيولة لدى البنك المركزي، وبالتالي زيادة حجم الائتمان مما يساعد على الاستثمار في القطاعات الاقتصادية الحقيقية[2].

1 ANUCHA Magavi, **Quantitative Easing-A Blessing or a Curse?** CRISIL Young Thought Leader 2012, P3.

2 مطاي عبد القادر، راشدي فتيحة، **سياسة التيسير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات- تجربة كل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية**، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الوادي، العدد 11، الجزائر، ديسمبر

إن الهدف الأساسي لسياسة التيسير الكمي هو التأثير على النشاط الاقتصادي الحقيقي، وللوصول إلى ذلك يجب توفر القنوات التالية:

1. قناة إعادة تخصيص المحفظة المالية[1]:

"إن قيام البنك المركزي بشراء الأصول المالية طويلة الأجل بكميات كبيرة سيؤدي إلى انخفاض معروضها في السوق مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها وانخفاض عوائدها، وبالتالي يقوم الأعوان الاقتصاديون بطلب الأصول المالية الأخرى التي لها عائد مرتفع ومخاطر عالية وهذا ما يحفز الاستثمار".

2. قناة السيولة:

قيام البنك المركزي بزيادة الطلب على الأصول المالية سيزيد من السيولة في الاقتصاد. هذا ما يسمح بزيادة منح القروض من طرف البنوك وتحفيز الاستثمار والإنتاج.

3. قناة التوقعات:

:تتمثل في "جعل الأعوان الاقتصاديين يتجاوبون مع الإجراءات المستقبلية التي يقوم بها البنك المركزي، مما يتطلب الثقة بين البنك المركزي والأعوان الاقتصاديين، وهذا ما يحفز النشاط الاقتصادي والخروج من الأزمة"[2].

4. قناة التضخم:

"إن ضخ كميات كبيرة من السيولة يمكن أن يعيد التضخم المتوقع على المدى الطويل، وهذا ما يحفز الأعوان الاقتصاديين على الاستثمار أكثر لأن الاحتفاظ بالنقود سائلة سيكلفهم خسائر في المستقبل لارتفاع الأسعار"[3].

2016، ص14.

1 MICHAEL Joyce, David Miles, Andrew Scott and Dimitri Vayanos, **Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy-An Introduction**, The economic Journal, N 122, N 564, Oxford University press, USA, 2012, p 275.

2 Sophie Bostyn**, L'application Du Quantitative Easing En Europe Et Aux États-Unis : Vue D'ensemble Et Impacts Sur Le Prix Des Actions**, Master (120) Ingénieur De Gestion, Université Catholique De Louvain, Belgique, 2015-2016, P 7-8.

3 فوزي عبد الرزاق، دودو نبيلة، **التيسير الكمي لمواجهة الأزمات المالية–دراسة التجربة الأمريكية والأوربية**، مجلة الاقتصاد والمالية، جامعة الشلف، الجزء 05، العدد 01، الجزائر، 2019، ص 216.

5. قناة التحذير:

تشير هذه القناة على" ضرورة تغطية الاقتصاد الحقيقي مستقبلا لكمية النقود المطبوعة في الاقتصاد الحالي، أي أنه على سياسة التيسير الكمي أن تكون فاعلة في الاقتصاد مستقبلا، أي يجب عليها أن تخفض أسعار الفائدة طويلة الأجل حاليا"[1].

المطلب الثالث: أثار سياسة التيسير الكمي.

إن تطبيق سياسة التيسير الكمي يجب أن تخضع لشروط وظروف اقتصادية معينة، وآثارها تختلف من دولة إلى أخرى، ومن اهم مخاطرها هو خطر ارتفاع أسعار بعض الأصول خاصة السلع والأسهم العادية، كما قد تساهم في تخفيض العوائد على الاستثمارات ما يسبب زيادة نسبة البطالة.

كما أن انخفاض معدل الفائدة وزيادة السيولة يؤدي إلى احتمال حدوث التضخم في المستقبل باعتبار انه لا توجد وسيلة دقيقة تحدد كمية ضخ النقود المناسبة للاقتصاد والتي لا تؤدي إلى حدوثه.

كما أن الزيادة في طبع النقود يؤدي إلى فقدان العملة قيمتها وثقة الجمهور بها وبالتالي يسارع المستثمرون إلى التخلص من الأصول المالية المرتبطة بالعملة مما يزيد في حدة التضخم، ومن أهم أثار التضخم هو الارتفاع في أسعار السلع التي تدفع حصيلتها الدول المستوردة[2].

1-الآثار الإيجابية:

تتمثل الآثار الإيجابية في الأهداف المنتظرة من هذه السياسة وهي:

- تؤثر سياسة التيسير الكمي على القطاع البنكي من خلال تأثيرها على القروض الممنوحة من طرف البنوك التجارية كما ونوعا، فشراء البنك المركزي للسندات

1 مطاي عبد القادر، راشدي فتيحة، **مرجع سابق**، ص 18.

2 Giovanni Bernardo and Others, **Strategic quantitative easing**: stimulating investment to re-balance the economy, op-cit,2013, p28.

الحكومية وزيادة ضخ النقود تجعل البنوك التجارية تتمتع بسيولة كبيرة ما يجعلها ترفع من حجم القروض الممنوحة خاصة القروض الاستهلاكية بهدف الحصول على عائد أكبر من معدل الفائدة على السندات طويلة الأجل[1].

- تؤثر سياسة التيسير الكمي على القروض الممنوحة من طرف البنوك التجارية وتؤثر على الودائع، فودائع البنك المركزي تتركز أساسا على السندات الحكومية طويلة الأجل المشترات، والتي تقابل قيمتها قيمة أوراق النقدية المطبوعة، وتخفيض البنك المركزي لنسبة الاحتياطي للبنوك التجارية لديه نتيجة انخفاض معدل الفائدة يؤدي إلى زيادة السيولة لدى البنوك[2].
- إن تطبيق سياسة التيسير الكمي من قبل البنك المركزي بشراء السندات الحكومية وزيادة المعروض النقدي يساهم في زيادة الاحتياطي في البنوك التجارية، وبالتالي زيادة السيولة وهذا بسبب معدل الفائدة الصفري، مما يساهم في زيادة القروض الممنوحة من قبل البنوك التجارية للمستثمرين للحصول على معدل فائدة، وهذا بالضرورة ما يساهم في خلق مناصب شغل[3].
- تؤثر هذه السياسة على الرفع من الأسعار مما يشجع الأعوان الاقتصاديين على زيادة الإنتاج (كون أن الاقتصاد كان في حالة ركود).
- تعتبر هذه الأداة بديلة للأدوات التقليدية للسياسة النقدية في الأزمات المالية والاقتصادية.
- كما أن الهدف الأساسي لسياسة التيسير الكمي هو تحقيق النمو الاقتصادي في كافة مجالاته والخروج من حالة الكساد فمعدل الفائدة المنخفض يحث البنوك التجارية على الاقتراض من البنك المركزي وإعادة الإقراض للأفراد والمؤسسات لتمويل الإنفاق الاستهلاكي والإنفاق الاستثماري وبالتالي زيادة الطلب الكلي ما ينعش الاقتصاد[4].

1 Marco Spaltro**, The Impact of Quantitative Easing and Capital Requirements On Bank Lending-An Econometric Analysis**-, University of London, 2013, p75.
2 Michael Joyce and Marco Spaltro**, Quantitative Easing and Bank Lending- A Panel Data Approach**, Bank of England, 2014, P7.
3 Scott Fullwiler and Randall Wray, **Quantitative Easing and Proposals for Reform of Monetary Policy Operations**, Levy Economics Institute of Bard College,2010, P5.
4 Katla Àsgeirsdottir, **Quantitative Easing –Economic and Financial Effects of an Unconventional Monetary Policy**, Master Thesis, Copenhagen Business School,2014, P53.

- تـؤثر سياسـة التيسـير الكمي على الطلب وعلى التضـخم باعتبـار أن هـذه السياسة تعمل على ضخ النقود في الاقتصاد[1].

2-الأثار السلبية:

من بين الآثار السلبية لهاته السياسة[2]:

- الجـولات المتعاقبـة من عمليـات شـراء الأصـول قـد أدت إلى توسـيع أصـول الميزانية العمومية للبنوك المركزية بشكل كبير، والتي حذر المراقبين من أن يؤدي ذلك إلى عدم استقرار مالي عالمي.
- توقعـات بـأن ترتفـع مسـتويات التضـخم وذلـك بسـبب الأمـوال الـتي ضـختها البنوك المركزية لشراء الأصول.
- ارتفـاع أسـعار الأصـول في أسـواق المـال داخـل البلـدان المتقدمـة بسـبب انخفاض أسعار الفائدة التي أدت إلى خروج الكثير من المستثمرين نحو بلدان الاقتصادات النامية والأسواق الناشئة بحثا عن عوائد مرتفعة.
- ومن أثارها أيضـا تأثيرها على مكونـات المحفظـة الماليـة للمستثمرين وعلى نسبة السيولة في الأسواق المالية وعلى معدلات الفائدة بالانخفاض وعلى قيمـة العملات في الدول المطبقة لسياسة التيسير الكمي بالانخفاض نتيجة زيادة المعروض النقدي، وهذا مـا يحـدث تغـيرا واضـحا في الأوضـاع النسـبية للعملات ممـا يـدخل العديـد من الـدول في حرب العملات.

1 Daniel Gros and Others**, Lessons from Quantitative Easing**: Much Ado About So Little? Centre for European Policy Studies, Brussels,2015, P20.

2 الحاج حسين، **التغير في أسعار الفائدة وأثرها على حركة الاقتصاد**، اتحاد شركات الاستثمار، الكويت، 2018، ص 12-13.

خـلاصــة الفصل الأول:

يمثل البنك المركزي السلطة النقدية في الدولة فهو الذي يتحمل مسؤولية وضع وإدارة السياسة النقدية للوصول إلى تحقيق أهداف محددة، ولا يتسنى له ذلك إلا إذا تمتع باستقلالية تامة، فالسياسة النقدية هي عبارة عن إجراءات وقرارات تقوم بها السلطة النقدية، ولها أهداف منها أهداف أولية، أهداف وسيطيه وأهداف نهائية، وفيما يخص الأدوات فتوجد أدوات كمية وأخرى نوعية.

ومع تطور السياسة النقدية ظهر ما يعرف بالسياسة النقدية غير التقليدية ومن أدواتها نجد التيسير الكمي، أسعار الفائدة الصفرية، أسعار الفائدة السالبة وحرب العملات، وتعتبر أداة التيسير الكمي أهم أداة على الإطلاق لسهولة تطبيقها وتأثيراتها القوية.

وكانت اليابان السباقة لتطبيق سياسة التيسير الكمي سنة 2001م، تلتها الولايات المتحدة الأمريكية في نوفمبر 2008م، ثم الاتحاد الأوربي سنة 2009م، ليظهر مصطلح سياسة التيسير الكمي في الجزائر لأول مرة سنة 2017م.

الفصل الثاني

الإطار التطبيقي لسياسة التيسير الكمي

تمهيد:

تعتبر سياسة التيسير الكمي من أهم الأدوات غير التقليدية في السياسة النقدية، وتستعمل في فترات الأزمات المالية والاقتصادية، وذلك لعدم نجاعة الأدوات التقليدية.

