جـــامعة يحي فارس بالمدية

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم: العلوم الاقتصادية

الموضـــوع:

الإتجاهات الحديثة للسياسة النقدية غير التقليدية

- تجارب بعض الدول -

مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: إقتصاد نقدي وبنكي.

من إعداد الطالبة:
عيوش رتيبة

تحت إشراف الأستاذة:
د. بن يحي نسيمة

اللقب و الاسم	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
حميدي كلثوم	استاذ محاضر قسم"أ"	جامعة المدية	رئيساً
بن يحي نسيمة	استاذ محاضر قسم"ب"	جامعة المدية	مشرفاً ومقرراً
عراب هريش خديجة	استاذ محاضر قسم"ب"	جامعة المدية	ممتحناً

السنة الجامعية: 2022/2021

شكر وعرفان

بســـم الله الرحمـــــن الرحـــــيم

الصلاة والسلام على أشرف المرسلين سيدنا ونبينا محمد خاتم النبيين وعلى أله وصحبه ومن تبعه بإحسان الى يوم الدين، أما بعد:

أحمد الله العلي القدير على توفيقه لي في إنجاز هذا العمل.

أتقدم ببالغ الشكر والامتنان وخالص الثناء إلى الأستاذة **بن يحي نسيمة** التي أشرفت وتابعت هذا العمل، ولم تبخل علي بجهدها وأفكارها النيرة وإرشاداتها السديدة، جعلها الله في ميزان حسناتها إن شاء الله.

وشكري موصول إلى زوجي الذي طالما كان سندا لي ودعما في مواصلة دراستي ولم يبخل علي بخبرته ووقته رغم إنشغالاته .

الطالبة: عيوش رتيبة

الإهـــــــــــداء

إلى والديّ العزيزين بارك الله عمرهما ورزقهما الصحة والسعادة، وحسن ثواب الدنيا والآخرة.

إلى من شاركوني ويشاركونني معاناة الحياة أخوتي وفقهم الله.

إلى قرة عيني نور اليقين ومحمد الأمين، تمنياتي لهما بالصحة والعافية والنجاح والتوفيق وأن يصلا إلى أعلى المراتب في حياتهما .

إلى عوني وسندي في الحاضر والمستقبل زوجي حماه الله.

إلى كل من يعرفني من قريب أو بعيد ودعا لي بظهر الغيب.

هذا العمل المتواضع مهدى إلى روح فقيدي وقدوتي **عمي سليمان** رحمه الله وطيب مثواه .

الطـــالـبة: عيوش رتيبة

مستخلص:

تهدف هذه الدراسة االى معرفة أهم المفاهيم المتعلقة بالسياسة النقدية غير التقليدية ومختلف أدواتها التي برزت بشكل كبير بعد الأزمة المالية العالمية 2007-2008، وهذا في ظل فشل البنوك المركزية في كبح الأزمة المالية بواسطة أدواتها التقليدية. وكذا الوقوف على مختلف الآثار والانعكاسات الاقتصادية والمالية الناتجة عن تطبيق هذه الأدوات غير التقليدية ومن أبرز هذه الأدوات سياسة التيسير الكمي، سياسة أسعار الفائدة الصفرية والسالبة، مع الاشارة إلى السياسة النقدية المطبقة في الاقتصاد الجزائري والمتمثلة في سياسة التمويل غير التقليدي مع تحديد اهم التحديات والصعوبات التي تعترضها والمتمثلة في التضخم المفرط.

وتوصلت الدراسة ان تطبيق الأدوات النقدية غير التقليدية ساهم في خروج العديد من اقتصاديات الدول من الازمات المالية الا انها تختلف فعاليتها من دولة لاخرى حسب خصوصية كل اقتصاد، كما خلصت الدراسة على وجود علاقة تكاملية بين الادوات النقدية التقليدية وغير التقليدية.

الكلمات المفتاحية: السياسة النقدية، الأدوات غير التقليدية.التمويل غير التقليدي.

Abstract:

Cette étude vise à découvrir les concepts les plus importants de la politique monétaire non traditionnelle et de ses différents instruments qui sont apparus de manière significative après la crise financière mondiale 2007-2008, Cela est dû au fait que les banques centrales n'ont pas réussi à endiguer la crise financière grâce à leurs outils traditionnels. En plus d'identifier les différents impacts économiques et financiers et les répercussions de l'application de ces instruments non traditionnels, dont le plus important est la politique d'assouplissement quantitatif, la politique de taux d'intérêt nuls et négatifs, En ce qui concerne la politique monétaire appliquée dans l'économie algérienne de financement non traditionnel, les principaux défis et difficultés de l'hyperinflation sont identifiés.

L'étude a révélé que l'application d'instruments monétaires non traditionnels a contribué à l'émergence de crises financières dans de nombreux pays, mais leur efficacité varie d'un pays à l'autre en fonction de la spécificité de chaque économie. L'étude a également révélé une relation d'intégration entre les instruments monétaires traditionnels et non traditionnels.

Mots clés : politique monétaire, outils non traditionnels. Financement non traditionnel.

فهرس المحتويات

العنـــــــوان	رقم الصفحة
كلمة شكر وعرفان	
الإهداء.....	
المستخلص.....	
فهرس المحتويات.....	
قائمة الأشكال.....	
قائمة الجداول.....	
مقدمة.....	أ–ذ
الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للسياسة النقدية	
تمهيد:.....	**2**
المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية.....	**3**
المطلب الأول: تطور السياسة النقدية وفق الفكر الاقتصادي.....	**3**
المطلب الثاني: مفهوم السياسة النقدية.....	**9**
المطلب الثالث: أسس السياسة النقدية وأنواعها.....	**10**
المبحث الثاني: أهداف السياسة النقدية وإستراتيجياتها.....	**13**
المطلب الأول: الأهداف الأولية والوسيطية للسياسة النقدية.....	**13**
المطلب الثاني: الأهداف النهائية للسياسة النقدية.....	**17**
المطلب الثالث: إستراتيجيات السياسة النقدية وقنوات إنتقالها.....	**21**
المبحث الثالث: أدوات السياسة النقدية.....	**26**
المطلب الأول: الأدوات الكمية(غير المباشرة) للسياسة النقدية.....	**26**
المطلب الثاني: الأدوات النوعية(المباشرة) للسياسة النقدية.....	**31**
المطلب الثالث: تقييم الأدوات التقليدية للسياسة النقدية.....	**34**
خلاصة الفصل:.....	**37**
الفصل الثاني: السياسة النقدية غير التقليدية كمفهوم جديد	
تمهيد:.....	**39**
المبحث الأول: مفاهيم عامة حول السياسة النقدية غير التقليدية.....	**40**

المطلب الأول: نشأة وتحليل تطوّر مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية.....	**40**
المطلب الثاني: مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية.....	**43**
المطلب الثالث: خصائص وأهداف السياسة النقدية غير التقليدية.....	**45**
المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.....	**49**
المطلب الأول: سياسة التيسير الكمي.....	**49**
المطلب الثاني: سياسة أسعار الفائدة الصفرية.....	**57**
المطلب الثالث: سياسة أسعار الفائدة السالبة.....	**61**
المبحث الثالث: فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وإستراتيجية الخروج منها	**68**
المطلب الأول: ظروف تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.....	**68**
المطلب الثاني: محددات فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.....	**70**
المطلب الثالث: إستراتيجية الخروج من السياسة النقدية غير التقليدية.....	**72**
خلاصـــة الفصل:.....	**75**
الفصل الثالث: الإطار التطبيقي لاستخدام أدوات السياسة النقدية غير التقليدية	
تمهيد:.....	**77**
المبحث الأول: استعمال أدوات السياسة النقدية غير التقليدية –تجارب بعض الدول–	**78**
المطلب الأول: تطبيق سياسة التيسير الكمي.....	**78**
المطلب الثاني: تطبيق سياسة أسعار الفائدة الصفرية.....	**83**
المطلب الثالث: تطبيق تطبيق سياسة أسعار الفائدة السالبة.....	**86**
المبحث الثاني: سياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر.....	**91**
المطلب الأول: مفهوم التمويل غير التقليدي في الجزائر.....	**91**
المطلب الثاني: ظروف ومبادئ تطبيق التمويل غير التقليدي في الجزائر.....	**95**
المطلب الثالث: تحديات التمويل غير التقليدي في الجزائر وأهم البدائل المقترحة..	**99**
المبحث الثالث: تجربة الجزائر في تطبيق آلية التيسير الكمي.....	**102**
المطلب الأول: أسباب تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر وإجراءات تطبيقها.....	**102**
المطلب الثاني: أثار تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر.....	**108**

المطلب الثالث: مقارنة آلية التيسير الكمي بين الدول المتقدمة والجزائر.....	**115**
خلاصة الفصل:.....	**117**
خاتمة:.....	**122–119**
قائمة المراجع:.....	**132–124**

1- قائمة الأشكال:

الرقم	العنوان	رقم الصفحة
01	مربع كالدور السحري	21
02	إستراتيجية السياسة النقدية	22
03	تأثير سعر إعادة الخصم على المعروض النقدي.	28
04	تأثير عملية السوق المفتوحة على عرض النقود وسعر الفائدة.	30
05	يوضح العلاقة بين مستوى الأسعار ومعدلات الفائدة في ظل سياسة نقدية	41
06	يوضح العلاقة بين الإنتاج ومعدلات الفائدة في ظل سياسة نقدية توسعية حسب نموذج كروغمان.	42
07	معدل الفائدة الرسمي لليابان خلال الفترة (1991-2008)	84
08	توزيع المبالغ التي قام بإصدارها بنك الجزائر في إطار التمويل غير التقليدي.	108
09	حجم الكتلة النقدية المطبوعة من سياسة التيسير الكمي	109
10	تطور معدلات التضخم في الجزائر خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2019	112
11	رصيد ميزان المدفوعات للفترة (2014-2018).	114

2- قائمة الجداول:

الرقم	العنوان	رقم الصفحة
01	أهم الفروقات بين عمليات التيسير الكمي وعمليات السوق المفتوحة.	55
02	الحالات الإقراضية للبنوك في ظل سياسة معدل الفائدة الصفري.	59
03	نتائج التيسير الكمي في اليابان.	80
04	برامج التيسير الكمي التي قام بها الاحتياطي الفدرالي.	82
05	معدلات الفائدة السالبة المطبقة من طرف البنك المركزي الدنماركي.	88
06	تطورات أسعار الفائدة السالبة في البنك المركزي الأوروبي.	89
07	تطورات أسعار الفائدة السالبة في البنك المركزي السويسري.	89
08	تطورات أسعار الفائدة السالبة في البنك المركزي الياباني.	90
09	الفرق بين التمويل التقليدي وغير التقليدي.	94
10	تطور بعض المؤشرات الاقتصادية والنقدية قبل اتخاذ قرار التيسير الكمي.	102
11	حجم الكتلة النقدية المطبوعة من سياسة التيسير الكمي.	109
12	تركيبة الموازنة العامة في الجزائر للفترة 2014-2019.	111
13	تطور معدلات التضخم في الجزائر خلال الفترة الممتدة من 2014-2019 .	112
14	تطور رصيد ميزان المدفوعات2014-2018.	113
15	مقارنة آلية التيسير الكمي المطبقة بين الدول المتقدمة والجزائر.	115

مقدمة

ساهم تطور الفكر النقدي بتحديد معالم السياسة النقدية بمفاهيم وخصائص وأهداف، وأضحت السياسة النقدية محورا هاما تقوم عليها السياسات الاقتصادية، كما أنها تشكل إلى جانب السياسات الأخرى أداة فعالة لتنشيط الاقتصاد والحفاظ على المستوى العام للأسعار وتحقيق مستويات مرتفعة من النمو الاقتصادي، إذا تلجأ البنوك المركزية إلى استعمال مختلف الأدوات بغية تحقيق أهدافها التي تصنف من طرف الاقتصاديين إلى أدوات كمية وأدوات كيفية.

ومع تطور الوضع الاقتصادي والابتكارات المالية أدى إلى انتشار أزمات مالية أكثر حدة لم يسبق للبنوك المركزية التعامل معها، حيث حاولت تكييف سياستها النقدية باستخدام أدوات ووسائل تقليدية، إلا أنها فشلت في كبح واحتواء هذه الأزمات، ويتجلى هذا بعد ظهور الأزمة المالية العالمية 2008، بعد ما أثبتت محدودية الوسائل المستعملة لديها، مما أجبر البنوك المركزية أن تغير من منهجية عملها التقليدية والتأقلم مع التحديات الجديدة التي تواجهها، وهذا من خلال استحداث أدوات استثنائية للسياسة النقدية تتماشى مع مختلف التطورات الاقتصادية، وسُميت بالسياسة النقدية غير التقليدية، ونميز منها سياسة التيسير الكمي، سياسة أسعار الفائدة الصفرية والسالبة، حيث تقوم هذه الأدوات على مبادئ حديثة تسعى إلى دعم الاقتصاد وتحفيز النمو وكبح التضخم.

وعقب حدوث الأزمة المالية العالمية 2008 اتجهت العديد من البنوك المركزية على المستوى العالمي على غرار البنك المركزي الأوروبي والبنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي إلى إتباع سياسات نقدية غير تقليدية واسعة النطاق في توفير الحوافز لتنشيط الطلب بهدف تعزيز النشاط الاقتصادي، كما كان لليابان أيضا تجربة في استخدام السياسة النقدية غير التقليدية والتي تعتبر أولى التجارب على المستوى العالمي.

والاقتصاد الجزائري كغيره من اقتصاديات الدول النامية عانى من تفاقم عجز الموازنة نتيجة لارتباطه بأداء المحروقات، الأمر الذي جعله عرضة للازمات المالية

والصدمات الدورية والذي يرجع سببها إلى تراجع قطاع المحروقات بسبب انهيار أسعار النفط، وعرفت السياسة النقدية في الجزائر تطورات تشريعية متعاقبة خلال الفترة ما بين 1990-2017، هذه الأخيرة تبنت سياسة التمويل غير التقليدي كحل استعجالي لاستعادة التوازنات المالية للاقتصاد الوطني واحتواء تداعيات الأزمة البترولية لسنة 2014.

1. إشكالية الدراسة:

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

ما هو دور أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في مواجهة التحديات الاقتصادية؟

وحتى يتسنى لنا التعرف على مختلف حيثيات وجوانب موضوع الدراسة، ارتأينا طرح مجموعة من الأسئلة الفرعية التي تساعدنا في تحديد المنهجية العلمية المناسبة للدراسة:

- متى يمكن استخدام السياسة النقدية غير التقليدية؟
- هل تعتبر أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بديلة أو مكملة لأدوات السياسة النقدية التقليدية؟
- هل نجحت التجارب الدولية في تبني آلية السياسات غير التقليدية؟
- ماهي ظروف تطبيق الجزائر لسياسة التمويل غير التقليدي؟

2. فرضيات الدراسة: بعد القراءات البحثية حول موضوع الدراسة أمكننا وضع الفرضيات التالية:

- يمكن استخدام السياسة النقدية غير التقليدية في كل الظروف الاقتصادية.
- تعتبر أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بديلا عن أدوات السياسة النقدية.
- نجاح التجارب الدولية في تبني السياسات غير التقليدية مرهون بالبيئة الاقتصادية، أي حسب تطور البلد وظروف تطبيقها.
- اعتمدت الجزائر سياسة التمويل غير التقليدي كأحد لمواجهة الصعوبات التي تعرضت لها في 2014.

3. أهمية الدراسة: تكمن أهمية الدراسة في النقاط التالية:

- يعتبر موضوع السياسة النقدية من المواضيع التي أصبحت تلقى أهمية من قبل الباحثين؛
- السياسات النقدية غدت اليوم من أهم السياسات الاقتصادية بسب الأزمات المالية التي تعصف اقتصاديات العالم فإن البحث في هذا الموضوع يعتبر ضرورة لكل باحث مهتم بأمور السياسة النقدية ومتغيراتها؛
- الاطلاع على أدوات السياسة النقدية غير التقليدية كآليات حديثة لمواجهة الأزمات المالية.

4. أهداف الدراسة: نسعى من خلال هذه الدراسة للوصول إلى مجموعة من الأهداف:

- التعرف على أهم المفاهيم المتعلقة بالسياسة النقدية؛
- إبراز أسباب اللجوء إلى استخدام أدوات السياسة النقدية غير التقليدية؛
- التطرق إلى أهم أدوات السياسة النقدية غير التقليدية؛
- تحديد إجراءات تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بعد الأزمة المالية 2008 في بعض الدول المتقدمة والنامية؛
- الوقوف على مختلف الآثار والانعكاسات الاقتصادية والمالية الناتجة عن تطبيق هذه الأدوات السياسة النقدية غير التقليدية؛
- تحديد أهم التحديات والصعوبات التي يمكن أن تعترض الجزائر عند تطبيقها سياسة التمويل غير التقليدي.

5. مبررات الدراسة: هناك أسباب ذاتية وأخرى موضوعية دفعتنا لاختيار الموضوع وهي:

- **الأسباب الذاتية:** تتمثل الأهداف الدافعة لهذا الموضوع فيما يلي:

- ميولنا الشديد لموضوع التطورات والتوجهات الحديثة للسياسة النقدية.

- **الأسباب الموضوعية:** تتمثل في:

- يندرج الموضوع في صميم التخصص؛

- الاهتمام المتزايد بموضوع التوجهات الحديثة للسياسة النقدية التي أصبحت من المحاور الأساسية للنقاشات السياسية والاقتصادية والاجتماعية، فهو موضوع حيوي مهم في مظهره ومعقد في تحليله ودراسته؛
- إضافة قيمة جديدة للدراسات التطبيقية حول تقييم استخدام الأدوات غير التقليدية ومقارنة تطبيقها بين الدول المتقدمة والنامية بالإشارة إلى حالة الجزائر؛
- المساهمة في إثراء الساحة الفكرية الجامعية .

6. منهجية الدراسة: بهدف الإجابة عن الإشكالية المطروحة واختبار صحة الفرضيات السابقة اعتمدنا على المنهج الوصفي التحليلي الذي يتوافق مع طبيعة البحث من خلال وصف الإطار النظري للسياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية، وتحليل مختلف أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، مع عرض نماذج في استخدام هذه الأدوات مع تقييمها.

7.أدوات الدراسة: تم جمع البيانات والمعلومات باستخدام مجموعة من الأدوات تتمثل في: الكتب، المقالات والأبحاث العلمية المنشورة في مختلف المواقع، المجلات الموثقة علميا، قوانين النقد والقرض المنشورة في الجريدة الرسمية، الإحصائيات، أطروحات الدكتوراه، مذكرات الماستر.

8. حدود الدراسة:

- من **الناحية المكانية** تناولت الدراسة السياسة النقدية غير التقليدية في الاقتصاد العالمي بشكل عام، أما في الجانب التطبيقي فقد تم التركيز على اقتصاديات الدول المتقدمة (اليابان، الولايات المتحدة الأمريكية، الدنمارك، أوربا، سويسرا) بشكل خاص، مع التطرق إلى التجربة الجزائرية في تطبيق سياسة التيسير الكمي.

- أما من حيث **حدود الدراسة** زمنيا فقد كانت عموما منذ بداية التطبيقات الأولى للسياسة النقدية غير التقليدية بداية من التجربة اليابانية(2001-2006)، ثم تجربة بنك الاحتياطي الفدرالي (2008-2014) والتجربة الدنماركية (2012-2015)، التجربة

الأوربية(2014-2016) وبخصوص التجربة الجزائرية كانت للفترة ما بين 2014 و2019.

9.الدراسات السابقة: شمل المسح المكتبي الذي قمنا به قبل الشروع في الدراسة على العديد من المرجعيات والدراسات العلمية ذات الصلة المباشرة وغير المباشرة وجلها كانت أطروحات دكتوراة ومجلات علمية ومذكرات ماستر من أهمها:

❖ دراسة بوالنش ريمة، بوسفط ميادة، مذكرة ماستر تحت عنوان **"السياسة النقدية بين الأدوات التقليدية وغير التقليدية –دراسة حالة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي-"**، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية، وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحي-جيجل، الجزائر، 2017، والتي تناولت مختلف أدبيات السياسة النقدية بين الأدوات التقليدية وغير التقليدية مع تسليط الضوء على بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي من خلال الإشكالية التالية: **لماذا يتم اللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية، وكيف تم استخدام هذه الاخيرة في خضم أزمة 2008 من طرف الاحتياطي الفيدرالي؟** حيث اعتمدت الباحثة من خلال هذه الدراسة على الجانب النظري من خلال الإطار العام للسياسة النقدية التقليدية من المفهوم والأدوات وتحديد أنواعها، مع التطرق الى الإطار العام للأدوات غير التقليدية من خلال إبراز مفهومها وشروط تنفيذها مع تمييز أنواعها وتحديد فعاليتها وفي الجانب التطبيقي سلطت الضوء على تجربة البنك الاحتياطي الفيدرالي في مواجهة ازمة2008 وهذا بعد عرض الأزمة المالية 2008، وتوصلت الدراسة إلى جملة من النتائج نذكر منها:

- توجد أربع قنوات أساسية ينتقل عبرها أثر السياسة النقدية وهي: قناة سعر الفائدة، قناة الائتمان، قناة سعر الصرف وقناة الاعلام؛
- أثبتت الأزمة المالية العالمية 2008 عدم فعالية السياسة النقدية التقليدية؛
- مسار الخروج من السياسة النقدية غير التقليدية يعتمد على وتيرة تعافي الاقتصاد ويكون الخروج بالإلغاء التدريجي لكل هذه السياسات؛

- تعود أسباب اندلاع الأزمة إلى الخلل الموجود على مستوى النظام المالي والمصرفي العالمي غير أن السبب الرئيسي لاندلاع الأزمة هو مشكلة التوريق أي تحويل الديون العقارية إلى أوراق مالية وطرحها للتداول في الأسواق المالية.

❖ دراسة نبيلة دودو، أطروحة دكتوراه، تحت عنوان "**فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في إدارة أزمة الديون السيادية الأوربية في منطقة اليورو**"، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية، وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2020، والتي تناولت فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في إدارة أزمة الديون السيادية من خلال الإشكالية التالية: **ما مدى فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في إدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية في منطقة اليورو؟** حيث اعتمدت الباحثة في دراستها على الجانب النظري والتطبيقي من خلال مفهوم واهم الأدوات للسياسة النقدية غير التقليدية، مع عرض بعض التجارب العالمية في هذا المجال، مع تقديم منطقة اليورو ثم التطرق إلى أزمة الديون السيادية الأوروبية من أسباب وأثار على الاتحاد الأوروبي، مع تحليل تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في منطقة اليورو ومدى فعاليتها. وتوصلت الدراسة إلى جملة من النتائج نذكر منها:

- تعتبر السياسة النقدية غير التقليدية كبديل للسياسة التقليدية؛

- يتم استخدام السياسة النقدية غير التقليدية في الفترات الاستثنائية، فاستخدامها في الظروف العادية يؤدي إلى نتائج عكسية؛

- أدت سياسة أسعار الفائدة المنخفضة والسلبية من قبل البنك المركزي الأوروبي إلى تخفيض تكلفة اقتراض البنوك التجارية وكذا انخفاض أسعار فائدة هذه البنوك؛

- فعالية أداة التيسير الكمي تكون أكثر فعالية في الدول المنفردة، في حين تكون اقل فعالية في منطقة العملة الموحدة التي تضم مجموعة من الدول.

❖ دراسة علي صاري، مقال في المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية تحت عنوان **"السياسة النقدية غير التقليدية والأهداف"**، العدد4، 2013، وتمثلت إشكالية

الدراسة في: **فيما تكمن أهداف السياسة النقدية غير التقليدية؟ وماهي أدوات تحقيقها؟** وتناولت هذه الدراسة السياسة الاقتصادية وأهدافها وأنواعها، وعلاقتها بالسياسة النقدية، ثم عرض السياسة النقدية غير التقليدية من تعاريف وشروط تنفيذها، مع التطرق إلى أدواتها والهدف من تطبيقها. وتوصلت الدراسة إلى جملة من النتائج نذكر منها:

- اتخاذ البنوك المركزية الرئيسية لتدابير غير تقليدية واسعة النطاق في السياسة النقدية سمة مميزة للازمة المالية العالمية 2008؛

- يرى البعض أن هذه التدابير هي استمرار للسياسة النقدية المعتادة(التقليدية).

❖ دراسة مكاوي هجيرة وبوبكر محمد، مقال في مجلة اقتصاد المال والأعمال، تحت عنوان **"مساهمة التمويل غير التقليدي في معالجة عجز الموازنة العامة في الجزائر- دراسة تحليلية- (2014-2019)**، المجلد4، العدد4، 2020، تمثلت إشكالية الدراسة في:**ما مدى مساهمة التمويل غير التقليدي في معالجة العجز الموازني في الجزائر؟** وتناولت الدراسة الإطار النظري لسياسة التيسير الكمي، مع استعراض بعض التجارب الدولية في تطبيق هذه السياسة، وبشكل خاص تجربة التمويل غير التقليدي في الجزائر كآلية لمعالجة عجز الموازنة. وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج منها:

- لجوء الحكومة إلى سياسة التيسير الكمي كان تحت ظرف استثنائي، وهذا بعد الانخفاض الحاد في أسعار المحروقات وتآكل صندوق ضبط الإيرادات؛

- إن عدم تحديد سقف الإصدار وكيفية وتوقيت طرح الكتلة النقدية سينجر عنه مجموعة من المخاطر المتمثلة في فقدان النقد لوظيفة من وظائفه وهي كمخزن للقيمة، بالإضافة إلى انهيار العملة الوطنية وزيادة التضخم؛

يجب تحديد وجهة الأموال التي طبعت في إطار سياسة التمويل غير التقليدي هل ستوجه للقطاع الإنتاجي أو الاستهلاكي.

10. هيكل الدراسة: من أجل الوصول إلى النتائج المنتظرة من هذه الدراسة وتحليلها تم تقسيمها إلى مقدمة عامة جاءت فيها التفاصيل السابقة من طرح الإشكالية وصولا إلى الدراسات السابقة، وثلاثة فصول مقسمة إلى مباحث ومطالب، حيث تطرقنا في:

❖ **الفصل الأول:** والذي جاء تحت عنوان **"الإطار المفاهيمي للسياسة النقدية"** قسم إلى ثلاث مباحث أساسية، حيث سنتناول في مباحثه الثلاث ماهية السياسة النقدية من خلال الإشارة إلى تطورها التاريخي وفق الفكر الاقتصادي ومفهومها، وأسسها وكذا أنواعها، بعد ذلك تم التطرق إلى أهداف السياسة النقدية واستراتيجياتها للوصول إليها ومختلف قنوات انتقالها، ثم التطرق إلى مختلف أدوات السياسة النقدية الكمية والكيفية مع إبراز أسباب فشلها.

❖ **الفصل الثاني:** تم من خلال هذا الفصل الموسوم تحت عنوان" **السياسة النقدية غير التقليدية كمفهوم جديد"** التعرف على مفاهيم عامة حول السياسة النقدية غير التقليدية من خلال تحليل تطورها ومفهومها مع تبيان خصائص وأهداف السياسة النقدية غير التقليدية، بالإضافة إلى إبراز أهم الأدوات غير التقليدية، والتطرق إلى ظروف تطبيقها مع إبراز محددات فعاليتها وكذا إستراتيجية الخروج منها.

❖ **الفصل الثالث:** جاء تحت عنوان" **الإطار التطبيقي لاستخدام أدوات السياسة النقدية غير التقليدية"** الذي من خلاله سنستعرض مختلف التجارب التي طبقت السياسة النقدية غير التقليدية، بالإضافة إلى تحليل التمويل غير التقليدي في الجزائر من خلال تبيان ظروف تطبيقه وأهم التحديات والمخاطر التي تواجهها في ظل سياسة التمويل غير التقليدي، وفي الأخير سيتم عرض تجربة الجزائر في ظل تطبيق آلية التيسير الكمي ومختلف الآثار المترتبة عن تطبيق هذه الآلية على المؤشرات الاقتصادية خلال فترات مختلفة.

ثم تتبع هذه الفصول خاتمة توضح أهم النتائج المتوصل إليها وبعض التوصيات والاقتراحات.

الفصل الأول:

الإطار المفاهيمي للسياسة النقدية

تمهيد:

تعبر السياسة الاقتصادية عن مجموعة من السياسات من شأنها السعي إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي، وتعد السياسة النقدية جزء منها والتي ترمي إلى تحقيق الاستقرار النقدي. وقد تطور مفهوم السياسة النقدية بتطور النظريات النقدية عبر مختلف المدارس الاقتصادية، فعملية صياغة وإدارة السياسة النقدية ومدى فعاليتها في تحقيق أهدافها، إضافة إلى مدى كفاءة السلطة النقدية والاقتصادية في تنفيذ تلك السياسات، تعتمد في الأساس على تحديد واختيار الأدوات والوسائل المثلى التي لها القدرة على التأثير على معالم البيئة الاقتصادية للمجتمع، إضافة إلى كفاءتها في تقوية وتعزيز النظام المصرفي ومكوناته. فهي تسعى إلى تحقيق مجموعة من الأهداف باستخدام أدواتها المختلفة للتأثير في الجانب النقدي ومن ثم انتقال أثرها إلى الجانب الحقيقي عن طريق قنوات انتقال أثر السياسة النقدية، فيتم اللجوء إلى السياسة النقدية في معالجة المشكلات الاقتصادية كالتضخم أو الانكماش.