استعمال هذه الأداة يعتبر حالة استثنائية وظرفية فقط للخروج من الأزمة، وهذا ما قامت به اليابان سنة 1999م بعد حدوث انهيار للمستوى العام للأسعار وحدوث ركود اقتصادي بين سنتي 1990م و1991م، وبعد استنفاذ كل الأدوات التقليدية للخروج من الأزمة بتخفيض معدل الفائدة إلى أن وصل إلى 0%، اضطرت اليابان إلى استخدام سياسة التيسير الكمي كآخر حل للخروج من الأزمة.

كما اتبعت كل من الولايات المتحدة الأمريكية والدول الأوربية هذه السياسة للخروج من الأزمة المالية لسنة 2008م.

اعتمدت الجزائر مع نهاية سنة 2017م وبداية 2018م على آلية جديدة لتمويل عجز الموازنة العامة، وهذه الآلية شبيهة بآلية التيسير الكمي التي اتبعت في الدول المتقدمة، إلى درجة أن الحكومة استشهدت بآلية التيسير الكمي المطبقة في الولايات المتحدة الأمريكية بعد أزمة 2008م ردا على منتقدي التمويل غير التقليدي الذي أعلن عنه نهاية 2017م.

وفي هذا الفصل سنتطرق إلى مبحثين هما:

- المبحث الأول: تجارب دولية لسياسة التيسير الكمي.
- المبحث الثاني: تجربة سياسة التيسير الكمي في الجزائر.

ونحاول من خلاله معرفة مدى نجاح هذه الآلية في الجزائر مقارنة بتجارب الدول المتقدمة.

المبحث الأول: تجارب دولية لسياسة التيسير الكمي.

إن تطبيق سياسة التيسير الكمي كان أول مرة في اليابان سنة 2001م وهذا بعد الانكماش الذي عرفه الاقتصاد الياباني، ثم طبقت في الولايات المتحدة الأمريكية ودول الاتحاد الأوربي بعد أزمة 2008، جدير بالذكر أن البنوك المركزية في أمريكا وأوروبا لم تشرع في استخدام الأدوات غير التقليدية إلا بعد وصول أسعار الفائدة لمستويات متدنية وفقدانها القدرة على تنشيط الاقتصاد، وكان على هذه البنوك إيجاد أدوات بديلة.

وسنقسم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب كالآتي:

- المطلب الأول: تجربة اليابان.
- المطلب الثاني: تجربة الولايات المتحدة الأمريكية.
- المطلب الثالث: تجربة دول الاتحاد الأوربي.

المطلب الأول: تجربة اليابان.

بين سنتي 1990م و1991م حدث انهيار في المستوى العام للأسعار بعد انفجار فقاعة أسعار السندات ما أدى إلى حدوث ركود في الاقتصاد الياباني، ففي سنة 1995م خفضت الحكومة اليابانية معدل الفائدة إلى 0.5 %، وهذا بفضل السياسة النقدية غير التقليدية التي طبقها البنك المركزي الياباني منذ 1990م لكن بصورة بطيئة، حيث وصل معدل الفائدة الاسمي سنة 1999م إلى 0.03%، ليعود إلى الارتفاع سنة 2000م ليصل إلى 0.25%، وارتفع المعدل العام للأسعار ب 2.8%. وفي هذا الوقت قام البنك المركزي الياباني بطرح سياسة التيسير الكمي كأداة لمواجهة هذا الارتفاع[1].

1 Heike Schenkelberg and Sebastian Watzka**, Real effects of quantitative easing at the zero lower bound**: structural VAR-based evidence from Japan, Leibniz institute for economic research at the university of Munich,2001, p:5-7.

ما بين 1990م و2000م انخفض معدل الفائدة الاسمي من 0.02% و0.03% إلى 0%[1]، بدأ البنك المركزي الياباني في استخدام هذا المفهوم الجديد لمواجهة حالة الركود الاقتصادي والانكماش الذي بدأ منذ عام 2001م واستمر حتى بعد 2006م، حتى وصلت أسعار الفائدة إلى 0%، ليلجا البنك المركزي الياباني إلى خطة اقتصادية بديلة لمواجهة الأزمة.

وقام البنك المركزي الياباني بضخ السيولة في الاقتصاد عبر مراحل[2]:

- قام برفع الحساب الجاري من 5 تريليون ين إلى 35 تريليون ين ما بين 2001-2004م.
- قام بشراء ما يعادل 5 تريليون ين من الأصول طويلة الأجل في أكتوبر 2010م.
- قام برفع المعروض النقدي من 40 تريليون ين إلى 50 تريليون ين في أوت 2011م.
- ضخ البنك المركزي الياباني 80 تريليون ين سنة 2013م وسجل الاقتصاد نموا ب 1.5%.

من خلال الإجراءات السابقة استطاع البنك المركزي الياباني الحفاظ على معدلات الفائدة قصيرة الأجل قريبة من الصفر، كما أغرق البنوك التجارية بالسيولة الزائدة، مما شجع القطاع الخاص، وهذا ما انعكس إيجابا على النشاط الاقتصادي في اليابان حتى ولو لم يكن بالشكل المنتظر.

1 Shigenori Shiratsuka, **Size and Composition of the Central Bank Balance Sheet: Revisiting Japans Experience of the Quantitative Easing Policy**, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan,2009, P84.

2 مطاي عبد القادر، راشدي فتيحة، **مرجع سابق**، ص 17.

كما كان لها مساوئ منها التأخر في عمليات التصحيح الهيكلي اللازم اتخاذه لإنقاذ الاقتصاد الياباني[3].

ومما سبق نجد أن ميزانية البنك المركزي الياباني تميزت بالارتفاع ما بين 2011-2013م، وقد كانت سياسة البنك معتمدة على عدة ركائز[2]:

- ❖ المحافظة على عرض جيد من السيولة بهدف زيادة مؤشر أسعار المستهلك الأساسية.
- ❖ المحافظة على عرض جيد من السيولة باستخدام أرصدة الحساب الجاري لدى البنك.
- ❖ زيادة المشتريات المالية من سندات الحكومة اليابانية طويلة الأمد عندما تكون هناك حاجة إلى السيولة.
- ❖ لقد ترتب على التيسير الكمي في اليابان عدة استنتاجات منها:
- ❖ لا يمكن اعتبار الزيادة في الأساس النقدي عملية سهلة.
- ❖ أن النطاق المصرفي عامل أساسي في نجاح العملية.
- ❖ أن استخدام التيسير الكمي يؤدي إلى تقليل السندات طويلة الأمد مما ينتج عنه تحسين تمويل القطاع الخاص متوسط وطويل الأمد.
- ❖ لم تتضح بعد كيفية وضع توقعات دقيقة للتضخم الناشئ تحديدا عن هذه العملية، إذا نظرنا إلى التيسير الكمي على أنه سياسة دائمة فإن له أثر توسعي من خلال تسهيل القيود المالية، وبالتالي تعزيز الطلب المتراكم خلال فترة الكساد[3].

---

3 Haytem Ahmed and Murray, Matt, a.t, **Quantitative Easing in Japan and the UK an Econometric Evaluation of the Impacts of Unconventional Monetary Policy on the Returns of Aggregate Output and Price Levels**, Munich Personal RePEc Archive, September 2015.

2 مطاي عبد القادر، راشدي فتيحة، **مرجع سابق**، ص 18.

3 بشرى عبد البارئ أحمد، **مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية**، جامعة تكريت، المجلد 2، العدد 4، العراق، 2014، ص 127-128.

المطلب الثاني: تجربة الولايات المتحدة الأمريكية.

يرجع سبب لجوء البنك المركزي الأمريكي (الاحتياطي الفدرالي) لسياسة التيسير الكمي إلى أزمة الرهن العقاري عام 2008م، وذلك كإجراء تحفيزي لإنعاش الاقتصاد الأمريكي والحفاظ على معدلات أسعار الفائدة المنخفضة.

الفرع الأول: أسباب أزمة الرهن العقاري.

لمعرفة بداية الأزمة نتطرق إلى الصورة المحيطة بالقروض العقارية.

يهدف كل فرد إلى امتلاك عقار يسكن فيه ويتدبر أمر معيشته فيه، والسياسة المتاحة أمامه تمكنه من شراء العقار تقسيطا، وتكون الإجراءات المتبعة عادة هي:

- الحصول على قرض بفائدة.
- ثم شراء عقار بأموال القرض.

لكن شروط عقد القرض عادة ما تنص على أن:

- أسعار الفائدة متغيرة أي ليست ثابتة ومرتبطة بسعر فائدة البنك المركزي.
- إذا تأخر المدين عن سداد أي دفعة تضاعفت أسعار الفائدة.
- كما أن المدفوعات الشهرية خلال السنوات الثلاث الأولى تذهب كلها لسداد الفوائد، مما يعني أن المدفوعات لا تذهب إلى ملكية جزء من العقار إلا بعد مرور ثلاث سنوات.

فبفرض ارتفاع أسعار العقارات فإن الخيارات المتاحة تكون كالتالي:

- إما أن يبيع مالك العقار عقاره لتحقيق أرباح مجزية.
- أو أن يحاول الحصول على قرض مقابل رهن جزء من العقار الذي ارتفعت قيمته.

والنتيجة: هي توافر السيولة التي عادة ما توجه نحو الإنفاق كما يلي:

- ❖ التوسع في الإنفاق في مختلف المجالات.
- ❖ الحصول على قرض لشراء أصول جديدة، مثلا شراء سيارة بالتقسيط.

ويتلخص سلوك الأفراد المدينين بالآتي:

- ❖ الحصول على قرض بفائدة، مما يعني التزام المقترض بسداد قسط للبنك المقرض، شراء أصل كعقار مثلا.
- ❖ يقوم المدين في غالب الأحيان (يبيع) بتوريق الأصل الذي يملكه أو يرهنه للحصول على مزيد من السيولة.
- ❖ عند رهن الأصل يكون الفرد قد حصل على قرض جديد مقابل رهنه للأصل الذي قدمه، مما يعني التزامه بسداد قسط إضافي للبنك المقرض.
- ❖ ثم يتوجه لمزيد من الإنفاق كشراء أصل أخر كسيارة مثلا.

فاذا افترضنا أن البنك المركزي رفع سعر الفائدة، فبحسب شروط عقد القرض، فإن البنك المقرض يرفع القسط المترتب على المقترض، مما يؤدي إلى زيادة الالتزام بزيادة الأقساط المسددة، ويتكرر رفع سعر الفائدة من البنك المقرض على المقترض كلما تكرر رفع سعر الفائدة من البنك المركزي، مما يؤدي لزيادة الالتزام بزيادة الأقساط مرة تلو الأخرى.

أما سلوك المؤسسات المالية فيكون على التوازي مع سلوك الفرد المقترض ويتلخص بالآتي:

- ❖ يبيع البنك القرض كسندات للمستثمرين ليضاعف إيراداته، حيث يستفيد من فوائد القرض التي يسددها المقترض، وبعد بيعه السندات يحقق دخلا إضافيا بالعمولات والرسوم.
- ❖ يستفيد المستثمرون من فوائد السندات التي اشتروها.
- ❖ يرهن المستثمرون سنداتهم.
- ❖ ولإضافة مزيد من الطمأنينة يقومون بالتأمين عليها لدى شركات التأمين ضمانا لدينهم.