ولإلقاء الضوء على هذه الجوانب يتناول هذا الفصل الإطار المفاهيمي للسياسة النقدية وذلك بتقسيمه إلى ثلاث مباحث أساسية وهي:

المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية.

المبحث الثاني: أهداف السياسة النقدية واستراتيجياتها.

المبحث الثالث: أدوات السياسة النقدية.

المبحث الأول: ماهية السياسة النقدية.

تعتبر السياسة النقدية من أهم الأدوات الاقتصادية الكلية، حيث أصبح لها دور مهم في التأثير على حجم المتغيرات الاقتصادية من خلال ارتباط المشكلات الاقتصادية كالبطالة والتضخم وتدهور قيم العملات بالحلول النقدية، وعليه تعمل السياسة النقدية على التأثير على حجم النقود من خلال تطبيق سياسات معينة، سنحاول من خلال هذا المبحث تسليط الضوء على مفهوم السياسة النقدية، بعدها نتطرق إلى أسس وأنواع السياسة النقدية، ثم إلى تطور السياسة النقدية في الفكر الاقتصادي.

المطلب الأول: تطور السياسة النقدية وفق الفكر الاقتصادي.

حظيت النظريات النقدية باهتمام الكثير من الاقتصاديين عبر مختلف العصور وتباينت آراء المفكرين حول النقود ودورها في النشاط الاقتصادي إذ تبلورت هذه الآراء في صيغة نظريات نقدية سيتم التطرق إليها في هذه الفروع:

1- **السياسة النقدية عند الكلاسيك:**[1] يقوم التحليل الكلاسيكي على الفصل التقليدي بين نظرية القيمة والنظّرية النقدية، حيث تتعلق الأولى بالأسعار النسبية في حين تتعلق الثانية بالمستوى العام للأسعار أو بقيمة النقود في حدّ نفسها، ويستند الكلاسيك في تحليلهم هذا إلى قانون" ساي "و الذي ينص أنّ العرض يخلق الطلب المكافئ له، بالإضافة إلى مجموعة من الفرضيات المتمثلة فيما يلي:

1-1- **ثبات حجم الإنتاج السلعي عند مستوى التشغيل الكامل:** إنّ النظّرية الكلاسيكية تؤكد من خلال تحليلها العيني للواقع الاقتصادي أن النقود ليس لها تأثير على تحقيق التوازن الاقتصادي بإعتبارها لا تؤدي سوى وظيفة واحدة فقط في كونها وسيط للتبادل، لهذا فهي

[1] ريمة بوالنش، ميادة بوسفط، **السياسة النقدية بين الأدوات التقليدية وغير التقليدية دراسة حالة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي**، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد الصديق بن بحي- جيجل، الجزائر، 2017-2018، ص ص 16، 17.

مجرد ستار يخفي وراءه مبادلة سلعة بسلعة أخرى لذلك فإن دور النقود محايد في التأثير. وهذا التحليل الكلاسيكي(العيني) يستند نظريا إلى قانو"ساي" المعروف بقانون المنافذ وملخص هذا القانون أنّ كل عرض يخلق طلباً مساوٍ له، فالإنتاج يخلق معه قوة الشراء بإعتبار أن مداخيل عوامل الإنتاج ستعاد مرة أخرى لشراء الإنتاج، وبتعبير نقدي فالإنتاج يخلق إنفاقاً مساوياً له "فالعرض الكلي مساوي دائما للطلب الكلي"، وزيادة أحدهما على الأخر حالة مؤقتة سرعان ما تزول بحكم فعالية السوق أو جهاز الأسعار الاسمي، وأن الاقتصاد يقوم على أساس المنافسة التامة بين المشروعات، فالقوة التلقائية تدفع إلى تشغيل الموارد الإنتاجية بصورة كاملة وبذلك يتحقق التوازن الاقتصادي في ظل مرونة الأجور والأسعار.

1-2-**ارتباط تغير المستوى العام للأسعار بتغير كمية النقود المعروضة:** يتلخص هذا الإفتراض في أنّ التغيرات في كمية النقود المعروضة تنعكس بنفس القدر على المستوى العام للأسعار، إذ أن انخفاض كمية النقود يؤدي إلى انخفاض مماثل بنفس القدر في المستوى العام للأسعار، في ظل ثبات حجم الإنتاج عند مستوى التشغيل التام وثبات سرعة تداول النقود.

1-3-**ثبات سرعة تداول النقود:** فسرعة تداول النقود تمثل متوسط عدد المرات التي انتقلت فيها كل وحدة من وحدات النقد من يد إلى أخرى لتسوية المبادلات الاقتصادية في فترة زمنية معينة، وقد افترض التحليل الكلاسيكي ثبات سرعة تداول النقود باعتبار أن تغيرها يرتبط بتغير عوامل أخرى منها درجة كثافة السكان وتقدم شبكة النقل والمواصلات وتطور عادات المجتمع المصرفية وكذا مستوى تقدم النظام المصرفي، وهذه العوامل لا تتغير عادة في الأجل القصير.

يتضح من كل هذا أن الكلاسيك أبدوا الاهتمام الكامل بالسياسة النقدية دون السياسة المالية، باعتبار أن السياسة النقدية كفيلة لوحدها بمعالجة جل الاختلالات وتحقيق الاستقرار النقدي سواء في حالة الانكماش أو التضخم.

وتقوم هذه الفرضية على معادلة رياضية تعرف بمعادلة التبادل لـ " فيشر*"، وتنص على أن كمية النقود المتداولة مضروبة في سرعة دورانها (متوسط عدد المرات التي يتم استعمال وحدة نقدية فيها خلال فترة محددة) تساوي الحجم الكلي للمبادلات مضروباً في متوسط الأسعار أي:

$$M.V = P.T$$

حيث:

M : كمية النقود المتداولة. **V** : سرعة دوران النقود.

P: متوسط الأسعار. **T** : الحجم الكلي للمبادلات.

وتفيد هذه المعادلة أن هناك علاقة ترابطية موجبة بين كمية النقود المتداولة والمستوى العام للأسعار، بمعنى أنه كلما ارتفع الأول زاد الثاني بنفس القدر والعكس صحيح.

2- **السياسة النقدية عند كينز(*):** لقد أثبتت أزمة الكساد العالمي 1929-1933 عجز النظرية الكلاسيكية عن معالجة هذه الأزمة، مما أدى إلى ظهور النظرية الكينزية والتي تستند في تحليلها إلى الفرضيات والمبادئ التالية:[1]

- تحليل المعطيات في المدى القصير؛
- الطلب هو الذي يخلق العرض؛
- المنافسة ليست كاملة لأن الطالبين والعارضين لا يصلون إلى السوق بنفس الإمكانيات وفي نفس الظروف، كما أن المعلومات لا تنتقل بكفاية بسبب احتكارها من طرف البعض؛
- النقود سلعة كيفية وهي بديل للأصول المالية فقط التي سعرها معدل فائدة، لذلك فتحليل كينز نقدي لا يفصل بين الجانبين النقدي والحقيقي؛

[1] حسينة شملول، **اثر استقلالية البنك المركزي على السياسة النقدية**، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة يحي فارس ، المدية ، الجزائر،2001، ص28

* **كينز:** مفكر اقتصادي، ولد 1883/06/5 اشتهر بنظريته الاقتصادية التي عرفت بإسم الاقتصاد الكينزي التي درست أسباب البطالة المستمرة.

- تحليله تحليل كلي، فحسب كينز المعطيات الإجمالية هي الأهم في الاقتصاد كالاستثمار والادخار والطلب والعرض الإجماليين؛

- يؤمن كينز بإمكانية حدوث بطالة واستمرارها لفترة طويلة أي التشغيل الناقص هو القاعدة العامة(عكس الكلاسيك)، ويؤمن بضرورة تدخل الدولة لمعالجة الإختلالات التي تحدث في الاقتصاد؛

- وفقاً لكينز لا يتمتع الأفراد بالرشادة، وبالتالي عرض العمل دالة تابعة للأجر الاسمي بالإضافة إلى ذلك فقد ركز كينز على الدخل والإنفاق والعلاقة بينهما.

واشترط أن التوازن الاقتصادي يكون بتوازن كلّ من السوق السلعي والسوق النقدي ذلك أن التوازن النقدي يتم عن طريق تعادل المعروض النقدي مع المطلوب النقدي، وتوازن السوق السلعي يكون بتعادل الادخار مع الاستثمار.

ففي حالة الكساد تقوم الدولة بإحداث عجز في الميزانية عن طريق زيادة النفقات بهدف تنشيط الطلب الكلي الفعال، وذلك بتخفيض الضرائب على الاستهلاك والأرباح وبالتالي تشجيع الأفراد على زيادة الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري، ويمكن تغطية هذا العجز في الميزانية العامة عن طريق الإصدار النقدي (الذي يتكفل به البنك المركزي) أي زيادة كمية النقود.

حسب كينز إن زيادة كمية النقود تحكم بصفة أساسية المستوى العام للأسعار وهذا عند مستوى التشغيل الكامل، وهنا تتحقق النظرية الكلاسيكية مع النظرية الكنزية لكن وضعية التشغيل الكامل لا تتحقق بصفة دائمة ومن ثم فإن ما دام الاقتصاد لم يصل بعد إلى هاته الحالة فإن زيادة كمية النقود سوف تؤدي إلى زيادة في مستويات الناتج الوطني والتشغيل، وذلك وفقا لميكانيزم معين يتمثل في أنّ زيادة كمية النقود تؤدي إلى الانخفاض في سعر الفائدة وهذا الانخفاض يكون بمثابة حافز في تشجيع الاستثمارات ومن ثم زيادة التشغيل والناتج.

أما في حالة التضخم فقد اقترح كينز إحداث سياسة مالية عن طريق تخفيض النفقات بغرض تخفيض الإنفاق الكلي، حيث يرى أن الاستقرار الاقتصادي يحدث عندما يتساوى الإنفاق الكلي مع الناتج الكلي أو يتساوى التغير بينهما.

من خلال هذا نجد أن كينز أعطى أهمية كبرى للسياسة المالية مقارنة مع السياسة النقدية، وهذا ما ميزه عن النظرية الكلاسيكية، كما أن كينز يرى أن أولى الأولويات هي التشغيل.

3- **السياسة النقدية في النظرية النقدية الحديثة:**[1] لقد انحصرت الفكرة الرئيسية للنظرية الاقتصادية النقدية المعاصرة الرئيسية في أن التغيرات في كمية النقود يمكن أن تعالج الاختلالات الاقتصادية، وتؤدي إلى الاستقرار الاقتصادي بحجة أن التقلبات الاقتصادية في أمريكا كانت ترافقها دائما تقلبات في كمية النقود، حيث يرى فريدمان(*) وأنصاره أن مستوى الأسعار يتحدد عند تلاقي عرض النقود والطلب عليها، كما يرى أيضا أن البحث عن العوامل المؤثرة في الطلب على النقود يتوجب دراسة وتحليل فكرة الثروة، والتي تمثل القيمة الرأسمالية لجميع مصادر الدخل، أي جميع الأصول التي بإمكانها تحقيق دخل معين أو عائد معين وتنحصر فيما يلي:

- **النقود** فعند إيداعها في البنوك تحقق عائد(سعر الفائدة)، غير أن العائد الحقيقي لها يتمثل في سيولتها، أي فيما توفره من راحة وأمان لحائزها في شكل عائد غير نقدي؛
- **السندات والأصول النقدية:** والتي تدر عائد في شكل نسبة ثابتة من قيمتها الاسمية وهو سعر الفائدة السنوي المقرر عليها؛
- **الأسهم أو الأصول المالية:** التي يتمثل عائدها في الأرباح السنوية؛

[1] ريمة بوالنش، ميادة بوسفط، مرجع سابق الذكر، ص ص 19، 20.

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

- **رأس المال المادي أو الأصول الطبيعية:** المتمثلة في الآلات والمعدات، ويتوقف العائد على تحديد معدلات الاهتلاك أي تقدير أثمانها.
- **رأس المال البشري:** حيث لا يمكن تقديره بأسعار السوق، وبذلك فقد أدخله فريدمان عن طريق مؤشر يمثل العلاقة بين رأس المال البشري ورأسمال غير البشري.

ويمكن التعبير عن الطلب عن النقود بالدالة التالية:

$$M = f(y.p.ro.ra.1/p*dp/dt.h/k.u)$$

حيث:

y : الدخل الدائم . **1/p*dp/dt**: معدل التغير في الأسعار.

P: المستوى العام للأسعار. **u**: الذوق.

ro: سعر الفائدة. **h/k** : رأس المال البشري إلى رأس المال المادي.

ra : أرباح الأسهم.

من هنا كان الطلب على النقود عند فريدمان دالة سلوكية مرتبطة بسلوك المستهلك وتفضيله بين النقود وأنواع الثروة. أما بالنسبة لعرض النقود فإنه إذا كان كينز يرى أن زيادة عرض النقود يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة، فإن فريدمان يرى لسعر الفائدة ثلاث اتجاهات وهي:

- **أثر السيولة:** زيادة عرض النقود تؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة؛
- **أثر الإنتاج:** بحيث يؤدي زيادة الطلب والإنتاج إلى ارتفاع سعر الفائدة؛
- **أثر التوقعات للأسعار** حيث أن توقع ارتفاع التضخم يؤدي إلى استمرار ارتفاع الطلب، فزيادة عرض النقود تنتهي بارتفاع سعر الفائدة لا لانخفاضها، لهذا يرى النقديون أن السلطة النقدية يجب أن لا تؤخذ بعين الاعتبار أسعار الفائدة نظراً لعدم قدرتهم في إدراتها في الاتجاه المرغوب فيه، لذلك يجب التركيز على إدارة عرض النقود.

إلى جانب السياسة النقدية يمكن استخدام السياسة المالية للتأثير على كمية النقود وذلك من خلال وسائلها المختلفة المتمثلة في السياسة الضريبية أو القروض العامة.

المطلب الثاني: مفهوم السياسة النقدية.

1- **مفهوم السياسة النقدية:** يرجع ظهور السياسة النقدية إلى أواخر القرن التاسع عشر، حيث أن فكرة حيادية النقود التي نادى بها الكلاسيك لم تترك مجالاً للتداول في فكرة إيجاد آليات للتأثير على حركة النشاط الاقتصادي، وهو ما يعبر عنه بالسياسة النقدية. وما كان يدور حوله الحديث هو النظرية الكمية للنقود ومعادلة التبادل.

أخذت السياسة النقدية مكانها في الريادة ما بين السياسات الاقتصادية الكلية على يد الاقتصادي الأمريكي "ميلتون فريدمان" زعيم المدرسة النقدوية الذي ركز جل اهتمامه على السياسة النقدية، مما دفع إلى ظهور دعوات مزيج بين السياسة المالية والنقدية على يد الاقتصادي "والتر هيتلر"، حيث هذا الصراع الفكري أحدث ثراءاً أدبياً في أدوات السياسة النقدية وآليات عملها وآليات انتقالها وتأثيرها على النشاط الاقتصادي.[1]

2- **تعريف السياسة النقدية:** هناك عدة تعاريف للسياسة النقدية نذكر منها:

✓عرف صندوق النقد العربي السياسة النقدية على أنها: "مجموعة التدابير التي تتبناها البنوك المركزية للتأثير على مستويات السيولة والائتمان الممنوح من البنوك لتحقيق بعض الأهداف الاقتصادية الكلية ومن أهمها ضمان تحقيق الاستقرار السعري وتحفيز النمو الاقتصادي، وتحقيق التشغيل.[2]

✓السياسة النقدية هي: " مجموعة من القواعد والوسائل والأساليب والإجراءات والتدابير التي تقوم بها السلطة النقدية للتأثير في عرض النقود بما يتلائم مع النشاط الاقتصادي لتحقيق أهداف اقتصادية معينة خلال فترة زمنية معينة، والسلطة النقدية يقصد بها البنك المركزي

[1] عبد الحسين جليل الغالبي، **السياسات النقدية في البنوك المركزية**، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015، ص 175.

[2] محمد إدريس، **السياسة النقدية**، سلسلة كتيبات تعريفية، العدد 17، صندوق النقد العربي، 2021، ص12.

وبذلك ينطوي مفهوم السياسة النقدية على أنها تدخل البنك المركزي في تحديد حجم وكمية النقود في الاقتصاد القومي والتأثير بذلك على حجم الائتمان عن طريق استخدام الأدوات النقدية".[1]

فقد تعددت التعاريف التي أعطاها الاقتصاديون للسياسة النقدية حيث عرفها:

- ✓ **Eizing:** بأنها تشمل جميع القرارات والإجراءات النقدية بصرف النظر عما إذا كانت أهدافها نقدية أو غير نقدية، وكذا جميع الإجراءات غير النقدية التي تهدف إلى التأثير في النظام النقدي.[2]
- ✓ **Bach:** بأنها ما تقوم به الحكومة من عمل يؤثر بصورة فعالة في حجم وتركيب الموجودات السائلة التي يحتفظ بها القطاع غير المصرفي سواءاً كانت عملة أو ودائع أو سندات حكومية.[3]

وكتعريف عام للسياسة النقدية هي: " مجموعة الإجراءات والتدابير الهادفة التي تقوم بها السلطة النقدية (البنك المركزي) للتحكم والتأثير وضبط المعروض النقدي من أجل وضع الاقتصاد في استقرار وتوازن".

المطلب الثالث: أسس السياسة النقدية وأنواعها.

1- **أسس السياسة النقدية:** تختلف أسس السياسة النقدية حسب الزمان والمكان وذلك تبعا للتطور الاقتصادي والاجتماعي والسياسي لكل بلد وبالتالي تنوع هذه الأسس كما يلي:[4]

---

[1] عبد المطلب عبد الحميد، **السياسة النقدية واستقلالية البنك المركزي**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2013، ص12.

[2] محمد يبرير، علي بن قدور، **السياسة النقدية والتوازن الاقتصادي**، الطبعة الأولى، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2018، ص34.

[3] المرجع نفسه، ص 35.

[4] عبد القادر خليل، **مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي**، الطبعة الثانية، الكتاب الثاني، ديوان المطبوعات الجزائرية، 2014، ص58.

1-1- أسس سياسية: اللجوء لهذه السياسة عن طريق السلطات النقدية، يجنب الدولة متاهات النقاش مع الشركاء حيث أن رفع البنك المركزي الاحتياطي الإجباري أو تدخله في السوق النقدية لا يثير حساسية الفرد بشكل مباشر، أي السياسة النقدية تتصف بعدم الإثارة المباشرة للأحاسيس، العمومية والبيروقراطية.

1-2- أسس علمية: تتعلق بالثورة العلمية لكينز فيما يخص نظريته العامة وردود أفعال فريدمان في نظريته الكمية المعاصرة، وما تبعها من ظهور تيارين هما "الكينزيون الجدد" و"النقديون" حيث يركز الكنزيون الجدد على وجوب تدخل الدولة بالسياسة "النقدية والمالية" حسب الضرورة ويرى النقديون عدم جدوى السياسة المالية، ويكفي تدخل الدولة في الكتلة النقدية فقط، لا في معدل الفائدة أو مراقبة القروض لأن هذا التدخل يؤدي إلى عواقب وخيمة على الاقتصاد.

1-3- أسس إحصائية: وجود دراسات ميدانية حاولت أن ترتبط بين الناتج المحلي الإجمالي(GDP) والمجمع النقدي (M_2)

2- **أنواع السياسة النقدية:** إن تحديد نوع السياسة النقدية الأنسب لدولة مرهون بالوضعية الاقتصادية لها هذا في الحالة العادية، أما في حالة الأزمات فهو يتحقق وفق نوع المشكلة والظروف المحيطة بها. ويمكن ذكر هذه الأنواع فيما يلي:[1]

2-1- السياسة النقدية التوسعية: بموجبها يقوم البنك المركزي بزيادة عرض النقود بنسبة أكبر من الكمية المعروضة من السلع بهدف زيادة حجم وسائل الدفع وتسريع وتيرة النشاط الاقتصادي، حتى ولو أدى ذلك إلى معدل تضخمي مقبول وزيادة في الأسعار.

2-2- السياسة النقدية الانكماشية: تنفذ هذه السياسة عن طريق رفع سعر الفائدة وتقييد الائتمان، وتشجيع المواطنين على الادخار وبالتالي التقليل من حجم وسائل الدفع وكبح

[1] سلوى بن زغدة، نسيمة محداب، **تقييم فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في تحقيق التعافي الاقتصادي دراسة حالة البنك الاحتياطي الفيدرالي الامريكي**، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية دولية، جامعة محمد الصديق بن يحى- جيجل، الجزائر، 2015- 2016، ص16.

التضخم لتثبيت الأسعار، إن هذه السياسة قد تضر بالاقتصاد الوطني إذا لم تكن مدروسة بما فيه الكفاية، ذلك لأن هذه السياسة قد تزيد من عبء دين المشاريع والشركات التي قد تجد نفسها غير قادرة على المنافسة في السوق الخارجية نتيجة لإرتفاع تكاليف الإنتاج.

2-3- السياسات النقدية المختلطة: هذه السياسة تناسب الدول النامية بصفة خاصة التي يعتمد اقتصادها في الغالب على الزراعة الموسمية أو على تصدير المواد الأولية إلى الخارج، وعلى إثر هذه الخصائص فإن البنك المركزي يقوم بزيادة وسائل الدفع عند البدء بالزراعة بهدف تمويل المحصول ويقلل من حجمها عند بيع المحصول ومن خلال ذلك يحصر أثار التضخم .

المبحث الثاني: أهداف السياسية النقدية واستراتيجياتها.

تعتبر السياسة النقدية إحدى مكونات السياسة الاقتصادية الكلية لذلك فأهداف السياسة النقدية لا تختلف عن أهداف السياسات الإقتصادية الأخرى، وتختلف أهداف السياسة الإقتصادية من بلد لآخر تبعا لطبيعة النظام الاقتصادى السائد إذ يمكن حصر الأهداف العامة للسياسية النقدية في ثلاث مستويات:

أهداف أولية – أهداف وسيطية – أهداف نهائية، ومن أجل تحقيق هذه الأهداف يجب إستعمال مجموعة من الأدوات.

المطلب الأول: الأهداف الأولية والوسيطية للسياسة النقدية.

1-الأهداف الأولية: قد لا تستطيع أدوات السياسة النقدية التأثير مباشرة على الأهداف الوسيطية لذلك يجب اتخاذ أهداف مباشرة من خلالها الوصول إلى مختلف أهداف السياسة النقدية، هذه الأهداف تعرف بالأهداف الأولية وهي متغيرات شديدة السيولة بإمكانها إيصال الأثر المطلوب بسرعة إلى الأهداف الوسيطية. وتتمثل هذه الأهداف في مجاميع الاحتياطي وأحوال سوق النقد.[1]

– **مجموعات الاحتياطات النقدية:** وتتكون من الأساس النقدي والاحتياطات الإجمالية وتتضمن الاحتياطات المقترضة وغير المقترضة بجميع أنواع الودائع والاحتياطات الإضافية والاحتياطات المتعلقة بالودائع الخاصة والتي تساوي مجموع الاحتياطات غير المقترضة وتساوي الاحتياطات الإجمالية ناقص الاحتياطات المقترضة، وتعد مراقبة البنك المركزي للاحتياطات غير المقترضة أكثر يسراً من الاحتياطات الإجمالية التي تشمل اقتراض البنوك أيضاً.

[1] كريم بوروشة، **دور السياسة النقدية والمالية في تحقيق التوازن الخارجي دراسة حالة الجزائر(1990-2016)**، أطروحة دكتوراة في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية دولية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2018- 2019، ص08.

- **أحوال سوق النقد:** وهي المجموعة الثانية من الأهداف الأولية ويقصد بهذا المصطلح مدى سهولة أو صعوبة أسواق الائتمان ويعني ذلك قدرة المقترضين وموافقهم السريعة أو البطيئة في معدل الائتمان ومدى ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة وشروط الإقراض الأخرى، وسعر فائدة الأرصدة البنكية يتمثل في سعر الفائدة على الأرصدة المقترضة لمدة قصيرة وذلك لمدة يوم أو يومين بين البنوك.

2-الأهداف الوسيطية للسياسة النقدية: الأهداف الوسيطية هي المتغيرات النقدية القابلة للمراقبة بواسطة السلطات والمرتبطة بشكل ثابت ومقدر بالأهداف النهائية وتستخدم السياسة النقدية الأهداف الوسيطية نظراً لفوائدها وهي:[1]

- يمكن للمصارف المركزية أن تؤثر في هذه المتغيرات وبإمكان السياسة النقدية أن تؤثر على تقلبات المجمعات النقدية، سعر الصرف، معدلات الفائدة.
- تعتبر الأهداف الوسيطية بمثابة إعلان إستراتيجية للسياسة النقدية.

ويشترط في الأهداف الوسيطية أن تستجيب لما يأتي:[2]

- وجود علاقة بينها وبين الأهداف النهائية.
- إمكانية مراقبتها بما للسلطات النقدية من أدوات، وعليه فإن نجاح البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي للبلد، إنما تحدده مجموعة من العوامل والشروط الذاتية أو المؤسسية تتعلق بهياكل هذه البنوك وتتطورها ونوعية مواردها البشرية وغير ذلك من العوامل الخاصة بهذه البنوك كما يتطلب ذلك توفر مجموعة من الشروط الموضوعية وأبرزها درجة استقلاليتها ومصداقية سياساتها النقدية مع قدر كبير من الشفافية في عملها وخضوعها للمساءلة عن مدى نجاحها في تحقيق الأهداف المنوطة بها.

وتتمثل هذه الأهداف في:

[1] عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق الذكر، ص 80.

[2] علي صاري، **السياسات النقدية غير التقليدية في الدول المتقدمة وانعكاساتها على أعمال البنوك المركزية في الدول النامية**، مجلة أبعاد اقتصادية، المجلد 06، العدد 02، جامعة سوق أهراس، الجزائر، ص 469.

- **مستوى معدل الفائدة:** يتعلق تحديد معدلات الفائدة بنمو الكتلة النقدية، ويعتبر من أبرز محددات سلوك العائلات والمستثمرين فيما يخص الادخار والاستثمار، لذا يجب على السلطات العامة الاهتمام بتقلبات معدلات الفائدة والمشكل المطروح هنا كيفية تحديد المستوى الأمثل لهذه المعدلات خاصة وأنه تتأثر 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 تغيير معدلات الفائدة ضمن هوامش غير واسعة نسبياً، تحقق التوازن في الأسواق وتتفادى وقوع ضغوط تضخمية أو كساد.[1]

ويوجد العديد من معدلات الفائدة في الاقتصاديات المتطورة وأبرزها:[2]

- ✓المعدلات الرئيسية: هي المعدلات التي يقرض بها البنك المركزي البنوك التجارية كما يستند إليها في تحديد معدلات الإقراض بين البنوك.
- ✓معدلات السوق النقدية: وهي المعدلات التي يتم على أساسها تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل القابلة للتداول.
- ✓معدلات التوظيف: في الأجل القصير كالحسابات على الدفاتر.
- ✓المعدلات المدينة: وهي المطبقة على القروض الممنوحة.

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

- **معدل صرف النقد مقابل العملات الأخرى:** يعتبر سعر الصرف النقدي مؤثر هام على الأوضاع الاقتصادية للبلد حيث يكون كهدف للسلطة النقدية، ويعمل انخفاض سعر الصرف على تحسين وضعية ميزان المدفوعات لكنه في المقابل يشجع الضغوطات التضخمية، أما

---

[1] عبد الصمد علالو، أسامة بوملاح، **الاتجاهات الحديثة لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمة الاقتصادية- دراسة تجربة التسيير الكمي وأسعار الفائدة السالبة**، مذكر لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة البويرة، الجزائر، 2017-2018، ص18.

[2] عبد المجيد قدي، **مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية،دراسة تحليلية تقييمية**، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص 64.

في حالة ارتفاع سعر الصرف فهذا يفرض ضغطاً انكماشياً مما يؤدي إلى خروج بعض المؤسسات غير القادرة على التأقلم وبالتالي انخفاض في مستويات النمو.

لذلك تعمل السلطات النقدية على استقرار سعر الصرف لضمان استقرار وضعية البلد اتجاه الخارج عن طريق ربط عملتها بعملات قوية قابلة للتحويل والحرص على استمرار سعر الصرف لعملتها رغم ذلك فان موجات المضاربة الشديدة على العملات يصعب السيطرة والتحكم في هذا الهدف.[1]

- **المجمعات النقدية:** هي عبارة عن مؤشرات لكمية نقود المتداولة والتي تعكس قدرة الأعوان الماليين المقدمين على الإنفاق وبالنسبة للنقديين فإن تثبيت معدل الكتلة النقدية في مستوى قريب من معدل نمو الإنتاج يعتبر الهدف الرئيسي للسياسة النقدية وذلك لعدة مزايا أهمها: [2]

- تفادي حدوث عدم استقرار من جانب عرض النقود؛

- التقليل من الاضطرابات الناجمة عن مصادر غير العرض النقدي؛

- ضمان الثبات النسبي للأسعار على المدى الطويل ويرتبط عدد المجتمعات النقدية لطبيعة الاقتصاد وكذا درجة تطور الصناعة المصرفية والمنتجات المالية، وتعتبر هذه المجمعات كمصدر معلومات عن وتيرة نمو مختلف السيولات.