- ثم سرعان ما يقوم المستثمرون برهن سنداتهم ليحصلوا على قرض جديد وسيولة جديدة.
- بالعودة إلى النتيجة المحتملة لسلوك الأفراد وهي إفلاسهم واضطرارهم لبيع عقاراتهم دعما للسندات، فإن زيادة عرض العقارات المعدة للبيع غالبا ما يؤدي لانخفاض أسواقها واحتمال دخولها مرحلة الكساد.
- تفقد السندات حينها قيمتها.

إن الأزمة المالية المعاصرة هي أزمة مالية بالدرجة الأولى نجمت عن التوسع الكبير في الأصول المالية على نحو مستقل-إلى حد كبير- عما يحدث في الاقتصاد العيني، ويمكن إيجاز أسباب هاته الأزمة إلى أسباب مباشرة وأسباب غير مباشرة.

أسباب مباشرة[1]:

1. أن الأزمة المالية بدأت نتيجة توفر ما يعرف بالأموال الرخيصة (انخفاض سعر الفائدة حتى وصل إلى 1% في عام 2003م، مما رفع الطلب على القروض وخاصة العقارية، ومع سهولة وتيسير هذه القروض تزايد الطلب عليها مما أدى إلى رفع سعر العقار في الولايات المتحدة الأمريكية.

هذه الفقاعة في قطاع العقار أغرت البنوك الكبرى وصناديق الاستثمار على الدخول في سوق القروض العقارية الأمريكي، مما أدى إلى نشر مخاطرها على نطاق أوسع.

2. الرهون العقارية الأقل جودة، وهذا يأتي من أن المواطن الأمريكي يشتري عقاره بالدين من البنك مقابل رهن هذا العقار، حينما يرتفع ثمن العقار المرهون يحاول صاحب العقار الحصول على قرض جديد وذلك مقابل رهن جديد من الدرجة الثانية، ومن هنا تسمى الرهون الأقل جودة، لأنها رهونات من الدرجة الثانية، أي أنها أكثر خطورة في حال انخفاض ثمن العقار، وتوسعت البنوك في هذا النوع من القروض الأقل جودة مما رفع درجة المخاطرة في تحصيل تلك القروض.

1 علالو عبد الصمد، بوملاح أسامة، **مرجع سابق**، ص 46.

3. البنوك لم تكتف بالتوسع في القروض الأقل جودة بل استخدمت المشتقات المالية لتوليد مصادر جديدة للتمويل، وبالتالي التوسع في الإقراض، وذلك عندما يتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية فإنه يلجأ إلى استخدام هذه المحفظة من الرهونات العقارية لإصدار أوراق مالية جديدة يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة، وهو ما يطلق عليه التوريق، وكأن البنك لم يكتف بالإقراض الأولي بضمان هذه العقارات بل أصدر موجة ثانية من الأصول المالية بضمان هذه الرهون العقارية، وهكذا فإن العقار يعطي مالكه الحق في الاقتراض من البنك، ولكن البنك يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر للاقتراض بموجبها من جديد من المؤسسات المالية الأخرى، وتستمر العملية موجة بعد موجة حيث يولد الإقراض طبقات متتابعة من الإقراض بأسماء المؤسسات المالية واحدة بعد الأخرى، وهكذا أدى التركز في الإقراض في قطاع واحد إلى زيادة المخاطر.

4. نقص أو انعدام الرقابة أو الإشراف الكافي على المؤسسات المالية الوسيطة، حيث لا تخضع البنوك الاستثمارية للمنتجات المالية الجديدة مثل المشتقات المالية أو الرقابة على الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية.

5. ترابط الاقتصاديات: فقد كانت دورات الزيادة والهبوط في أسعار العقار مقصورة في السابق على الدول التي تمر بها من قبل، لكن الفقاعة الأخيرة في قطاع العقار الأمريكي أغرت البنوك الكبرى وصناديق الاستثمار من دول أخرى على الدخول في سوق القروض العقارية الأمريكي، مما أدى إلى نشر مخاطرها على نطاق أوسع، وذلك ما جعل انهيار القطاع العقاري الأمريكي وأزمة القروض العقارية السيئة تنتشر حول العالم وتقود إلى انكماش ائتماني وصعوبة في الإقراض وركود في الاقتصاد تطلب تدخل البنوك المركزية، بضخ المليارات من السيولة النقدية في القطاع المصرفي، وذلك لشراء أصول فاسدة من البنوك، كما تضمنته خطة الإنقاذ الأمريكية على سبيل المثال ورفع مبلغ الضمان الحكومي على المدخرات.

6. أزمة الثقة: لقد تكاثفت الأسباب السابقة على تهديد أحد أهم عناصر هذا القطاع وهو الثقة، فبالرغم من أن العناصر السابقة كافية لإحداث الأزمة فإن الأمر يصبح خطيرا إذا

فقدت الثقة أو ضعفت في النظام المالي والذي يقوم على ثقة الأفراد، ويزداد تعقيدا نتيجة للتداخل بين المؤسسات المالية في مختلف الدول.

أسباب غير مباشرة[1]:

1. لعل من أهم الأسباب غير المباشرة للأزمة هي النفقات العسكرية في العراق وأفغانستان، فالولايات المتحدة الأمريكية تنفق كل ثلاثة دقائق مليون دولار لحربها على العراق، مما يعني نزيف للسيولة المالية، وتمويله يكون باقتراض الحكومة الأمريكية من دول العالم ومن سوقها الداخلي، وذلك بإصدار سندات خزينة ولهذه السندات سمعة عالمية كبيرة مصدرها اسم الولايات المتحدة الأمريكية واقتصادها القوي هو اقتصاد يعتمد على الإنتاج واستخدام التكنولوجيا، لذلك يستثمر بها معظم دول العالم بلا استثناء.

2. اهتزاز الاقتصاد الأمريكي: الأزمة المالية العالمية تقوم على محورين لا يمكن بحال من الأحوال فصل أحدهما على الآخر، فمن حيث طبيعتها هي أزمة مزدوجة مالية ونقدية، ومن حيث مصدرها فإنها تعود لاهتزاز الاقتصاد الأمريكي وعيوب النظام الرأسمالي.

أما المحور الأول فإن الأزمة تقوم في جانب مهم منها على فقدان الثقة في الاقتصاد الأمريكي وعملته، والمحور الثاني القول فيه لأصحاب الاختصاص والمتابع للتطورات المسارعة للأزمة والأسباب الكامنة وراءها يكتشف أن الاقتصاد الأمريكي هو السبب وراء الكارثة.

وقد صرح وزير المالية الألماني بير شتاينبروك بأن: الولايات المتحدة تتحمل مسؤولية الأزمة المالية العالمية الراهنة بسبب الحملة الأنجلوساكسونية التي تهدف لتحقيق أرباح كبيرة ومكافئات هائلة للمصرفيين وكبار مديري الشركات، والأزمة ستخلف آثارا عميقة وستحدث تحولات في النظام المالي العالمي.

وعند النظر إلى الأسباب غير المباشرة التي أدت إلى ظهور الأزمة المالية والتي تتعلق بوضعية الاقتصاد الأمريكي نجد:

---

1 علالو عبد الصمد، بوملاح أسامة، **مرجع سابق**، ص 49.

❖ عجز الميزانية:

أدت السياسات غير المتماسكة للرئيس الأمريكي بوش الابن إلى تعميق العجز في الميزانية الأمريكية والمتمثلة في:

- الخفض الكبير في الضرائب.
- الإنفاق الكبير على الأمن الداخلي.
- الإنفاق الكبير على الحرب ضد الإرهاب.

❖ عجز ميزان المدفوعات الأمريكي:

- تدهور وضع الميزان التجاري الأمريكي بسبب القيود على تصدير المنتجات عالية التقنية، وارتفاع مستويات الاستهلاك المحلي بصفة خاصة من السلع المستوردة.
- ارتفاع أسعار النفط.

المشكلة الأن هي أن عجز ميزان المدفوعات يسير جنبا إلى جنب مع دين محلي ضخم، حيث تتردد البنوك المركزية في استخدام احتياطاتها بشراء أذون خزانة أمريكية، ناهيك على أن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الولايات المتحدة بدأت تنخفض بشكل واضح بعد أحداث 11 سبتمبر.

❖ تصاعد حجم الدين الأمريكي:

تضاعف حجم الدين الأمريكي مرة ونصف خلال الفترة (2002-2007) فقد بلغ في ديسمبر 2007م حوالي 2.9 تريليون دولار، أو ما يمثل حوالي 70% من الناتج المحلي الإجمالي، وقد وصل إلى حوالي 72.5% من الناتج المحلي الإجمالي خلال 30 سبتمبر 2008م، وهو بهذا الشكل يتجاوز مستوى الحد المقبول دوليا.

❖ الاستهلاك الكثيف:

لا يمكننا هنا إغفال كون الأمريكيين يستوردون سلعا للاستهلاك المحلي أكثر بكثير مما يصدرون، حيث تشهد الولايات المتحدة تراجعا كبيرا في قدرة الجهاز الإنتاجي على تلبية الحاجات الاستهلاكية.

الفرع الثاني: مراحل تطبيق سياسة التيسير الكمي في الولايات المتحدة.

1. برامج التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية:

لجأ البنك المركزي الأمريكي (الاحتياطي الفدرالي) لسياسة التيسير الكمي بعد أزمة الرهن العقاري، وطبقها من خلال عدة مراحل عبر شراء السندات كالتالي:

✓ **البرنامج الأول: (25/11/2008-31/03/2010).**

ويسعى البرنامج الأول لسياسة التيسير الكمي إلى تخفيض تكاليف الاقتراض وتسهيل شروط الائتمان لسوق العقارات من جهة ومن جهة أخرى تنشيط السوق المالية بشكل عام، وقد أعلن البنك الفيدرالي الاحتياطي عن هذا البرنامج في 25 نوفمبر 2008م.

حيث قام ب شراء1.25 تريليون دولار سندات الرهن العقاري منها[1]:

- 100 مليار دولار لشراء سندات GSE وهي التزامات مباشرة من مؤسستي فاني وفريدي ماك.
- 500 مليار دولار لشراء الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري MBS

وفي 18 مارس 2009م قررت اللجنة الفدرالية للسوق المفتوحة شراء:

- 300 مليار دولار من سندات الخزينة طويلة الأجل.
- زيادة مشتريات الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري MBSإلى 750 مليار دولار إضافية.
- زيادة مشتريات GSEإلى 100 مليار دولار إضافية.

✓ **البرنامج الثاني: (30/11/2010-30/06/2011).**

نتيجة لمواصلة تباطؤ النمو الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية وزيادة معدلات البطالة إلى ما يقارب 10%، أعلن رئيس البنك الفدرالي الاحتياطي في نوفمبر 2010م عن شراء 600 مليار دولار سندات الخزينة طويلة الأجل من أجل تمويل عجز الميزانية.

---

1 هدى هذباء يونسي، مدوخ ماجدة، **أثر سياسة التيسير الكمي على المستوى العام للأسعار في الجزائر**، مجلة أفاق علمية، جامعة تمنراست، المجلد 11، العدد 02، الجزائر، ص 342،343.