وللمجمعات النقدية عدة مفاهيم نذكر منها:[3]

- المفهوم بالمعنى الضيق للعرض النقدي (M_1): تعرف على أنها: "مجموعة وسائل الدفع المتداولة في مجتمع ما خلال فترة زمنية معينة والتي تشمل على العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي +الودائع الجارية تحت الطلب".

[1] عبد الصمد علالو، أسامة بوملاح، مرجع سابق الذكر، ص18.

[2] المرجع نفسه، ص19.

[3] علي صاري، **سياسة عرض النقود في الجزائر للفترة 200-2013**، مجلة رؤي اقتصادية، العدد07، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الوادي، الجزائر، ديسمبر 2014، ص23.

- المفهوم بالمعنى الواسع للعرض النقدي (M_2): يعتبر M_2 تعريفاً أوسع للعرض النقدي والذي يتكون من (العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي +الودائع الجارية) إضافة إلى أشباه النقود (الودائع للأجل) أي أن:

M_2=M_1+الودائع لأجل

- المفهوم بالمعنى الأوسع للعرض النقدي (M3)=وهو توضيح في تعريف عرض القوة خصوصا في الدول المتقدمة نتيجة تقدم العادات المصرفية ووعي الأفراد وعليه:

M3: يشمل عرض النقود بالمعنى الواسع (M2)+الودائع الادخارية لدى مصارف الادخار (خارج البنوك التجارية).

المطلب الثاني: الأهداف النهائية للسياسة النقدية

تتناغم وتتعارض الأهداف النهائية للسياسة النقدية مما يجعلها محل خلاف رأي المفكرين، والتي تجسدت فيما يعرف بالمربع السحري لكالدور، وعموما هناك اتفاق واسع على الأهداف الرئيسة والنهائية للسياسة النقدية هي: تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار– تشجيع النمو الاقتصادي– تحقيق التشغيل الكامل – تحقيق التوازن الخارجي.

1- **تحقيق الاستقرار في مستوى العام للأسعار:** تسعى السياسة النقدية عادة إلى التحكم في كميه النقود والائتمان والاستقرار في الأسعار، ويعتبر تحقيق الاستقرار هو الهدف الأكثر أهمية بالنسبة للسياسة النقدية وخاصة في البلدان المتخلفة لما تعانيه من تضخم بصورة أكثر من الدول المتقدمة إلا أنه لابد من الإشارة أنّ هناك ارتفاعات في الأسعار تكون من الناحية الاقتصادية، إذ تساعد على توسيع وزيادة النشاط الاقتصادي الحر لأن انخفاض الأسعار يؤدي إلى حالة من الركود الاقتصادي يمكن حصر أهم الآثار التي تتركها تغيرات الأسعار إذا ما ارتفعت على المستوى الاقتصادي والاجتماعي. وتتمثل أثاره في ما يلي:[1]

[1] محمود عزت اللحام، مصطفى كافي، **النقود والمصارف**، بدون طبعة، دار الإعصار للنشر والتوزيع، الأردن، 2016، ص ص 118، 119.

- **الأثر على إعادة توزيع الدخل الوطني:** إنّ ارتفاع الأسعار يؤدي إلى انخفاض الأجر الحقيقي لأصحاب الدخول ثابتة.
- **الأثر على الدين:** يؤدي ارتفاع الأسعار إلى ضعف القدرة الشرائية للنقود والمستفيد هنا هو المدين على حساب الدائن.
- **الأثر على ميزان المدفوعات:** ارتفاع الأسعار يؤدي إلى انخفاض الطلب على المنتجات الوطنية وبالتالي انخفاض حجم العمالة، انخفاض حجم الصادرات وزيادة حجم الواردات، مما ينعكس بصورة عجز في ميزان المدفوعات.
- **الأثر على إعادة توزيع الثروة:** أصحاب عوائد حقوق الملكية من المستثمرين في العقارات والسندات وغيرها، سيكون في وضع أفضل مما يحققون من أرباح وعوائد كبيرة نتيجة لإرتفاع الأسعار في قيم ممتلكاتهم مما يزيد من دخولهم.

2- تشجيع النمو الاقتصادي: تساهم السياسة النقدية من خلال رقابتها على حجم الائتمان وكلفته في دفع النمو الاقتصادي الذي يعني زيادة مستمرة في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للبلد، ويستطيع البنك المركزي إحداث تغيرات في حجم الاحتياطات الكلية للبنوك التجارية وقدرتها في خلق الائتمان، والتأثير على حجم الائتمان المصرفي، فالسياسة النقدية التوسعية تستطيع الإبقاء على سعر فائدة منخفض، مما يشجع على زيادة الائتمان والاستثمار والنمو الاقتصادي. وحسب كالدور يجب أن يبلغ معدل النمو الاقتصادي بنسبة 6%.[1]

3- تحقيق تشغيل الكامل: يعد معدل البطالة في حالة التشغيل الكامل0%، حيث أن التشغيل الكامل يعني زيادة حجم العمالة وتحقيق أقصى مستوى من التوظيف والعمل على

[1] الجنابي هيل العجمي، **النقود والمصارف والنظرية النقدية**، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2014، ص268.

تحقيق أدنى حجم من البطالة، كما أن مفهوم التشغيل الكامل يشير إلى استغلال كامل الطاقات الإنتاجية في المجتمع.[1]

ويمكن أن تتحقق عن طريق:[2]

➢**تعبئة الموارد المالية تعبئه فعالة:** وذلك بحفز الأفراد وترغيبهم في وضع مدخراتهم في البنوك المحلية، تمهيدا لتوجيهها وجهة إنتاجية لاستغلال الطاقات الإنتاجية المعطلة في المشاريع الاستثمارية القائمة ولا شك أن العمل على إقامة سوق مالية ونقدية متطورة، وتفعيل دور الجهاز المصرفي، سيكون له أثر في تعبئة الموارد المالية.

➢**تعبئه الموارد البشرية:** وذلك من خلال العمل على تمويل أصحاب الأفكار والمواهب المبدعة، والمبادرات الصناعية عن طريق توفير رؤوس الأموال اللازمة لهم ليستطيعوا بدء نشاطهم الإنتاجي بشروط معقولة، تتيح لهم تسديد المال الذي حصلوا عليه دون مشقة وذلك بتوفير أشكال مختلفة من التسهيلات الائتمانية.

4- تحقيق توازن الخارجي: يتم ذلك في إتباع سياسة تحرير وتعويم سعر الصرف، وفي السيطرة على التضخم وتحقيق استقرار الأسعار الذي يحافظ بدوره على قيمة العملة من التدهور، وعموما يمكن أن تساهم السياسة النقدية في إصلاح وتخفيض العجز في ميزان المدفوعات عن طريق قيام البنك المركزي برفع أسعار إعادة الخصم، فيؤدي هذا بدوره إلى قيام البنوك التجارية برفع أسعار الفائدة على القروض، الذي سيؤدي بدوره إلى تقليل حجم الائتمان والطلب المحلي على السلع والخدمات مما يخفض من حدة ارتفاع المستوى العام للأسعار داخل الدولة، ويؤدي خفض مستويات الأسعار الداخلية(المحلية) إلى تشجيع صادرات الدولة و إلى تقليل إقبال المواطنين على شراء السلع الأجنبية، ومن ناحية أخرى

[1] محمد صلاح، **تحليل كلي للتوازن الخارجي والنمو الاقتصادي(التضارب في السياسات الاقتصادية الكلية)**، بدون طبعة، المركز الأكاديمي للنشر مصر 2020، ص167.

[2] سعدية حديوش، **أثر الاتجاهات الحديثة لاستقلالية البنك المركزي على فعالية السياسة النقدية بالاشارة الى حالة الجزائر**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، 2019-2020، ص 66.

يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة داخلياً إلى إقبال الأجانب على إيداع أموالهم بالبنوك المحلية، وبالتالي إلى دخول مزيد من رؤوس الأموال إلى الدول مما يساعد على تقليل العجز في ميزان المدفوعات، منه سيؤدي إلى تخفيض كمية النقود الائتمانية في الاقتصاد فرفع أسعار الفائدة يلعب دورا كبيرا في تخفيض من العجز في ميزان المدفوعات.[1]

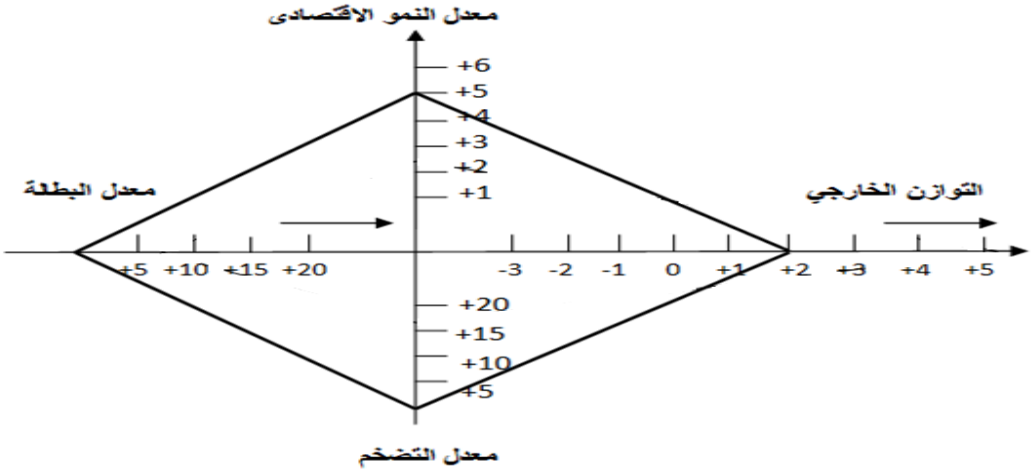
الجدير بالملاحظة أنه يوجد تضارب بين الأهداف المذكورة آنفا، فمن الصعوبة تخفيض معدل التضخم وتحقيق التوظف الكامل في نفس الوقت، كذلك هدف تحقيق نمو اقتصادي متسارع وتخفيض معدل التضخم، إذ أن انتهاج سياسة نقدية توسعية يمكنها أن تؤدي إلى معدلات نمو اقتصادي مرتفعة، يكون عادة على حساب ارتفاع معدلات التضخم، ونتيجة لصعوبة تحقيق نتائج جيدة لهذه الأهداف بسبب التعارض بينها، قام كالدور(*) باقتراح قانون يُعرف بقانون "**كالدور– فيدورن**"، الذي حاول من خلاله تمثيل العلاقة بين معدل النمو الاقتصادي والمعدلات الثلاثة بيانياً، وذلك من خلال إعطاء قيم كمية لتلك المعدلات، كما يتضح في الشكل التالي:[2]

[1] روئ عبد الرحمان، إبراهيم عبد الرحمان، **دور السياسة النقدية في جلب الاستثمار الأجنبي المباشر في السودان(2000–2014)**، مجلة الدراسات العليا، المجلد 6، العدد 22، جامعة النيلين، السودان، 2016، ص41.

[2] أمال علي إبراهيم، **دور السياسة النقدية في تحقيق أهداف السياسة النقدية في مصر باستخدام مربع كالدور السحري**، مدرس الاقتصاد بمعهد المدينة العالي للإدارة والتكنولوجيا، ص 130.

* **كالدور**: اقتصادي وأكاديمي بريطاني من أصول بلغارية، واحد من أبرز منظري المدرسة الكنزية في علم الاقتصاد إشتهر بمربعه السحري الذي يتفقد أداء الاقتصاد عبر أربعة مؤشرات.

الشكل رقم(01): مربع كالدور السحري.



المصدر: أمال علي إبراهيم، **دور السياسة النقدية في تحقيق أهداف السياسة النقدية في مصر باستخدام مربع كالدور السحري**، مدرس الاقتصاد بمعهد المدينة العالي للإدارة والتكنولوجيا، ص 130.

المطلب الثالث: استراتيجيات السياسة النقدية وقنوات انتقالها.

بعد تحديد أهداف السياسة النقدية المختلفة فعلى البنك المركزي أن يوفق في تحقيق الأهداف المحددة برسم استراتيجياتها المناسبة وتحديد القناة التي تضمن فعاليه السياسة النقدية.

1- **استراتيجيه السياسة النقدية:** وهي توقيت السياسة النقدية ونعني به الوقت اللازم لظهور أثار السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي، إنّ أبسط تعبير يمكن قوله حول هذا الفارق الزمني بين تنفيذ السياسة وظهور الآثار أنه طويل المدى.[1]

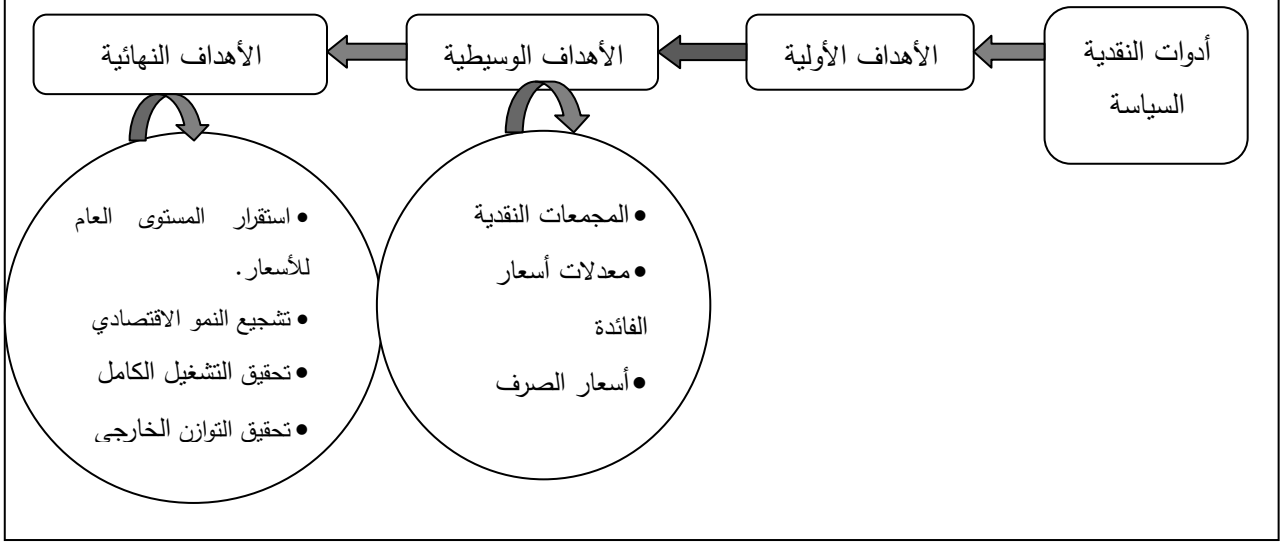
يعتبر تعارض الأهداف عقبة في وجه السياسة النقدية، حيث يمكن أن تتدخل ظروف معينة تفرض نظاما للأوليات غير قابل للتحقيق بكفاءة لعدم انسجامه مع المعطيات السائدة، كما أن تغيير نظام الأوليات يفقد السياسة النقدية استمراريتها مما قد يجعلها عاملا معيقا لتحقيق التوازن الاقتصادي إضافة إلى ذلك فإن نظام الأوليات يختلف باختلاف الجهة التي تقوم بوضعه، وعلى هذا الأساس فإن نظام الأوليات الذي تضعه الحكومة قد يكون مختلفا

[1] عمر مشحود، **إستراتجية السياسة النقدية**، مجلة البحوث والدراسات الإنسانية،31 ماي 2009، ص 80.