وبذلك فهذا البرنامج يهدف إلى ضخ السيولة في الاقتصاد بدلا من تنشيط سوق العقارات كما جاء في البرنامج الأول.

وفي سبتمبر 2011م قرر البنك الفدرالي الاحتياطي تغيير استراتيجيته بهدف خفض أسعار الفائدة طويلة الأجل من خلال برنامج Twist وذلك عن طريق بيع سندات الخزينة قصيرة الأجل وشراء سندات الخزينة طويلة الأجل، حيث قام بشراء 400 مليار دولار من سندات الخزينة يتراوح استحقاقها عن ثلاث سنوات.

- ✓ **برنامج تمديد الاستحقاق: (21/09/2011-31/12/2011).**

شراء 667 مليار دولار سندات الخزينة طويلة الأجل.

- ✓ **البرنامج الثالث: (13/09/2012-29/10/2014).**

تم فيه شراء 1.5 تريليون دولار سندات الخزينة وسندات الرهن العقاري، حيث أعلنت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة عن تخصيص مبلغ 40 مليار دولار شهريا لشراء الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري MBS، كما تم تخصيص 45 مليار دولار شهريا لشراء سندات الخزينة بداية من ديسمبر 2012م، وذلك بهدف تخفيض معدل البطالة.

وبداية من جانفي 2014م تم تخفيض المبالغ المخصصة لشراء الأوراق المالية ب 5 مليار دولار، واستمر هذا التخفيض إلى غاية 29 أكتوبر 2014م، أين تم الإعلان عن نهاية سياسة التيسير الكمي بعد ست سنوات من التطبيق[1].

من هنا يتضح بأن الاحتياطي الفدرالي قام بضخ أكثر من 4 تريليون دولار ابتداء من سنة 2008م إلى غاية أكتوبر 2014م، وتعتبر هذه العملية أكبر عملية توسع نقدي قامت بها الو.م.أ، ليبدأ الاحتياطي الفدرالي في التراجع عنها بعد 2014م من خلال[2]:

- استخراج قيمة السندات عن طريق بيعها من خلال السوق المفتوحة.
- حث المقرضين على تقليص حجم القروض المطلوبة.

1 OGAWA Eiji, WANG Zhiqian, **Effects of a Quantitative Easing Monetary Policy Exit Strategy on East Asian Currencies**, RIETI Discussion Paper Series 15-E-037, March 2015, p04.

2 مطاي عبد القادر، راشدي فتيحة، **مرجع سابق**، ص 19.

- انهيار سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل عملات عدة دول.
- الرفع من سعر الفائدة على الودائع تدريجيا لتشجيع المستثمرين على إيداع أموالهم لدى البنوك.
- الرفع من نسبة الاحتياطي القانوني للبنوك التجارية لدى البنك المركزي (سياسة انكماشية).

2. أثار تطبيق سياسة التيسير الكمي على الاقتصاد الأمريكي[1]:

لقد كان لسياسة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية عدة أثار على الاقتصاد الأمريكي وحتى العالمي، حيث أدت هذه السياسة إلى:

- تخفيض معدلات الفائدة في الأجل الطويل، وذلك لارتفاع الأصول المالية التي تم شراؤها من البنك الفدرالي الأمريكي.
- زيادة حجم السيولة في السوق في الو م أ وكذا في الدول الناشئة التي لها أسواق مالية مرتبطة بالسوق المالي الأمريكي.
- استقرار الأسعار في الو م أ رغم أن هذه السياسة في الغالب تحدث موجات تضخم.

ومما سبق يمكن القول بأن تجربة التيسير الكمي في الو م أ كانت ناجحة نظرا للآثار الإيجابية الكثيرة التي أفرزتها، وكانت جزءا هاما من حل أزمة 2008م.

أدت الأزمة المالية العالمية سنة 2008م التي تعرض لها الاقتصاد الأمريكي والتي انتقلت إلى اقتصاديات الدول الأخرى إلى تدهور النشاط الاقتصادي حيث انخفض النمو الاقتصادي ب 2.8% في سنة 2009م وبلغ 14.42 ترليون دولار، كما ارتفع معدل البطالة ووصل إلى أرقام قياسية ففي سنة 2009م بلغ 9.3% بعدما كان 4.9% في سنة 2007م،

1 فوزي عبد الرزاق، دودو نبيلة، **مرجع سابق**، ص 216.

في حين سجل معدل تضخم سلبي -0.4% نتيجة لانخفاض الطلب الكلي وتراجع النمو الاقتصادي.

وتظهر لنا أثار هذا البرنامج على الاقتصاد الأمريكي من خلال الدراسة القياسية التي قام بها C. Führer and Giovanni P. Olivier Jeffrey وذلك من خلال تحليل أثار صدمة البنك المركزي على المستوى العام للأسعار والنتاج المحلي الإجمالي في ثمانية اقتصاديات متقدمة (كندا، المملكة المتحدة، النرويج، الولايات المتحدة الأمريكية، منطقة اليويو، اليابان وسويسرا) اعتمادا على نموذج Panel VARحيث توصلا إلى النتائج التالية[1]:

- السياسة النقدية غير التقليدية أدت إلى ارتفاعات كبيرة ومؤقتة في الإنتاج والأسعار، هذا الارتفاع يصل إلى حد أقصى بعد ستة أشهر ثم يعود إلى نقطة البداية بعد ثمانية عشر شهرا.
- إن تأثير السياسة النقدية غير التقليدية على الناتج المحلي الإجمالي تزيد بنحو ثلاثة أضعاف عن تأثيرها على المستوى العام للأسعار في كافة دول الدراسة.

واصل الناتج المحلي الإجمالي ارتفاعه في نهاية البرنامج الثاني إلى 15.52 ترليون دولار، كما أن معدل البطالة انخفض إلى 9% في حين ارتفع معدل التضخم وبلغ 3.2%، وتوصلت دراسة قياسية قاموا بها كل من Andrea Ferrero, Vasco Cúrdia, Han Chen من خلال تحليل أثار برنامج التيسير الكمي الثاني على معدلات التضخم والناتج المحلي الإجمالي إلى[2]:

- زيادة طفيفة في الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 0.4% وهو أعلى من الناتج المحلي الإجمالي المتوقع تحقيقه دون البرنامج بسبة 0.25%.
- زيادة في معدل التضخم بنسبة 0.5%.

فقد نجحت الإدارة الأمريكية من خلال الاستخدام الكثيف للسياسة المالية والنقدية في إخراج الاقتصاد الأمريكي من حالة الكساد، لتبدأ بعد ذلك مهمة استعادة النشاط الاقتصادي

1 Leonardo Gambacorta and Others**, the effectiveness of unconventional monetary policy at the zero lower bound**: a cross-country analysis, Journal of Money, vol 46, issue 4, Blackwell Publishing, US, 2014, p14.

2 Han Chen, and Others, **The Macroeconomic Effects of Large-Scale Asset Purchase Programs**, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no 527, December 2011, p34.

لمستوياته قبل الأزمة، خاصة في سوق العمل الأمريكي التي ثبت بعد ذلك أنها مهمة شاقة جدا اقتضت اللعب بأدوات السياسة النقدية حتى حدودها القصوى، فطوال السنوات الماضية استنفذ الاحتياطي الفيدرالي كل السبل تقريبا لمحاولة رفع مستويات النشاط الاقتصادي إلى مستويات ما قبل الأزمة.

وبعد تحسن الأداء الاقتصادي سنة 2014م وارتفاع معدلات النمو في حدود معدلات تضخم مقبولة وانخفاض معدلات البطالة، أعلن البنك الفدرالي الاحتياطي عن نهاية سياسة التيسير الكمي.

المطلب الثالث: تجربة الاتحاد الأوربي.

لقد اضطر البنك المركزي الأوربي إلى تطبيق سياسة التيسير الكمي بسبب نتائج الأزمة المالية لسنة 2008م، حيث قام هذا البنك ابتداء من سنة 2009م بمجموعة من الإجراءات المرتبطة بسياسة التيسير الكمي، وذلك قصد تحسين شروط التمويل داخل منطقة اليورو.

سوف نتطرق في هذا العنصر إلى برنامج التيسير الكمي في الاتحاد الأوربي ثم نبين أثار سياسة التيسير الكمي على الاقتصاد الأوربي.

1. برنامج التيسير الكمي في الاتحاد الأوربي:

نتيجة للأوضاع الاقتصادية المقلقة التي شهدتها دول الاتحاد الأوربي وتباطؤ في النمو الاقتصادي وارتفاع معدلات البطالة إلى أرقام قياسية، أعلن مجلس الإدارة للبنك المركزي الأوربي عن برنامج التيسير الكمي وقد تمت هذه العملية عبر عدة مراحل[1]:

1 وليد طالب محمد الأمين، **دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية "دراسة حالة البنك المركزي الأوربي BCE والأزمة المالية 2007/2008**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية تخصص علوم اقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015-2016، ص 327.

❖ **المرحلة الأولى: (07/05/2009 إلى 30/06/2010).**

حيث سمح البنك المركزي الأوربي لدول منطقة اليورو بشراء السندات المحمية (CBPP1) والتي تتمثل في كل الأوراق المالية التي تقوم بإصدارها المؤسسات المالية وتكون مغطاة بأصول في القطاع العام والخاص، وذلك بقيمة 60 مليار يورو، وقد كان هذا الإجراء فعالا في المرحلة الأولى عندما كانت هذه الدول تعاني من مشاكل في سوق السندات المحمية.

❖ **المرحلة الثانية: (03/11/2011 إلى 31/10/2012).**

حيث أعلن البنك المركزي الأوربي عن تبني ثاني برنامج له لشراء السندات المحمية (CBPP2) وحددت قيمته ب 40 مليار يورو، وهذا البرنامج لم يتحقق كليا حيث تم شراء ما قيمته 16.42 مليار يورو فقط.

❖ **المرحلة الثالثة: (مارس2015 إلى مارس 2016).**

حيث قام البنك المركزي الأوربي بشراء السندات السيادية لحكومات منطقة اليورو بمبلغ 60 مليار شهريا.

❖ **المرحلة الرابعة:(أفريل 2016 إلى مارس 2017).**

قام البنك المركزي الأوربي بشراء السندات السيادية لحكومات منطقة اليورو وسندات الشركات الكبرى بمبلغ 80 مليار يورو شهريا.

❖ **المرحلة الخامسة: (أفريل 2017 إلى ديسمبر 2018).**

حيث قلص البنك المركزي الأوربي مشترياته من الأصول إلى 60 مليار يورو شهريا، ليتم تخفيضه في بداية جانفي 2018 إلى 30 مليار يورو شهريا وذلك إلى غاية سبتمبر2018، ثم تم تخفيضه إلى 15 مليار يورو شهريا إلى غاية ديسمبر2018[1].

2. أثار تطبيق سياسة التيسير الكمي في الاتحاد الأوربي:

ساهم برنامج التيسير الكمي بتقليل تكلفة القروض المصرفية مما شجع اقتراض الشركات الصغيرة والأسر عبر منطقة الأورو، وهذا ما أعطى دفعة مهمة للنمو الاقتصادي.

1 هدى هذباء يونسي، مدوخ ماجدة، **مرجع سابق**، ص 346.

ويمكن إيجاز أهم أثار التيسير الكمي على الاقتصاد الأوربي فيما يلي[2]:

- ارتفاع معدل النمو الاقتصادي ولكن بوتيرة بطيئة حيث تم تسجيل اعلى نسبة سنة 2017م والتي قدرت ب 2.5% لتنخفض إلى 1.8% سنة 2018م.
- انخفاض معدل البطالة إلى 7.8% في ديسمبر 2018م وهو أدني مستوى له منذ أكتوبر 2008م.
- ارتفاع معدلات التضخم بصفة متسارعة حيث سجلت معدلات تضخم سالبة في 2015م، وفي الثلاثي الأول من 2016م ولكنها أخذت في الارتفاع بعد ذلك لتصل إلى 1.7% في المتوسط سنة 2018م.
- تعزيز مرونة القطاع العام سنة 2018م، حيث وصلت نسبة راس المال الإجمالية للمؤسسات الرئيسية إلى مستوى 14.2% في نهاية العام.

ورغم النتائج الإيجابية المشار إليها سابقا إلا أنه يمكن القول إن منطقة اليورو لم تتمكن من تجاوز أزمة الديون السيادية للبنك المركزي الأوربي.

يظهر من متابعة مجريات الاقتصاد العالمي أن رهان الدول الكبرى على نجاح سياسة التيسير الكمي يعتمد أولا على أسواقها المحلية وليس على زيادة صادراتها فقط، فمع تسابق الدول الكبرى على خفض عملاتها –بطريقة غير مباشرة– يبقى الرهان على نجاحها في تحسين أرقام البطالة وخلق فرص العمل من خلال تعزيز الإنفاق والاستثمار داخل البلد، وهو ما نجحت فيه الولايات المتحدة الأمريكية، كما نجحت اليابان في تحسين نمو الناتج (وان كان بنسبة اقل من المتوقع)، كما انخفضت نسبة البطالة في الاتحاد الأوربي من 11.2% في المتوسط إلى 7.8% في ديسمبر 2018م.

2 أحمد ضيف، **سياسة التيسير الكمي كألية للتمويل غير التقليدي (تجربة الجزائر مقارنة ببعض التجارب الدولية)**، مجلة معارف، جامعة البويرة، المجلد 16، العدد 02، الجزائر، 2021، ص 337-338.

المبحث الثاني: تجربة سياسة التيسير الكمي في الجزائر.

لقد ظهر مصطلح التيسير الكمي في الجزائر لأول مرة كتمويل غير تقليدي من خلال قانون 17/10 الصادر بتاريخ 2017/10/12، وذلك بعد عجز الحكومة عن تمويل عجز الموازنة العامة من خلال الطرق التقليدية، وهذا العجز في الموازنة كان منذ أزمة انخفاض أسعار البترول لسنة 2014م، ولقد تم تبرير اللجوء إلى هذا التمويل غبر التقليدي بتجارب الدول المتقدمة في هذا النوع من التمويل.

وسندرس من خلال هذا المبحث ثلاث مطالب:

- المطلب الأول: أسباب اللجوء إلى سياسة التيسير الكمي في الجزائر.
- المطلب الثاني: مقارنة إجراءات سياسة التيسير الكمي في الجزائر بالتجارب الدولية
- المطلب الثالث: التحديات والإصلاحات المصاحبة لسياسة التيسير الكمي في الجزائر.

المطلب الأول: أسباب اللجوء إلى سياسة التيسير الكمي في الجزائر.

يعد قطاع المحروقات من أهم القطاعات التي يعتمد عليها الاقتصاد الجزائري في تمويل نشاطاته المختلفة لذلك نتج عن انخفاض أسعار البترول صعوبات مالية عانت منها الخزينة العمومية حيث أصبحت غير قادرة على تغطية النفقات العامة للدولة مما أدى بالحكومة إلى إقرار أسلوب تمويل جديد جعلت من بنك الجزائر يتبنى سياسة نقدية غير تقليدية تسمى سياسة التيسير الكمي.

والجدول التالي يبين تطور بعض المؤشرات الاقتصادية والنقدية قبل اتخاذ هذا القرار:

الجدول رقم01: تطور بعض المؤشرات الاقتصادية والنقدية قبل اتخاذ قرار التيسير الكمي.

المؤشر	2014	2015	2016	2017
أسعار البترول (الدولار الأمريكي)	100.02	53.1	45	54.1
رصيد الموازنة العامة(مليار دينار جزائري)	3068	3103.8	2285.9	1234.7
رصيد ميزان المدفوعات (دولار أمريكي)	-5.88	-27.54	-26.03	-21.76
احتياطي الصرف الأجنبي (مليار دولار)	178	144	114.1	97.3
رصيد صندوق ضبط الإيرادات (مليار د ج)	4408.4	3081.9	784.55	0
سعر الصرف مقابل الدولار	80.56	100.46	109.47	110.96
معدل التضخم	2.92	4.78	6.4	5.59

المصدر: إحصائيات البنك المركزي (النشرة الإحصائية الثلاثية)

وزارة المالية المديرية العامة للتنبؤات والسياسات.

https://www.mf.gov.dz/index.php/fr/sold-global-du-tresor

هناك عدة أسباب أدت إلى لجوء الحكومة إلى سياسة التيسير الكمي وتتعلق جميعها بأسعار النفط، وسنوضحها فيما يلي[1]:

1. انخفاض أسعار النفط:

يتضح من خلال الجدول السابق تدهور أسعار البترول بين سنتي 2014م-2017م، حيث انخفضت إلى حوالي 50 دولار للبرميل بعدما بلغت أقصى مستوياتها سنتي 2013م و 2014م حيث قدرت بحوالي 100 دولار للبرميل، مما أدى إلى تدهور مختلف المؤشرات

1 هدى هذباء يونسي، ماجدة مدوخ، مرجع سابق، ص 349-350.

الاقتصادية والنقدية، حيث شهدت الموازنة العامة عجزا مستمرا خلال هذه الفترة، وتم اللجوء إلى صندوق ضبط الموارد لتمويل هذا العجز، مما أدى إلى نفاده سنة 2017م.

2. عدم تنوع الصادرات:

لأن قطاع المحروقات هو المصدر الأساسي لإيرادات الصادرات، حيث يساهم ب 97%، مما جعل الاقتصاد الجزائري شديد الحساسية لأسعار النفط، فانخفاضه أدى إلى عجز الميزان التجاري.

3. ميزان المدفوعات:

ونفس الشيء بالنسبة لميزان المدفوعات فقد شهدت عجزا مما أدى إلى تغطيته من خلال احتياطي الصرف الأجنبي الذي انخفض من 178 مليار دولار سنة 2014م إلى 97.3 مليار دولار، وكانعكاس لتدهور المؤشرات السابقة انخفضت قيمة العملة الوطنية وارتفع معدل التضخم.

4. تآكل احتياطات الصرف:

عرفت الألفية الجديدة من القرن الواحد والعشرين فوائض مالية ناجمة عن ارتفاع أسعار النفط، وبما أن قطاع المحروقات يشكل المصدر الرئيسي للصادرات الجزائرية أدى ذلك إلى تراكم احتياطات الصرف الأجنبي والتي قدرت سنة 2014م حوالي 178 مليار دولار، بعدما بلغت سنة 2000م حوالي 11.9 مليار دولار، أي بارتفاع قدره 166 مليار دولار أي بحوالي 1500%، غير أن الصدمة النفطية الأخيرة أدت إلى تآكل احتياطات الصرف الأجنبي باعتباره أهم مقابل للكتلة النقدية، حيث انخفض إلى 97.3 مليار دولار سنة 2017م، نتيجة لترشيد النفقات وتجميد العديد من المشاريع التنموية المقرر تنفيذها قبل 2019م.

ونظرا لكل هاته الظروف لجأت الحكومة الجزائرية إلى سياسة التمويل غير التقليدي بموجب قانون رقم (17/10) الصادر بتاريخ 12 أكتوبر 2017م[1] من خلال تعديل المادة 45 مكرر من الأمر 03/11 الصادر بتاريخ 26 أوت 2003م، والتي تنص "على أنه بغض النظر على كل حكم مخالف، يقوم بنك الجزائر ابتداء من دخول هذا الحكم حيز التنفيذ بشكل استثنائي، ولمدة خمس سنوات بشراء مباشرة عن الخزينة السندات المالية التي تصدرها هذه الأخيرة، وهو ما يفتح المجال لطباعة المزيد من الأوراق النقدية من خلال رفع ما يعرف بالحد الأدنى للإفراض بين الخزينة العمومية والبنك المركزي المقدر حاليا ب 10%[2]، من أجل المساهمة في تغطية احتياجات تمويل الخزينة، تمويل الدين الداخلي العمومي وتمويل الصندوق الوطني للاستثمار.

وحسب ما جاء في نص قانون 10/17 فتطبيق سياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر تقوم على الأسس والمبادئ التالية:

- **سياسة استثنائية ومحددة بفترة 5 سنوات:**

إن هذه السياسة جاءت لحلول مكملة من أجل التصحيح تحت شروط محددة وليس كحلول أساسية من أجل الضبط[3]، نظرا لضغوط الأزمة النفطية على مداخيل الدولة الجزائرية سنة 2014م، حيث تم تحديد فترة اعتماد سياسة التمويل غير التقليدي ب 5 سنوات إلى أن يتم تدارك العجز في ميزانية الخزينة العمومية، مما يتطلب إصلاحا جذريا للمنظومة الجبائية.

- **سندات الخزينة:**

قبل قانون 10/17 كان البنك المركزي يقوم بشراء سندات الخزينة العمومية بقيمة محددة 10% من الإيرادات العادية للدولة وتتم عملية البيع والشراء من خلال السوق بين

1 القانون 17/10 المتمم للأمر 11/03، العدد 57، الصادر في 12/10/2017، الجريدة الرسمية، الجزائر، ص 04.

2 منتدى رؤساء المؤسسات، معارض الصحافة، الحكومة تتجاهل المخاطر وتلجأ لآخر الحلول (الخبر)، الجزائر، سبتمبر 2017، ص 09.

3 عن التمويل غير التقليدي، الموقع الإلكتروني، تاريخ الاطلاع 2024/04/22، الساعة 10:35، http://www.babalweb.net.

البنوك، وبعد صدور قانون 10/17 أصبح بنك الجزائر بتمويل الخزينة العمومية مباشرة بشراء السندات التي تصدرها علما أن قيمة السندات مساوية لقيمة العجز لدى الخزينة.

- **سقف الإصدار النقدي:**

سقف إصدار النقود يتم وفق نظام التغطية بفوائض الذهب النقدي والعملات الأجنبية (القيمة الكلية للفوائض لدى الدول المصدرة)، والبنك المركزي لا يقوم بتداولها محليا بل يحولها إلى عملة وطنية، أي يتم إصدار مقابل نقدي محلي للفوائض المحققة[1].

فقبل قانون 10/17 كانت الخزينة العمومية تطلب تسبيقات من بنك الجزائر لتغطية العجز في الميزانية العمومية في حلة تجاوز النفقات المستمرة للإيرادات المقتطعة عبر الزمن، وتم تحديد سقف الإصدار النقدي ب 10% من إيرادات السنة السابقة، على أن يكون استحقاق هاته التسبيقات خلال 240 يوم.