عن نظام الأوليات الذي يتم وضعه من طرف البنك المركزي فيما إذا كان هو الجهة المسؤولة عن تحديد هذا النظام على الأقل بالنسبة للسياسة النقدية، وتطرح هذه القضية بالذات مسألة توزيع السلطة الاقتصادية بين مختلف الجهات المخولة بممارستها واستقلالية هذه الجهات في ممارسة صلاحيتها في هذا المجال، وخاصة استقلالية السلطة النقدية (البنك المركزي). وقصد تحقيق أهداف نهائية معينة، كاستقرار مستوى العام للأسعار، ورفع مستوى العمالة (التشغيل)، يستخدم آلية معينة لكي يؤثر على الأهداف النهائية بطريقة غير مباشرة، بعد فترة زمنية معينة، وهذه العملية تسمى بالاستهداف، أي تحديد متغيرات الأهداف الوسيطية.[1]

حيث يبني البنك المركزي إستراتيجية بعد تحديد الأهداف، بناءا على الأدوات المتاحة لديه، مستخدماً الأهداف الوسيطية وذلك وفق الشكل التالي:

الشكل رقم (02): إستراتيجية السياسة النقدية



المصدر: سعدية حديوش، **أثر الاتجاهات الحديثة لاستقلالية البنك المركزي على فعالية السياسة النقدية بالاشارة الى حالة الجزائر**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، 2019- 2020، ص 68.

[1] سعدية حديوش، مرجع سابق الذكر، ص68.

2- **قنوات انتقال أثر السياسة النقدية:** تعتبر قناة الانتقال الطريق الذي من خلاله يبلغ أثر أدوات السياسة النقدية إلى الهدف النهائي تبعا لاختيار الهدف الوسيط[1]، وتعرف على أنها علاقة سببية تبدأ من تغيرات معينة، في بعض متغيرات القطاع الحقيقي قبل الناتج الوطني ومن ثم فإن قنوات آلية الانتقال النقدية تتضمن مجموعة من الروابط والعلاقات التي من خلالها يتم انتقال آثار السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي والتضخم.

على الرغم من الاختلاف بين المهتمين بالسياسة النقدية حول هذه القنوات وفعالية كل منها، إلا أنه يوجد شبه اتفاق حول خمسة (05) قنوات تنتقل من خلالها أثار تنفيذ السياسة النقدية إلى الاقتصاد، وإن اختلفت كل من هذه القنوات فيما يتعلق بالمدى الزمني، إلا أنها تتفق في قدرتها على التأثير في المتغيرات الاقتصادية الكلية[2]، تتمثل قنوات إنتقال أثر السياسة النقدية للاقتصاد في الأتي:[3]

2-1 قناة سعر الفائدة: وهي قناة تقليدية لإنتقال أثر السياسة النقدية إلى هدف النمو، ذلك أن السياسة النقدية التقييدية(الانكماشية) تعمل على ارتفاع أسعار الفائدة الاسمية، مما يعمل على ارتفاع سعرها الحقيقي ومنه ارتفاع تكلفة رأس المال، وهذا ما يؤدي إلى تقليص الطلب على الاستثمار،وبالتالي انخفاض الطلب الكلي فينخفض حجم الانتاج ومنه ينخفض النمو.

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

---

[1] نوال قاسيمي، **مدى فعالية السياسة النقدية في تحقيق التوازن الداخلي – دراسة حالة الجزائر (200-2017)**، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة أكلي محند أولحاج، البويرة، الجزائر، ص 34.

[2] مونية زواطر، **قنوات انتقال السياسة النقدية دراسة مقارنة بين قناة سعر الفائدة وقناة الإقراض البنكي في الجزائر 1990-2017**، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد كمي، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، الجزائر، ص21.

[3] عبد المجيد قدي ، مرجع سابق الذكر، ص ص 77- 79.

2-3-قناة سعر الأصول: تشرح نظرية توبين (James Tobin) كيفية تأثير السياسة النقدية في الاقتصاد من خلال تأثيرها في تقييم الأسهم وتعرف(q) بأنها القيمة السوقية للشركة مقسومة على نفقة إحلال رأس المال، وتوفر السياسة النقدية في أسعار الأوراق المالية من خلال انخفاض عرض النقود يؤدي إلى انخفاض الفوائض أو عجز الأرصدة النقدية لدى القطاع العائلي، الأمر الذي يترتب عليه اتجاه وحدات القطاع العائلي نحو سوق الأوراق المالية لبيع ما لديها من أوراق مالية أو عدم شراء أوراق مالية، وهو ما يعني انخفاض الطلب على الأوراق المالية، واتجاه أسعار هذه الأوراق إلى الانخفاض، ويؤدي هذا الانخفاض في أسعار الأسهم(Pe) منه انخفاض(q) ويؤدي إلى انخفاض حجم الاستثمار(I) والناتج المحلي(Y).

2-4- قناة الائتمان: وتنقسم هذه القناة بدوها إلى قناتين:

✓**قناة الإقراض المصرفي:** حيث يؤدي انخفاض العرض النقدي إلى انخفاض حجم الودائع لدى المصارف، ومنه ينخفض حجم الائتمان المصرفي الممكن تقديمه مما يقلل من الاستثمار وبالتالي الحد من النمو.

✓**قناة ميزانية المؤسسات:** يؤدي انخفاض عرض النقود إلى الانخفاض في صافي قيمة المؤسسات، والضمانات التي يمكن للمقتَرضين تقديمها عند الاقتِراض، ويؤدي ارتفاع سعر الفائدة إلى تخفيض التدفقات النقدية نحو المؤسسات الصغيرَة، مما يزيد من مخاطر إقراضها، وهو ما يؤثر على استثمار القطاع الخاص، وبالتالي نمو الإنتاج المحلي.

2-5- قناة التوقعات:[1] تتضمن هذه القناة إعداد ونشر مجموعة من التوقعات بشأن المتغيرات الاقتصادية الكلية التي يمكن أن تؤثر على مستوى الأسعار، وبالتالي التحديد الواضح لمواعيد الاجتماعات الدورية للسلطات النقدية، وكذا مواعيد نشر التقارير تساهم

[1] نبيلة دودو، **فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في إدارة أزمة الديون السيادية الأوربية في منطقة اليورو**، أطروحة دكتوراة في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس- سطيف، الجزائر، 2020-2021، ص20.

بشكل كبير في تحقيق أهداف السياسة النقدية، ويتوقف نجاح هذه القناة في نقل أثر السياسة النقدية للاقتصاد الحقيقي على مدى دقة البيانات الصادرة عن البنك المركزي، وبالتالي يمكن استخدام هذه القناة لضمان نقل آثار السياسة النقدية، وتعزيز قدرتها على تحقيق الاستقرار على المستوى العام للأسعار وهو ما يؤدي إلى تحقيق النمو الاقتصادي.

المبحث الثالث: أدوات السياسة النقدية.

تسعى البنوك المركزية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف الموضوعة باستخدام السياسة النقدية عن طريق مجموعة من الأدوات والتي يمكن تقسيمها إلى نوعين من الأدوات مباشرة وأخرى غير مباشرة، ويتوقف الاختيار فيما بينها حسب حالة الاقتصاد والهدف النهائي المراد تحقيقه.

المطلب الأول: الأدوات الكمية(غير مباشرة) للسياسة النقدية.

يدخل تحت هذا النوع من التقسيم جميع الأدوات النقدية التي تعتمد السلطات النقدية في استخدامها لها على قوى السوق. ويقصد بذلك أن تأثير هذه الأدوات على المتغيرات المختلفة وكذا توصلها للأهداف المطلوبة منها يتم تحقيقه من خلال السماح لقوى السوق أن تلعب دوراً هاماً في هذا الشأن.[1]

تستخدم السلطة النقدية الأدوات غير المباشرة بهدف التأثير في حجم الائتمان بغض النظر عن استعمالاته وهذه الأدوات تمكن السلطة النقدية من مراقبة تطور الوضعية النقدية في الاقتصاد بطريقة غير مباشرة، وهي تستهدف من خلال هذه الأدوات التأثير على البنوك لاستخدام احتياطاتها النقدية في الإقراض والتوسع في حجم الائتمان الكلي.[2] وتتمثل هذه الأدوات في:

1-سياسة إعادة الخصم: يعتبر سعر الخصم من الأسلحة التي يلجأ إليها البنك المركزي للتأثير على حجم الائتمان المصرفي وبالتالي على حجم المعروض النقدي، وذلك في إطار الأهداف المرسومة للسياسة النقدية التقليدية. وسعر الخصم هو السعر الذي يخصم به البنك

---

[1] حسين كامل فهمي، **أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في الاقتصاد الإسلامي**، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، السعودية، 2006، ص 15.

2 إيمان قاضي، هاجر دغة، **استخدام السياسة النقدية غير التقليدية في الدول المتقدمة عرض تجربة الجزائر**، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة محمد بوضياف بالمسيلة، الجزائر، 2019-2020، ص14.

المركزي الأوراق التجارية التي تقدم إليه من البنوك التجارية، أو الذي يعيد به خصم أوراق سبق أن خصمتها هذه البنوك لعملائها من المستثمرين وتتحد العلاقة بين هذا السعر وقدرة البنوك المركزية على التحكم في حجم المعروض النقدي في إطار تأثير هذا السعر على تكلفة عملية الائتمان التي تقدمها البنوك التجارية لعملائها.[1]

1-1- **آلية عمل سياسة إعادة الخصم:** يتم تطبيق هذه السياسة من خلال سياسة نقدية انكماشية أو توسعية كالآتي:[2]

أ- حالة سياسيه نقدية انكماشية (حاله تضخم): يمكن للبنك المركزي إتباع سياسة انكماشية وذلك من أجل التقليل من كميه النقود المتداولة، وذلك عن طريق رفع سعر إعادة الخصم، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة في سوق النقد، فيمتنع الأفراد خصم ما لديهم من كمبيالات مفضلين الاحتفاظ بها حتى تاريخ استحقاقها، إضافة إلى ارتفاع سعر الفائدة في السوق سيؤدي إلى الحد أو التقليل من طلب الأفراد على القروض من البنوك، وبذلك تنخفض كمية النقود المتداولة، مما يؤدي إلى التقليل والتخفيف من حدة التضخم.

ب- حالة سياسية نقدية توسعيه(حاله كساد): في هذه الحالة يقوم البنك المركزي بتخفيض سعر إعادة الخصم الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة على القروض التي تمنحها البنوك، فيزداد الطلب عليها ويزداد حجم الودائع المصرفية وحجم العمالة ومن ثم تزداد الدخول الفردية وتنشط حركه البيع والشراء بصفه عامة الأمر الذي يؤدي إلى انتعاش كافة مرافق الاقتصاد.

وتتوقف فعالية سياسة إعادة الخصم على ما يلي:[3]

- اتساع سوق النقد عموما وسوق إعادة الخصم خصوصاً؛

- حالة الاقتصاد عند تحديد سعر البنك، وأثر ارتفاع معدل الفائدة من حيث نفقات الإنتاج والأرباح؛

---

[1] حسين كامل فهمي، مرجع سابق الذكر، ص16.

[2] سعدية حديوش، مرجع سابق الذكر، ص73.

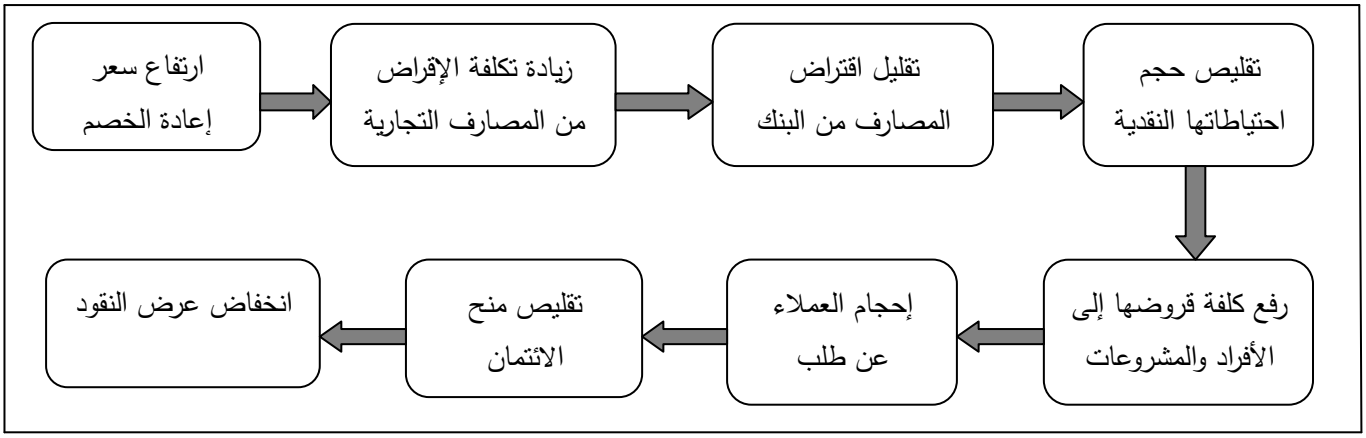
[3] عبد القادر خليل، مرجع سابق الذكر، ص ص 94،93.

- درجه تبعية البنوك للبنك المركزي؛

- مدى أهمية ارتفاع سعر الفائدة في التكاليف النهائية للمؤسسات.

والشكل الموالي يوضح تأثير سعر إعادة الخصم على المعروض النقدي

الشكل رقم(03): تأثير سعر إعادة الخصم على المعروض النقدي.



المصدر: وئام ياسمين بشيري، **دور الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية في تحفيز النمو الاقتصادي، عرض تجارب دولية**، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة العربي بن مهيدي- أم البواقي، الجزائر، 2019-2020، ص28.