وبعد مرور قانون 10/17 تم التغيير ضمنيا في حدود الإصدارات النقدية من طرف البنك المركزي ل تمويل الخزينة العمومية فسقف الإصدار أصبح غير محدد بقيمة معينة بل محدد بقيمة عجز الخزينة العمومية، ولا يوجد لحد الآن حد معين للمبالغ التي سيتم إصدارها خلال المدة المعتمدة في التمويل غير التقليدي، رغم تصريحات وزير المالية بأن المبالغ لن تتعدى 2659 مليار دج [2]، في ظل توقعات تناقص عجز الميزانية ليصل إلى الصفر خلال سنة 2019م[3].

1 الطاهر لطرش، **مرجع سابق**، ص 44.

2 الطاهر لطرش، **تقنيات البنوك–دراسة في طرق استخدام النقود من طرف البنوك مع إشارة إلى التجربة الجزائرية**، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة 07، الجزائر، 2011، ص 44.

3 حمزة رملي، التمويل غير التقليدي في الجزائر وفق تعديلات قانون النقد والقرض–هل الأمر يتعلق بالتيسير الكمي–، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المجلد 04، العدد 01، المركز الجامعي عبد الحفيظ بو الصوف، ميلة، جوان 2018، ص 215.

وفق الإجراءات الجديدة لتمويل البنك المركزي للخزينة العمومية قامت الخزينة بإصدار سندات حكومية ذات أجال مختلفة تتراوح ما بين 5 سنوات إلى 30 سنة، ومن خلالها تم تعبئة مبلغ قدره 6556.2 مليار دج منذ منتصف نوفمبر 2017م إلى غاية جانفي 2019م من قبل الخزينة العمومية. وقسم كما يلي[1]:

- تم استخدام مبلغ 2470 مليار دج لتمويل عجز الخزينة العمومية في 2017م و 2018م وجزئيا في 2019م.
- مبلغ 1813 مليار دج في سداد الدين العام، فيما يتعلق بالشركتين الوطنيتين سوناطراك وسونلغاز، وكذا تمويل سداد قرض السندات من أجل النمو.
- مبلغ 500 مليار دج مخصص لفائدة الصندوق الوطني للتقاعد لإعادة تمويل ديونها إلى الصندوق الوطني للتأمينات الاجتماعية.
- مبلغ 1773.2 مليار دج مخصص للصندوق الوطني للاستثمار لتمويل عمليات برامج سكنات عدل، عجز الصندوق الوطني للتقاعد وهيكلة المشاريع.

مما سبق نجد أن 73% تقريبا من المبالغ المعبئة من طرف البنك المركزي للخزينة العمومية وجهت لتسديد الدين العام وكذا دعم للصندوق الوطني للتقاعد وتعتبر معظمها نفقات استهلاكية، والباقي في حدود 27% نفقات استثمارية وجهت للصندوق الوطني للاستثمار.

وهذا ما يوحي لنا بأن التيسير الكمي ستكون له أثار تضخمية إذا ما استمرت الحكومة بالعمل به.

المطلب الثاني: مقارنة إجراءات سياسة التيسير الكمي في الجزائر بالتجارب الدولية.

يمكن إجراء عملية المقارنة من خلال الجوانب التالية:

1 Banque d'Algérie, **Point de situation sur le financement non conventionnel**, Algérie, 2019, P 03-04.

- **ظروف تطبيق سياسة التيسير الكمي:**

من خلال دراسة تجربة كل من اليابان والو م أ ودول الاتحاد الأوربي، اتضح لنا بأن ظروفها الاقتصادية كانت متشابهة متمثلة في حالة الركود الاقتصادي الذي كان سائدا في هذه الدول، فتجربة هاته الدول كانت لها أثار إيجابية على الاقتصاد وبالتالي ليست بنموذج يقتدى به في الجزائر، فالظرف الاقتصادي للجزائر كان مختلف تماما عن تلك البلدان، فلم تكن هناك أزمة انكماش اقتصادي، وإنما كانت هناك مشكلة عجز في الموازنة العامة.

الدول المتقدمة تتمتع بأجهزة إنتاجية مرنة تستجيب لتغيرات الكتلة النقدية وفق النموذج الكينزي، كما أنها طبقتها في ظرف يتسم بتضخم شبه منعدم نتيجة لانخفاض الطلب، بينما الجزائر طبقت هذه السياسة بتضخم مرتفع بالإضافة أن اقتصادها يعاني من ضعف الإنتاجية خارج قطاع المحروقات[1].

- **الإجراءات المتبعة في تطبيقها:**

إن تطبيق سياسة التيسير الكمي في الدول الثلاث اليابان والو م أ ودول الاتحاد الأوربي كان من خلال شراء مختلف السندات المعروضة في البورصات سواء كانت تابعة للقطاع الاقتصادي أو الخزينة العمومية، وهذا لأجل ضخ كتلة نقدية إضافية في الاقتصاد، دون طبع نقود جديدة بل اتباع ما يعرف بالمال المضاعف، وهذا ما لم يحدث ارتفاعا في معدلات التضخم في هذه الدول والتي كانت منخفضة أصلا.

أما حالة الجزائر فكان من خلال تمويل البنك المركزي للخزينة العمومية دون شرط من خلال طبع نقود جديدة، وهذا ما يكون له أثار على معدلات التضخم مستقبلا.

- **الأهداف المرجوة من هذه السياسة:**

لقد كان هدف التيسير الكمي في الدول الثلاث المذكورة سابقا هو إنعاش الاقتصاد وتوفير السيولة اللازمة للبنوك والمؤسسات المالية قصد تمويل مختلف المشاريع الاقتصادية التي تضررت من جراء الأزمات المالية التي مستها. أما في حالة الجزائر فكان الهدف

1 هدى هذباء يونسي، ماجدة مدوخ، مرجع سابق، ص 353.

الرئيسي والوحيد من سياسة التيسير الكمي هو تمويل عجز الموازنة العامة، ورغم تصريحات المسؤولين بأن الكتلة النقدية الجديدة الناتجة عن هذه السياسة ستوجه إلى الاستثمار إلا أن الواقع أثبت عكس ذلك وقد وجهت نسبة 27% فقط له.

المطلب الثالث: التحديات والإصلاحات المصاحبة لسياسة التيسير الكمي في الجزائر.

➢ التحديات المصاحبة لسياسة التيسير الكمي في الجزائر:

من بين أهم هذه التحديات نجد الاقتراحات التي قدمها صندوق النقد الدولي بعد الأزمة البترولية 2014م ترشيد النفقات وفرض معدلات ضريبية جديدة ومرتفعة والتخلي التدريجي عن الدعم الاجتماعي...الخ، مع الحفاظ عن استقلالية البنك المركزي الجزائري.

والأكيد أن البنك المركزي عارض تطبيق هذه السياسة النقدية غير التقليدية نظرا وحسب توقعات خبرائه لتسببها في ارتفاع معدلات التضخم إلى أكثر من 10%. مع فقدان استقلاليته. إضافة إلى تأثيرات سلبية عديدة، يمكن حصر هذه الأثار لسياسة التيسير الكمي في الجزائر فيما يلي:

1. **أثار إيجابية**[1]:

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

- تغطية عجز الموازنة بكل سهولة دون اللجوء إلى الاستدانة الخارجية، وضمان استمرار المشاريع الاستثمارية للدول وتغطية نفقات التسيير.

1 أحمد ضيف، **مرجع سابق**، ص 342.

- توفير السيولة اللازمة للبنوك التجارية حتى تقوم بوظيفتها على أكمل وجه، حيث بعدما كان هناك عجز في السيولة لدى البنوك العمومية أصبح هناك فائض كبير قدر ب 1500 مليار دج في الأشهر الأولى سنة 2018م.
- تسديد مختلف الديون التي كانت على عاتق الدولة خاصة المتعلقة بديون الشركات الوطنية مثل: سوناطراك وسونلغاز، فقد خصص ما يقارب 1813 مليار دج لتسديد هذه الديون.
- عدم اللجوء إلى فرض ضرائب جديدة على أفراد المجتمع، خاصة في ظل انخفاض القدرة الشرائية وارتفاع المستوى العام للأسعار.

2. **أثار سلبية:**

أما الآثار السلبية المحتملة فيمكن حصرها فيما يلي:

- ارتفاع التزامات الخزينة العمومية اتجاه البنك المركزي، لأنه في الأصل يجي على الخزينة العمومية إرجاع هذه المبالغ للبنك المركزي.
- انخفاض استقلالية البنك المركزي اتجاه الحكومة، والذي يعتبر مؤشرا هاما في مدى فعالية السياسة النقدية واستهداف التضخم.
- انخفاض قيمة العملة الوطنية، حيث ارتفع اليورو من 121.17 دج سنة 2016م إلى 125.32 دج سنة 2017م، ليرتفع بعدها إلى 137 دج في سبتمبر 2018م.
- ارتفاع المستوى العام للأسعار نتيجة زيادة الكتلة النقدية المتداولة في السوق في ظل جمود الجهاز الإنتاجي، وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع معدل التضخم مستقبلا.

توقع صندوق الدولي تسجيل الجزائر لمعدل نمو اقتصادي يقدر ب 1.5% في 2018م هذا ما يبين نظرته التشاؤمية لهذا النوع من التمويل مع أن الاستقلال المالي للدولة أهم من الاستقلال التنفيذي للبنك المركزي حسب المقاربة السيادية التي تعتمدها الجزائر في مختلف قراراتها الاقتصادية.

➢ **الإصلاحات المصاحبة لسياسة التيسير الكمي في الجزائر:**

لتحقيق أهداف سياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر تم اعتماد مرسوم تنفيذي تضمن مجموعة من التدابير والإصلاحات الهيكلية والاقتصادية والمالية وذلك من خلال أربع محاور رئيسية[1]:

❖ **استعادة توازنات خزينة الدولة:**

ومن بين أهم الإصلاحات التي تضمنها هذا المحور نذكر ما يلي:

- تعزيز قدرات التقدير والتسيير للنفقات العمومية.
- عصرنة مجموعة الأنظمة المستخدمة في تحضير وتنفيذ الميزانية وذلك من خلال استكمال وإصدار القانون العضوي خلال سنة 2018م المتعلق بقوانين المالية.
- اعتماد طريقة تسيير المالية العمومية عن طريق تفويض الاختصاصات على مستوى الجماعات المحلية والمؤسسات العمومية المقدمة للخدمة العمومية وإدراجها ضمن مشروع قانون المالية لسنة 2019م.
- تحسين الإيرادات الجبائية العادية من خلال التعجيل ببرامج إنجاز مراكز الضرائب ومكافحة الغش الجبائي.
- تعزيز الأحكام التنظيمية المتعلقة بنفقات التجهيز وذلك للتحكم في النفقات العمومية وترشيدها.
- إجراء إحصاء وطني لمداخيل الأسر في 2018م تحضيرا لترشيد سياسة الإعانات العمومية والشروع تدريجيا سنة 2019م في مقاربة جديدة في مجال الإعانات المباشرة وغير المباشرة من الدولة لفائدة الأسر.
- الترشيد المتزايد خلال السنوات القادمة لسياسة التوظيف في قطاع الوظيفة العمومية وتنفيذ التشريع في مجال التقاعد.

1 أنفال نسيب، **مرجع سابق**، ص 24.

- **استعادة توازنات ميزان المدفوعات:** والتي تتضمن ما يلي[2]:

- ترشيد الواردات من السلع والخدمات من خلال عدة تدابير من بينها إعطاء الأولوية للإنتاج المحلي في سنة 2018م، طبقا لأحكام قانون الصفقات العمومية ومكافحة تضخيم الفواتير.
- ترقية الصادرات حتى المحروقات.

- **الإصلاحات الهيكلية المالية:** وتتضمن ما يلي:

- وضع إطار تشريعي سنة 2019م لسياسة جبائية محلية.
- تنويع العرض في مجال التمويل ودفع حركية سوق القرض خاصة تعميم وسائل الدفع العصرية.

- **الإصلاحات الهيكلية الاقتصادية:** والتي تشمل ما يلي:

- اعتماد آليات تطوير الاقتصاد الرقمي وتعزيز اللامركزية وإصلاح سوق العمل وترشيد الإنفاق العمومي في مجال الحماية الاجتماعية والسياسة الصحية.
- عصرنة القطاع الفلاحي لتحقيق هدف الأمن الغذائي وترقية الصادرات الفلاحية ومواصلة تنويع الاقتصاد وتفعيل النمو خارج المحروقات وتحسين مناخ العمال.
- إن كل العمليات المدرجة في إطار تنفيذ سياسة تيسير غير التقليدي هي مدروسة ومتابعة من قبل لجنة على مستوى البنك الجزائري تضم إطارات من وزارة المالية والهيئات ذات الصلة والتي هي مكلفة كذلك بمباشرة الإصلاحات الاقتصادية والهيكلية الأساسية لمرافقة هذا التمويل وإعادة التوازن إلى الميزانية.

2 أنفال نسيب، **مرجع سابق**، ص 25.

خلاصة الفصل الثاني:

تهدف جميع الدول إلى تطبيق سياسة نقدية تحقق لها النمو الاقتصادي فكان هدف اليابان من تطبيق سياسة التيسير الكمي لأول مرة هو معالجة حالة الكساد الذي يعانيه، فبعد نجاح اليابان في معالجة حالة الكساد وبعد دراسة أثار التيسير الكمي المالية والاقتصادية وبعد أزمة 2008م، لجأت إلى تطبيقها معظم الدول بما فيها الولايات المتحدة، غير أن هاته السياسة لا تخلو من المخاطر وأكبر خطر قد تواجهه الدول المطبقة لها هو خطر التضخم، باعتبار عدم وجود معايير دقيقة تحدد كمية السيولة اللازمة للاقتصاد دون أن تؤثر سلبا بالتضخم.

وتم استعراض أهم التجارب العالمية التي طبقت سياسة التيسير الكمي، مثل بنك اليابان، البنك الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوربي، وكذلك تطرقنا إلى تجربة الجزائر والأسباب التي أدت إلى استخدام هاته السياسة، ومحاولة مقارنتها بتجارب الدول السابقة الذكر، حيث تبين أن الفرق الجوهري بين برامج التيسير الكمي التي تبنتها مختلف اقتصاديات العالم لمواجهة الأزمة المالية وبين برامج التمويل غير التقليدي التي تبنتها الجزائر هو أن التيسير الكمي ظهر نتيجة عدم فعالية أدوات السياسة النقدية التقليدية في تحفيز النشاط الاقتصادي لأن الأسواق المالية كانت في مصيدة السيولة، وبالتالي كانت معدلات الفائدة الاسمية مستويات منخفضة، بينما الآلية تختلف في الجزائر حيث تم اللجوء إلى التيسير الكمي لضمان تمويل غير تقليدي لتغطية عجز الخزينة العمومية، ولهذا سميت بسياسة التمويل غير التقليدي، حيث جاءت لمواجهة تداعيات الأزمة البترولية

وليس لعدم فعالية أدوات السياسة النقدية التقليدية في الجزائر، بالإضافة إلى الاختلاف الكبير بين البنية التحتية المصرفية والاقتصادية بين تلك الدول والجزائر.

كما ذكرنا بعض الأثار الناجمة عن تطبيق سياسة التيسير الكمي، والإصلاحات المصاحبة له في الجزائر، وتبين لنا أن هناك تفاوت في النتائج المترتبة عن تطبيقها، وذلك لاختلاف الظروف الاقتصادية لكل دولة، ومن بين أهم التحديات التي ستواجه الاقتصاد الجزائري حسب صندوق النقد الدولي والمحللون والخبراء الاقتصاديون هو الزيادة في المعروض النقدي والذي سيصاحبه تضخم مفرط وبطالة كبيرة، ومن بين أهم التوصيات والاقتراحات التي يمكن تقديمها هي بنك مركزي مستقل يعمل على الحد من التضخم ولا يصبح دوره يقتصر على خلق وإصدار النقود وضخها في الاقتصاد.

الخاتمة

خاتمة:

نظرا لأهمية السياسة النقدية باعتبارها وسيلة البنك المركزي الرئيسية في تحقيق أهدافه، فقد تم تبيان الإطار النظري لها، وعلى الرغم من وجود أدوات عديدة لدى هاته البنوك إلا أن التحكم في سعر الفائدة بات هو الأكثر استخداما لتأثير النشاط الاقتصادي، لكن هذه الأداة التقليدية باتت أقل تأثيرا في خضم الأزمة المالية العالمية بعد أن انخفضت أسعار الفائدة عالميا لمستويات متدنية، وبالتالي فقدت هذه الأداة قدرتها على تنشيط الاقتصاد، وكان على البنوك المركزية إيجاد أدوات جديدة ما يسمى بالسياسة النقدية غير التقليدية، ويمكن اعتبارها منهجا جديدا في تسيير الأوضاع المالية والنقدية، والتي جاء على رأسها سياسة التيسير الكمي وهو أهم أداة من أدواتها، والتسهيلات الائتمانية الخاصة والتيسير الائتماني.

ونظرا لسهولة تطبيقها، إلا أن لها أثارا وخيمة على الاقتصاد في حالة المبالغة في تطبيقها دون دراسات دقيقة لمسار الكتلة النقدية الإضافية المصدرة من طرف البنك المركزي.

وبالمقابل لا أحد يستطيع أن ينكر التحديات التي تواجهها السياسة النقدية في الاقتصادات الناشئة التي تتميز بأن لديها الكثير من المشاكل الخاصة بها والتي مازالت كبيرة ومعقدة، ويتعين عليها أن تعالجها في الوقت الحالي، فالمستهدفات الأساسية للسياسة النقدية لهذه الاقتصاديات تتمثل في استقرار الأسعار، وفي ذات الوقت السيطرة على التضخم، لا تتحقق حاليا في معظمها، فالأوضاع الاقتصادية في هذه الدول لا تسير على نحو مرض بالنسبة لصانعي السياسة النقدية التي تتطلب نوعا من الاستقلالية في اتخاذ القرارات وتحديد الأهداف، إضافة إلى أن هذه البلدان كانت ضحية للسياسة النقدية غير

التقليدية التي انتهجتها الاقتصادات المتقدمة، والتي أدت إلى زيادة تقلب تدفقات رأس المال على مدى العقود الثلاثة الماضية، وامتدت التأثيرات الجانبية المترتبة على هذه السياسة النقدية المتبعة في الاقتصادات المتقدة إلى ما هو أبعد من الصدمات المالية، فالاقتصادات الناشئة تعاني أيضا من التأثيرات المترتبة على اختلال التوازن الخارجي لدى البلدان المتقدمة، وخاصة فوائض الحساب الجاري المتضخمة.

ومن خلال بحثنا هذا توصلنا إلى مجموعة من النتائج.

نتائج الدراسة:

- تطبيق سياسة التيسير الكمي يتطلب توفير شروط مناسبة، أهمها أن يكون الاقتصاد في حالة انكماش ومعدل التضخم منخفض، وأن يكون الجهاز الإنتاجي مرنا وقادرا على استيعاب الكتلة النقدية.
- من خلال دراسة تجارب كل من الو م أ، اليابان ودول منطقة اليورو تبين بأن هاته الدول كانت تتوفر على شروط تطبيق سياسة التيسير الكمي التي تكلمنا عنها سابقا.
- كان هناك تفاوت في مدى فعالية سياسة التيسير الكمي في كل من الو م أ، اليابان ودول منطقة اليورو، فبينما كانت النتائج مرضية في كل من الو م أ واليابان كانت أقل رضى منها في دول الاتحاد الأوربي، ويرجع ذلك إلى أن معظم التبادلات في هذا الدول كانت بالعملية ذاتها.
- من الصعب تطبيق أدوات السياسة النقدية في اقتصاديات الدول النامية بنفس الآلية التي ظهرت بها في الدول المتقدمة لأنها اقتصاديات تقليدية.

خـاتـمـة:

❖ إن اتبـاع الجزائـر لسياسـة التيسـير الكمي سـنة 2017م بحجـة تطبيقـه في الدول المتقدمة غير مقبول بتاتا، حيث أن هناك اختلافا كبيرا بين تلك الدول والجزائر في نقاط عديدة متمثلة في:

- الظرف الاقتصادي المؤدي إلى تطبيق هذه السياسة في الدول المتقدمة هو انكماش اقتصادي، أما في الجزائر فسببه هو العجز في الموازنة العامة نتيجة انخفاض أسعار البترول ابتداء من سنة 2014م.
- إجراءات تطبيق هذه السياسة في الدول المتقدمة كانت من خلال تدخل البنك المركزي في السوق المالي عن طريق شراء مختلف السندات المطروحة (التأثير على الأساس النقدي)، أما في حالة الجزائر فكان من خلال تعديل قانون النقد والقرض وطبع نقود جديدة لتمويل العجز الموازني.
- أهداف سياسة التيسير الكمي في الدول المتقدمة كانت إنعاش اقتصاداتها والرفع من النمو الاقتصادي، أما الجزائر فكان الهدف الرئيسي تمويل عجز الموازنة العامة للدولة والحفاظ على استمرارية المشاريع المبرمجة.

المقترحات:

من خلال ما سبق يمكن اقتراح التوصيات التالية:

- لا يجب الاستمرار في طبع النقود لأجل تمويل عجز الموازنة العامة خاصة في ظل انخفاض أسعار البترول، حيث أن الخزينة العمومية لا يمكنها تسديد ديونها للبنك المركزي إلا إذا ارتفعت أسعار البترول كون الموارد الأخرى غير كافية.
- البحث عن مصادر تمويل أخرى كفرض الضرائب على الثروة ومحاربة الغش والتهرب الضريبي.

- ضرورة التوجه نحو الصيرفة الإسلامية باعتماد فتح بنوك إسلامية تساهم في تعبئة المدخرات، وتقلص من حجم الكتلة النقدية المتداولة خارج النظام المصرفي لأسباب شرعية (رفض التعامل مع البنوك الربوية).
- ضرورة ترشيد الإنفاق الحكومي وتغيير سياسة الدعم الحكومي من دعم أسعار السلع إلى دعم مباشر لأصحاب الدخول المتدنية.