2- **عملية السوق المفتوحة:** ويقصد بها عمليات الشراء والبيع للأوراق المالية التي يقوم بها البنك المركزي إما مباشرة أو من خلال الأسواق المالية ، وذلك من اجل التأثير في حجم النقود المتداولة في الاقتصاد أو التأثير على حجم احتياطات البنوك التجارية.[1]

ويتطلب نجاح هذه الأداة من أدوات السياسة النقدية وجود سوق مالي ونقدي متوسط ومنظم، وكذا حجم ومكونات محفظة الأوراق المالية التي بحوزة البنك المركزي بالإضافة إلى حجم الطلب عليها مع وجود تسهيلات مصرفية.[2]

2-1- عمليات السوق المفتوحة: تنقسم عمليه السوق المفتوحة إلى:[3]

[1] وئام ياسمين بشيري ، مرجع سابق الذكر، ص28.

[2] نبيلة دودو، مرجع سابق الذكر، ص 15.

[3] محمد عبد الله شاهين محمد، **السياسة النقدية في الاقتصاد الإسلامي ودورها في التنمية الاقتصادية**، بدون طبعة، دار الكتاب الجامعي، لبنان، 2016، ص ص 93،94.

أ- عمليات السوق المفتوح الحركية: وتهدف إلى تغيير مستوى الاحتياطات الموجودة لدى البنوك، أو حجم العمالة المتداولة، ومن ثم يتغير حجم القاعدة النقدية.

ب- عمليات السوق المفتوحة الدفاعية: ويقوم بها بنك المركزي من أجل التغلب على أثار العوامل المختلفة المؤثرة على حجم القاعدة النقدية، كتغيرات الودائع التي تقوم بها الخزينة العامة لدى البنك المركزي أو التغيرات في الرصيد الصافي لعمليات المناقصة.

2-2- آليات عمل السوق المفتوحة: يتم تطبيق هذه السياسة من خلال تبني سياسة نقدية انكماشية أو توسعية كالأتي:[1]

أ- حالة سياسية نقدية انكماشية (التضخم): في هذه الحالة يقوم البنك المركزي ببيع الأوراق المالية قصيرة الأجل في السوق المفتوحة، الأمر الذي يترتب عليه انخفاض حجم السيولة في النظام المصرفي، ومن أجل التقليل من الفجوات التضخمية في الاقتصاد فان السلطة النقدية تسعى إلى مواجهة ذلك عن طريق التأثير في حجم النقد المتداول من خلال بيع السندات الحكومية.

ب- حالة سياسية نقدية توسعية(كساد): يستوجب في هذه الحالة زيادة حجم الإنفاق الكلي يدخل البنك المركزي إلى السوق المالي مشتريا للأوراق المالية قصيرة الأجل، الأمر الذي يؤدي إلى الارتفاع الطلب على تلك الأوراق بمقدار طلب البنك المركزي فترتفع أسعارها الأمر الذي يعني انخفاض المعدل الحقيقي لسعر الفائدة التي تدرها تلك الأوراق، وهذا ما يؤدي حتما إلى انخفاض سعر الفائدة السوقي السائد، نظراً للترابط الوثيق بين أسعار فوائد مختلف أنواع السندات، ونتيجة هذا الانخفاض يرتفع الإنفاق على الاستثمارات الجديدة ويزداد الطلب الكلي حيث يترتب على ذلك التخفيف من حدة الكساد واحتوائه.

وتتوقف فعالية سياسة السوق المفتوحة على عدة عوامل منها:[2]

- اتساع السوق النقدية والمالية واشتداد نشاطها.

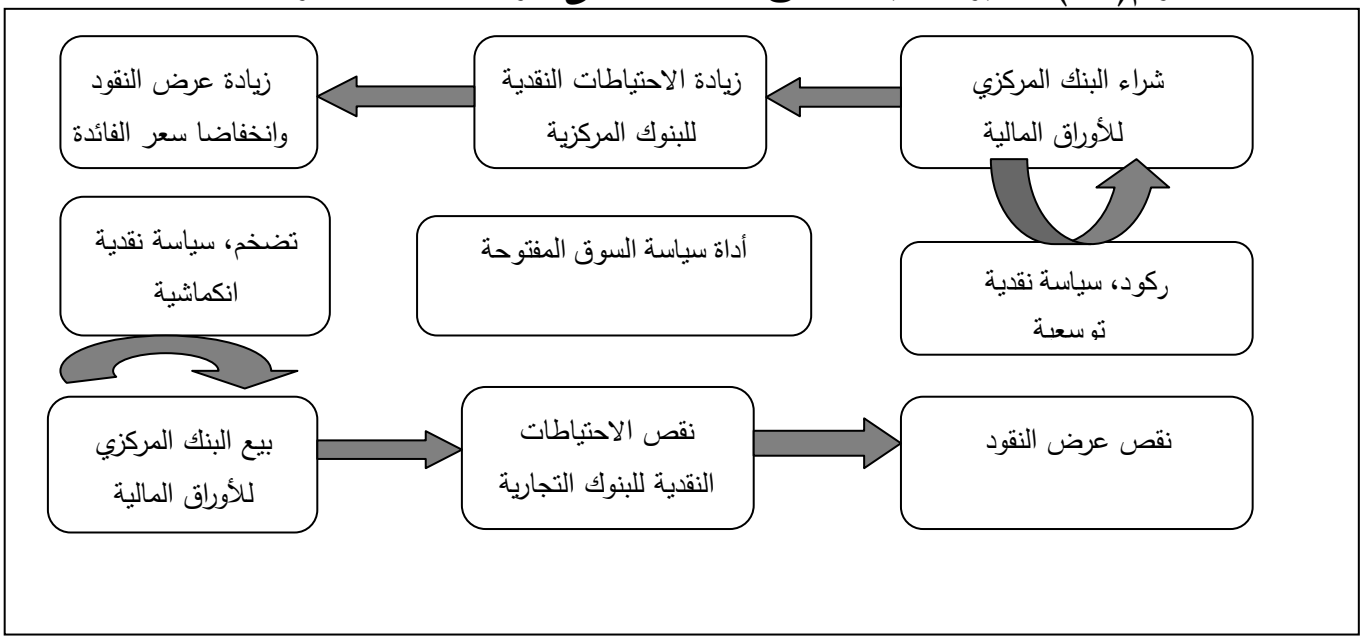
[1] سعدية حديوش، مرجع سابق الذكر، ص ص 76،75.

[2] عبد القادر خليل ، مرجع سابق الذكر، ص98.

- تسهيلات مصرفية للسوقين.

والشكل الموالي يبين أثر عمليات السوق المفتوحة على عرض النقود وسعر الفائدة.

شكل رقم(04): تأثير عملية السوق المفتوحة على عرض النقود وسعر الفائدة.



المصدر: فاطمة الزهراء دريش، **دور السياسات النقدية والمالية في الحد من الأزمات الاقتصادية دراسة حالة: أزمة الديون السيادية في منطقة الاورو**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك ومالية، جامعة أبو بكر بلقايد- تلمسان، الجزائر، 2017-2018، ص 41.

3- نسبة الاحتياطي القانوني :هي تلك النسبة التي يلزم البنك المركزي البنوك التجارية الاحتفاظ بها لديه في شكل نقود سائلة أو ودائع بدون فوائد. ويتمثل الهدف المباشر للاحتفاظ بهذه النسبة من الاحتياط لدى البنك المركزي هو ضمان سلامة المودعين، حيث يستخدم هذه الأموال لإقراض البنوك التي تتعرض لأزمات مالية أو لنقص في السيولة، والهدف الثاني هو التأثير على العرض النقدي لدى البنوك التجارية.[1]

[1] عمر علواني، زرق سيد أحمد، **أثر السياسة النقدية على النمو الاقتصادي حالة الجزائر 1990-2014**، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم التجارية، تخصص اقتصاد نقدي ومالي، جامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان، الجزائر،2015-2016، ص 30.

3-1- آلية عمل نسبة الاحتياطي الإجباري: يستخدم البنك المركزي هذه الأداة من خلال تبني سياسة نقدية توسعية أو انكماشية كالأتي: [1]

أ- **سياسة نقدية انكماشية (تضخم):** يرفع البنك المركزي نسبه الاحتياط القانوني فتقل الاحتياطات النقدية لدى البنوك التجارية مما يحد من قدرتها على منح الائتمان فتنخفض حجم الكتلة النقدية المتداولة، ومن ثم حجم المبادلات وبالتالي الطلب الكلي، مما يؤدي إلى انخفاض الأسعار والتقليل من حدة التضخم.

ب- سياسة نقدية توسعية (الكساد): يقوم البنك المركزي بتخفيض هذه النسبة مما يزيد من قدرة البنوك التجارية على الاقتراض وبالتالي زيادة حجم المعروض النقدي المتداول لتحريك النشاط الاقتصادي.

المطلب الثاني: الأدوات النوعية (المباشرة) للسياسة النقدية.

يقصد بالأدوات المباشرة(النوعية) بالأساليب المباشرة التي يستخدمها البنك المركزي بهدف التأثير على نوعية الائتمان وتوجيهه لتحقيق أغراض اقتصادية معينة، وعادة ما تستخدم الأدوات المباشرة في الدول النامية بشكل أكبر مقارنه بالدول المتقدمة لغياب فعالية آلية السوق في تلك الدول ولعجز بعض القطاعات الاقتصادية فيها بشكل كامل.[2]

1-تعريف وأهداف الأدوات النوعية للسياسة النقدية: هي مجموعة التدابير والإجراءات المباشرة التي يتخذها البنك المركزي تجاه المؤسسات والأجهزة المالية والمصرفية عند عجز الأدوات غير المباشرة عن تحقيق أهداف السياسة النقدية.[3]

وتتمثل أهداف الأدوات النوعية للسياسة النقدية فيما يلي:[4]

---

[1] سعدية حديوش، مرجع سابق الذكر، ص 77.

[2] بوالنش ريمة، بوسفط ميادة، مرجع سابق الذكر، ص 25.

[3] جمال بن دعاس، **السياسة النقدية في النظامين الإسلامي والوضعي(دراسة مقارنة)**، المجلس الأعلى للغة العربية، الجزائر، 2008، ص 190.

[4] محمد عبد الله شاهين، مرجع سابق الذكر، ص ص 95،96.

- التأثير على تكلف الإقراض لدى البنوك التجارية، وذلك للتأثير على حجم الائتمان سواء الحد منه أو التوسع فيه؛
- إتاحة الفرصة أمام قطاعات هامة في الاقتصاد من أجل التقدم والنمو عن طريق إعطائها قروضاً ميسرة آو ميزات تفضيلية على غيرها من القطاعات الأخرى؛
- توفير قدر كاف من الأصول الممكن توفيرها عند الحاجة وخصوصا في أوقات الأزمات النقدية.

2- أنواع الأدوات النوعية (المباشرة) للسياسة النقدية: تتنوع أنواع الأدوات النوعية في:[1]

2-1- سياسة تأطير القروض: تهدف هذه السياسة إلى تحديد المصدر الأساسي لخلق النقود بشكل قانوني وهي القروض الموزعة من طرف البنوك والمؤسسات المالية، ولم تشمل هذه الأداة تحديد المبلغ المتاح للقرض فقط، بل أيضاً تقليص الفترة الزمنية للأوراق التجارية الصالحة لإعادة الخصم، ففي ظروف التضخم مثلا تقدم الدولة عن طريق البنك المركزي بمنح الائتمان حسب القطاعات ذات الأولوية و التي لم تكن سببا في إحداث التضخم،أما عند زيادة معدل التضخم فيتخذ سياسة تأطير القرض الإجبارية، فيقوم البنك المركزي بتحديد الحد الأقصى لحجم القروض الممنوحة من طرف البنوك تحديد معدل نمو القروض، وعادة ما تكون هذه السياسة مرفقة لبرامج استقرار للكتلة النقدية، يشمل التقليل من النفقات العمومية و تشجيع الإدخارات وإصدار السندات والقيام بكل الوسائل الكفيلة بتخفيض الكتلة النقدية الفائضة، وتجدر الإشارة إلى أن هذه السياسة لم تحقق الضبط المطلوب للقروض في البلدان التي طبقتها وهذا يعود لما يلي:

- غياب تأثيره على القروض الموجهة للخزينة؛
- رغبة السلطات النقدية بعدم إجراء تقيد كبير لتمويل الاقتصاد؛

[1] بلعزوز بن علي، **محاضرات في النظريات والسياسات النقدية**، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجزائرية، الجزائر، 2006، ص ص 128-130.

- لجوء المشروعات إلى الاقتراض فيما بينها أو إلى إصدار سندات دين أو حتى إلى الاقتراض بالنقد الأجنبي.

2-2- السياسة الانتقائية للقروض: ينتهج البنك المركزي سياسة انتقائية تجعل قراراته تتعلق فقط ببعض القطاعات التي يعتبرها أكثر مردودية للاقتصاد الوطني فيقوم بتوجيه القروض إليها، بحيث تكون قراراته كفيلة بإعطاء كل التسهيلات في منح القروض إلى هذه القطاعات ويمكن أن تأخذ هذه السياسة عدة أشكال منها:

- إقرار معدل خصم مفضل لهذه القطاعات؛
- إمكانية إعادة خصم الأوراق التي تتوفر فيها هذه الشروط الضرورية لعدة مرات؛
- إعادة خصم الأوراق فوق مستوى التدفق؛
- تعتبر مدة استحقاق القرض ومعدل الفائدة؛
- التميز في أسعار الفائدة: حيث تقوم السلطات النقدية بتخفيض أسعار الفائدة على التمويلات المقدمة في المجالات التي تريد الدولة تشجيعها بهدف تخفيض تكاليف إنتاج معين؛
- وضع قيود على الائتمان الاستهلاكي: والغرض منه كبح الواردات، ويكون ذلك على النحو التالي:

➢قيام البنك المركزي بتحديد الدفعة التي يجب دفعها مقدما لشراء السلع مما يؤدي إلى هبوط الطلب على الائتمان لشراء السلع من قبل الوحدات الاقتصادية؛

➢تحدث فترة سداد القروض الاستهلاكية، فعندما يلجأ البنك المركزي إلى تحديد مدة قصيرة لسداد هذه الديون فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع قيمة القسط الذي يجب دفعه مما يحد من الطلب على القروض الاستهلاكية.

2-3- الإقناع الأدبي: يلجأ البنك المركزي إلى أسلوب التباحث والحديث المقنع مع البنوك التجارية فيما يخص السياسة والهدف الذي يريد تحقيقه، كالسعي لإقناعها بإتباع سياسة

ائتمانية معينة لتحقيق أهداف اقتصادية محددة، وتتوقف فعالية هذه الأداة على خبرة ومكانة البنك المركزي ومدى ثقة البنوك التجارية في إجراءاته، وكذا على مدى استقلالية قراراته.