أفاق الدراسة:

يبقى هذا الموضع مثيرا للاهتمام، لذا يمكن اقتراح دراسة إشكاليات منها:

العوامل أو الظروف المؤدية إلى نجاح تطبيق سياسة التيسير الكمي في الدول النامية.

قائمة المراجع

المراجع العربية:

أولا: الكتب.

1. أحمد أبو الفتوح الناقة، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية –مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، 2001.
2. إسماعيل محمد هاشم، مذكرات في النقود والبنوك، دار النهضة العربية، بيروت، 1976.
3. الحاج حسن، التغير في أسعار الفائدة وأثرها على حركة الاقتصاد، اتحاد شركات الاستثمار، الكويت، 2018.
4. الطاهر لطرش، تقنيات البنوك–دراسة في طرق استخدام النقود من طرف البنوك مع إشارة إلى التجربة الجزائرية، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة 07، الجزائر، 2011.
5. السامرائي، البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة العربية، عمان، الأردن، 2013.
6. زكريا الدوري، يسرا السامرائي، البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار اليازوري للنشر، عمان، 2006.
7. سهير محمد معتوق، الاتجاهات الحديثة في التحليل النقدي، الدار المصرية اللبنانية، مصر، 1988.
8. صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، 2005.
9. عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية– دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، 2005.
10. عفو محمود الكفراوي، السياسة المالية والنقدية في ظل الاقتصاد الإسلامي، مركز الإسكندرية للكتاب الطبعة الثانية، مصر، 2006.

11. مجيد ضياء موسوي، اقتصاديات النقود والبنوك، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000.

12. محمد كمال خليل الحمزاوي، اقتصاديات الائتمان المصرفي–دراسة تطبيقية للنشاط الائتماني واهم محدداته، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1997.

13. هيثم الزعبي، حسن أبو الزيت، الاقتصاد الكلي، دار الفكر للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، عدم ذكر مكان النشر، 2000.

14. سايمون غرابي، نك تالبوت، العمليات النقدية، كتيبات عن البنوك المركزية، العمليات النقدية، مركز دراسات المصارف المركزية، بنك إنكلترا، لندن، 2006.

ثانيا: المجلات والدراسات.

15. أحمد ضيف، سياسة التيسير الكمي كألية للتمويل غير التقليدي (تجربة الجزائر مقارنة ببعض التجارب الدولية)، مجلة معارف، جامعة البويرة، المجلد 16، العدد 02، الجزائر، 2021.

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

17. العيشي وليد، صديقي أحمد، تجربة التيسير الكمي في الجزائر، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، جامعة ميلة، الجزء 02، العدد 06، الجزائر ،2018.

18. الطاهر جليط، دراسة قياسية لأثر العرض النقدي على التضخم والنمو الاقتصادي في الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل، الجزائر، ص 98.

19. بشرى عبد البارئ أحمد، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة تكريت، المجلد 2، العدد 4، العراق، 2014.

20. حمزة رملي، التمويل غير التقليدي في الجزائر وفق تعديلات قانون النقد والقرض–هل الأمر يتعلق بالتيسير الكمي–، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المجلد 04، العدد 01، المركز الجامعي عبد الحفيظ بو الصوف، ميلة، جوان 2018.

21. خليل عبد القادر، بن عروس رضوان، سياسة أسعار الفائدة السالبة كاتجاه حديث لإدارة السياسة النقدية–دراسة تجارب بعض الدول، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة البليدة 2 لونيسي علي، العدد 9، الجزائر، 2018.

22. صاري علي، البنوك المركزية في الدول النامية وقدرتها على الممارسات غير التقليدية، مجلة الاقتصاد والمالية، جامعة الشلف، العدد 01، الجزائر، 2016.

23. صاري علي، السياسات النقدية غير التقليدية–الأدوات والأهداف، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، العدد 04، الجزائر، 2013.

24. فوزي عبد الرزاق، دودو نبيلة، التيسير الكمي لمواجهة الأزمات المالية–دراسة التجربة الأمريكية والأوربية–، مجلة الاقتصاد والمالية، جامعة الشلف، المجلد 05، العدد 01، الجزائر، 2019.

25. مطاي عبد القادر، راشدي فتيحة، سياسة التيسير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات–تجربة كل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الوادي، العدد 11، الجزائر، ديسمبر 2016.

26. محمد هاني، ميلود وعيل، سياسة التيسير الكمي كآلية حديثة لتطبيق السياسة النقدية–دراسة تحليلية نظرية لآفاق تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر، مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات، المجلد 03، العدد 04، الجزائر، 2018، ص 253.

27. منتدى رؤساء المؤسسات، معارض الصحافة، الحكومة تتجاهل المخاطر وتلجأ لآخر الحلول (الخبر)، الجزائر، سبتمبر 2017.

28. محمد صلاح وآخرون، دراسة تحليله لمحددات السياسة النقدية في تحقيق أهدافها–إشارة لبعض التجارب المختارة–، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، معهد العلوم

الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي الونشريسي، تيسمسيلت، العدد 04، الجزائر، سبتمبر 2018.

29. هدى هذباء يونسي، مدوخ ماجدة، أثر سياسة التيسير الكمي على المستوى العام للأسعار في الجزائر، مجلة أفاق علمية، جامعة تمنراست، المجلد 11، العدد 02، الجزائر، 2019.

ثالثا: الأطروحات والمذكرات.

30. العبيدي عمر محمود عكاوي، فاعلية السياسة النقدية في السيطرة عل الضغوط التضخمية في العراق للمدة من 1980–2007، مذكرة ماجيستير في العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، قسم الاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، 2009.

31. إيمان قاضي، هاجر دغة، استخدام السياسة النقدية غير التقليدية في الدول المتقدمة–عرض حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي، علوم اقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة المسيلة، الجزائر، 2019/2020.

32. علالو عبد الصمد، بوملاح أسامة، "الاتجاهات الحديثة لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمة الاقتصادية– دراسة تجربة التيسير الكمي وأسعار الفائدة السالبة"، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية تخصص مالية المؤسسة، جامعة أكلي مهند أولحاج، البويرة الجزائر، 2017–2018.

33. وليد طالب محمد الأمين، دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية "دراسة حالة البنك المركزي الأوربي BCE والأزمة المالية 2007/2008، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية تخصص علوم اقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015–2016.

رابعا: التقارير والمنشورات.

34. غدير هيفاء غدير، السياسة المالية والنقدية ودورها التنموي في الاقتصاد السوري، منشورات الهيئة العامة السورية، سوريا، 2010.

خامسا: المراسيم والقوانين.

35. الجريدة الرسمية، العدد 52، الصادر في 27/08/2003، الجزائر.

36. القانون 17/10 المتمم للأمر 11/03، العدد 57، الصادر في 12/10/2017، الجريدة الرسمية، الجزائر.

سادسا: الموقع الإلكتروني.

37. عن التمويل غير التقليدي، الموقع الإلكتروني، تاريخ الاطلاع 2024/04/22، الساعة 10:35، http://www.babalweb.net.

Références étrangères :

Les livres.

38. ANUCHA Magavi, Quantitative Easing-A Blessing or a Curse? CRISIL Young Thought Leader 2012.

39. Chris Brightman, What's up? Quantitative Easing and Inflation, Research Affiliates, VettaFi Advisor Perspectives, 2015.

40. Daniel Gros and Others, Lessons from Quantitative Easing: Much Ado About So Little? Centre for European Policy Studies, Brussels,2015.

41. DANIEL Gros, Currency Wars, Intereconomics, Review of European Economic Policy Studies (CEPS), 2010.

42. Fumio Hayashi and Junko Koeda, A Regime-switching SVAR Analysis of Quantitative Easing, Hitotsubashi university, University of Tokyo, Japan, 2013.

43. Giovanni Bernardo and Others, Strategic quantitative easing: stimulating investment to rebalance the economy, opcit, 2013.

44. Haytem Ahmed and Murray, matt, a.t, quantitative easing in japan and the UK an econometric evaluation of the impacts of unconventional monetary policy on the returns of aggregate output and price levels, Munich personal RePEc archive, Germany, 2015.

45. Han Chen, Vasco Cúrdia, Andrea Ferrero, The Macroeconomic Effects of Large-Scale Asset Purchase Programs, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no 527, December 2011.

46. Heike Schenkelberg and Sebastian Watzka, Real effects of quantitative easing at the zero lower bound: structural VAR-based evidence from Japan, Leibniz institute for economic research at the university of Munich, 2001.

47. Jean-Claude Trichet, Unconventional Monetary Policy Measures: Principles- Conditions- Raison d'être, International Journal of Central Banking, January 2013.

48. Katla Àsgeirsdottir, Quantitative Easing –Economic and Financial Effects of an Unconventional Monetary Policy-, Master Thesis, Copenhagen Business School, 2014.

49. Leonardo Gambacorta, Boris Hofmann, Gert peersman, the effectiveness of unconventional monetary policy at the zero lower bound: a cross-country analysis, Journal of Money, vol 46, issue 4, Blackwell Publishing, US, 2014.

50. Lowell R. Ricketts, Research Associate, Quantitative Easing Explained, Economic Information Newsletter, 2011.

51. Michelle de Mourgues, la monnaie, système financier et théorie monétaires, 3 Edition, Economica, paris, France, 1993.

52. Michael Joyce and Marco Spaltro, Quantitative Easing and Bank Lending- A Panel Data Approach, Bank of England, 2014.

53. Mark Gertler and peter Karadi, a model of unconventional monetary policy, New York university, USA ,2010.

54. Michael Joyce, David miles, Andrew Scott and Dimitri Vayanos, quantitative easing and unconventional monetary policy-an introduction, the economic journal, n 122, n 564, oxford university press, USA, 2012.

55. Marco Spaltro, The Impact of Quantitative Easing and Capital Requirements On Bank Lending-An Econometric Analysis-, University of London, 2013.

56. Nguyen Ngoc Thinh, the impact of quantitative easing on the volatility of us and European corporate bond markets, a cross-country analysis, Aalto university, school of business, Finland, 2018.

57. OGAWA Eiji, WANG Zhiqian, Effects of a Quantitative Easing Monetary Policy Exit Strategy on East Asian Currencies, RIETI Discussion Paper Series 15-E-037, March 2015.

58. Ronald McKinnon, and Zhao Liu, Modern Currency Wars, The United States versus Japan, ADBI Working Paper Series n437, October 2013.

59. Sophie Bostyn, l'application du quantitative easing en Europe et aux États-Unis : vue d'ensemble et impacts sur le prix des actions, master (120) ingénieur de gestion, université catholique de Louvain, Belgique, 2015-2016.

60. Scott Fullwiler and Randall Wray, Quantitative Easing and Proposals for Reform of Monetary Policy Operations, Levy Economics Institute of Bard College,2010.

61. Shigenori Shiratsuka, Size and Composition of the Central Bank Balance Sheet: Revisiting Japans Experience of the Quantitative Easing Policy, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2009.
62. https://www.bank-of-algeria.dz/wp-content/uploads/2021/02/financement_non_conventionnel.pdf
63. Banque d'Algérie, Point de situation sur le financement non conventionnel, Algérie, 2019.