2-4- سعر الصرف: يستخدم سعر الصرف من طرف البنك المركزي بهدف التأثير على حجم التجارة الخارجية حيث يقوم بتخفيض سعر الصرف العملة المحلية إذا كان هدفه زيادة الصادرات لأجل تحسين ميزان المدفوعات، ويقوم برفع سعر صرف العملة المحلية لزيادة الاستيراد من الخارج، ويعتبر صرف سبب رئيسي في نمو التجارة الخارجية.

المطلب الثالث: تقييم الأدوات التقليدية للسياسة النقدية.

عادة ما تستعمل البنوك المركزية في سعيها لمعالجة الأزمات المالية أداة أساسية هي تحديد معدلات الفائدة الرئيسية ومعدل الفائدة التي تقرض به البنوك التجارية، ويكون ذلك عادة على المدى القصير جداً (أي يوم أو بضعة أيام)، وتؤثر التغيرات التي يحدثها البنك المركزي في معدل الفائدة الرئيسي على الاقتصاد عبر قناتين رئيسيتين ألا وهما قناة معدل الفائدة وقناة الائتمان كما أن تعثر هاتين القناتين عن العمل سيؤدي حتماً إلى فشل السياسة النقدية في أداء دورها. من خلال ما يلي: [1]

1- قناة معدل الفائدة وأسباب تعثرها: يوجد على مستوى الأسواق المالية عدد كبير من أسعار الفائدة يتعلق كل واحد منهما بمدة معينة وبفئة معينة من المقترضين، ويمكن التعبير عن جميع معدلات الفائدة في ما يسمى بمنحنى المعدلات حيث يحدد بالنسبة لفئة معينة من المقترضين معدل الاقتراض لمختلف الفترات(ثلاثة أشهر، ستة أشهر، سنة سنتين، الخ)، وتنتقل التغيرات المسجلة في معدلات الفائدة الرئيسية إلى الاقتصاد عبر منحنى المعدلات الذي يتأثر بثلاثة عوامل رئيسية وهي:

- التطورات المستقبلية المتوقعة لأسعار الفائدة؛

[1] محمد الأمين وليد طالب، نظيرة قلادي، **الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية (على ضوء الأزمة المالية 2007-2008)**، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 6، العدد 1 جوان 2019، ص210.

- حالة عدم اليقين التي تؤثر على الاستباقات الخاصة بالمعادلات؛
- تتأثر معدلات طويلة الأجل بالعرض والطلب على السندات بإختلاف تواريخ استحقاقها.

ويمكن أن تتوقف قناة معدل الفائدة عن العمل بشكل طبيعي في حالتين هما:

- **الحالة الأولى:** هي عندما يبلغ معدل الفائدة مستوى الصفر حيث لا يمكن عند هذا المستوى إجراء تخفيضات لأن معدل الفائدة لا يكون سالب، ويكون لهذا الوضع أثر سلبي خاصة إذا كان معدل التضخم المسبق سالب، حيث تفقد في هذه الحالة البنوك المركزية قدرتها على التأثير في المعدلات الحقيقية بواسطة المعدل الرئيسي.
- **الحالة الثانية:** حتى وإن لم يبلغ معدل الفائدة مستوى الصفر فقد لا يستطيع البنك المركزي تحقيق المعدل، ويحدث هذا الوضع عندما يسقط الاقتصاد حسب صيغة الاقتصادي"كينز" في مصيدة السيولة، ففي الأوضاع العادية يفترض أن يؤدي وجود فائض من السيولة داخل الاقتصاد إلى شراء سندات، مما يؤدي إلى انخفاض معدلات الفائدة، إلا أن هذا الميكانيزم يتعطل عن العمل إذا انخفض عائد السندات أو إذا زادت خطورة من بحوزتهم من أصول، ويفضل المتعاملون الاقتصاديون في هذه الحالة الاحتفاظ بالنقود وكنتيجة لهذا الوضع لن يكون هناك ارتفاع في أسعار السندات ولا انخفاض في معدلات الفائدة.

2- **قناة الائتمان وأسباب تعثرها:** نظرا لعدم قدرة كل المتعاملين الاقتصاديين(عائلات ومؤسسات) الوصول بشكل مباشر إلى الأسواق المالية فإن جزء كبير منهم يعتمد بشكل رئيسي على القروض البنكية، وهو ما يجعل من قناة القروض البنكية أو الائتمان مهمة جداً لانتقال السياسة النقدية، كما تعتبر هذه القناة مكملة لقناة معدل الفائدة حيث أن معدلات الفائدة هي التي تحدد تكلفة الموارد التي تحصل عليها البنوك بالقرب من الأسواق النقدية (على المدى القصير) أو بالقرب من الأسواق المالية (على المدى الطويل)، فكلما ارتفعت تكلفة موارد البنوك كلما قل نيلها للإقراض وكل ما اقترضت بمعدلات فائدة مرتفعة، وهو ما يؤدي إلى انخفاض الطلب على القروض.

تتوقف قناة القروض البنكية (الائتمان) عن العمل بشكل طبيعي لما يتوقف النظام المصرفي عن العمل بشكل طبيعي، ولما يكون هناك تباطؤ أو توقف في تدفقات القروض نحو الاقتصاد وعموما يحدث ذلك في الحالات التالية:

– لما تسجل البنوك خسائر(مثل الخسائر المتعلقة بالرهن العقاري) تخفض من قاعدة رأسمالها ومن مقدراتها على الإقراض؛

–لما تتدهور الأوضاع الاقتصادية بشكل كبير مما يجعل عملية الإقراض أكثر مخاطرة ويزيد من تردد المقترضين؛

– لما تزداد حالة عدم اليقين الاقتصادي التي تؤدي إلى ارتفاع منح المخاطر وتزيد من تكلفة مواد البنوك؛

– لما يتوقف سوق ما بين البنوك الذي يعتبر تمويل البنوك التجارية عن العمل بسبب فقدان الثقة بين الأطراف المتعاملة.

خلاصة الفصل:

لقد لقيت السياسة النقدية اهتماماً من قبل مختلف المدارس الاقتصادية، ورغم من عدم فعاليتها في النظرية الكلاسيكية، إلا أنها أثبتت ذلك عند الكينزيين وذلك لإيجادها حلول لأزمة الكساد الكبير سنة 1929، أما المدرسة النقدية بزعامة فريدمان فقد حاولت الدمج بين النظرية الكلاسيكية والكينزية، فالسياسة النقدية هي جزء من السياسة الاقتصادية التي تسعى بتطبيقها إلى تحقيق مجموعة من الأهداف، وتبدأ إستراتيجية السياسة النقدية بتحديد الأدوات النقدية لاستخدامها والتي تتنوع بين الكمية والنوعية للتأثير على الأهداف الأولية التي اختارتها السلطات النقدية، من ثم التأثير على الأهداف الوسيطية وذلك من أجل الوصول إلى الأهداف النهائية التي ترسمها في ضوء السياسة الاقتصادية بشكل عام والسياسة النقدية بشكل خاص، وتتمثل هذه الأهداف في تحقيق استقرار مستوى العام للأسعار، تشجيع النمو الاقتصادي، التشغيل الكامل، وتحقيق توازن ميزان المدفوعات، وتحدد فعالية السياسة النقدية من خلال مدى تحقيقها للأهداف النهائية.

ومع ظهور الازمات المالية عجزت ادوات السياسة النقدية التقليدية على معالجة واحتواء الازمة مما دعا الى ظهور ادوات حديثة سميت بالأدوات غير التقليدية.

الفصل الثاني:

السياسة النقدية غير التقليدية كمفهوم جديد

تمهيد:

تعد السياسة النقدية التقليدية من أبرز متغيرات البيئة الاقتصادية، وإحدى أدوات السياسة الاقتصادية العامة المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل، لكن مع ظهور الأزمات المالية واشتدادها أصبحت هذه الأدوات غير قادرة على مواجهة تلك الأزمات، الأمر الذي أجبر البنوك المركزية على ضرورة إيجاد وإستحداث أدوات جديدة أطلق عليها " أدوات السياسة النقدية غير التقليدية"، حيث أصبحت السياسة النقدية غير التقليدية من أهم المواضيع الاقتصادية التي إهتم بها الباحثين الاقتصاديين منذ بروزها كحدث إقتصادي على الساحة الدولية، وذلك نظراً لأهميتها وبعدها غير التقليدي وإرتباطها بالواقع النقدي العالمي. سنقوم من خلال هذا الفصل بالتطرق إلى السياسة النقدية غير التقليدية كمفهوم جديد وذلك بتقسيمه إلى ثلاث مباحث أساسية وهي:

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول السياسة النقدية غير التقليدية.

المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.

المبحث الثالث: فعالية السياسة النقدية غير التقليدية وإستراتيجية الخروج منها.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول السياسة النقدية غير التقليدية.

لقد ظهر تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بشكل بارز بعد الأزمة المالية العالمية2008، التي عانت منها الأسواق المالية العالمية بشكل خاص والاقتصاد العالمي بشكل عام، حيث عجزت أدوات السياسة النقدية التقليدية التي تستخدمها البنوك المركزية العالمية في إحتواء هذه الأزمة، وهذا ما دفع بصناع القرار الاقتصادي وبصفة إستعجالية إلى تبني أدوات جديدة استثنائية غير واردة في النظريات السابقة للفكر الاقتصادي، فكل هذه المميزات التي تحملها ظروف ظهور هذه الأدوات جعل تسميتها يكون بأدوات السياسة النقدية غير التقليدية.

المطلب الأول: نشأة وتحليل تطوّر مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية.[1]

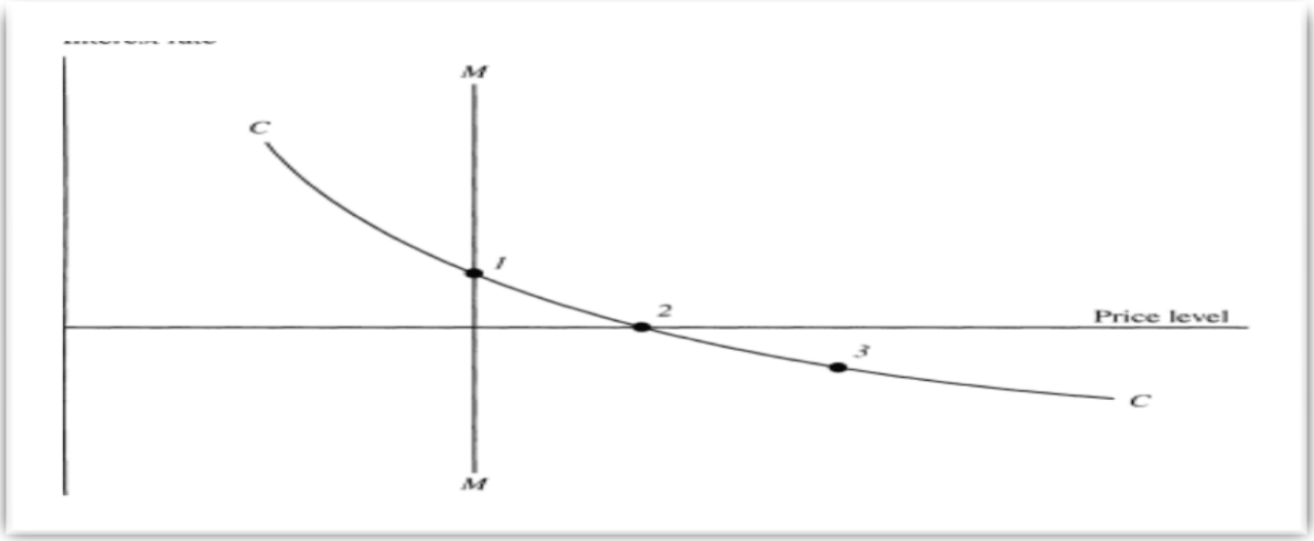
يعتبر الباحث الاقتصادي الأمريكي" باول كروغمان[(*)]Paul Krugman "من الأوائل وأبرز من تطرق إلى مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية، حيث أكد من خلال دراسته الشهيرة سنة 1988 وخلال تحليلاته عن الاقتصاد الياباني إمكانية مساهمة السياسة النقدية غير التقليدية في الخروج من مصيدة السيولة التي نالت حيزاً مهماً من إهتمامات الباحثين بدأ بدراسة نظريات الاقتصاد الكلي لاسيما في نموذج " IS/LM جون هيكس John " Hicks الذي يدرس فيه فعالية مختلف أنواع السياسات الاقتصادية في تحقيق توازن الاقتصاد الكلي، وتعتبر مصيدة السيولة التي وقع فيها الاقتصاد الياباني في التسعينات القرن الماضي الدافع الرئيسي لقيام" كروغمان "بدراسته حول تقييم فعالية السياسة النقدية في ظل هذه الحالة، وإنطلق في تحليلاته من النظرية الكينزية التي تؤكد أن السياسة النقدية التقليدية

[1] وليد العشبي، **تقييم فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بعد الأزمة المالية 2008**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة احمد دراية– أدرار، الجزائر، 2018، ص ص 112–114.

* **باول كروغمان:** اقتصادي وأكاديمي امريكي حائز على جائزة نوبل في الاقتصاد سنة 2008، تكريما لاسهاماته النظرية في مجالي التجارة الدولية والجغرافيا الاقتصادية ويعد من أبرز الاقتصاديين المحسوبين على التيار الكينزيين الجدد.

تفقد فعاليتها عندما يقع الاقتصاد في مصيدة السيولة، ولا تستطيع أدواتها التقليدية التأثير على المتغيرات الاقتصادية، لأن معدلات الفائدة الاسمية تكون عند قيم منخفضة جدًا وتكون فيها حيازة النقود لدى الأعوان الاقتصاديين قابلة للإحلال مع إمتلاك السندات ما يسبب ظاهرة الاكتناز النقدي وتوقف الأسواق المالية والنقدية وسوق السلع والخدمات عن نشاطها وتوصية" كروغمان" للبنوك المركزية هي أن تقوم هذه الأخيرة بالتحلي بدرجة عالية من المصداقية والشفافية في قراراتها أمام الأعوان الاقتصاديين وأن تقوم بالإعلان عن سياسة نقدية توسعية طويلة الأجل حتى تحفز إرتفاع مستوى الأسعار بثبات وتخفيض معدلات الفائدة الحقيقية بطريقة منظمة نحو النقاط (1.2.3) مما يوفر الحوافز اللازمة لزيادة معدلات الاستهلاك والاستثمار وبالتالي الطلب الكلي كما يوضحه المنحنى التالي:

الشكل رقم(05): يوضح العلاقة بين مستوى الأسعار ومعدلات الفائدة في ظل سياسة نقدية توسعية حسب نموذج كروغمان.

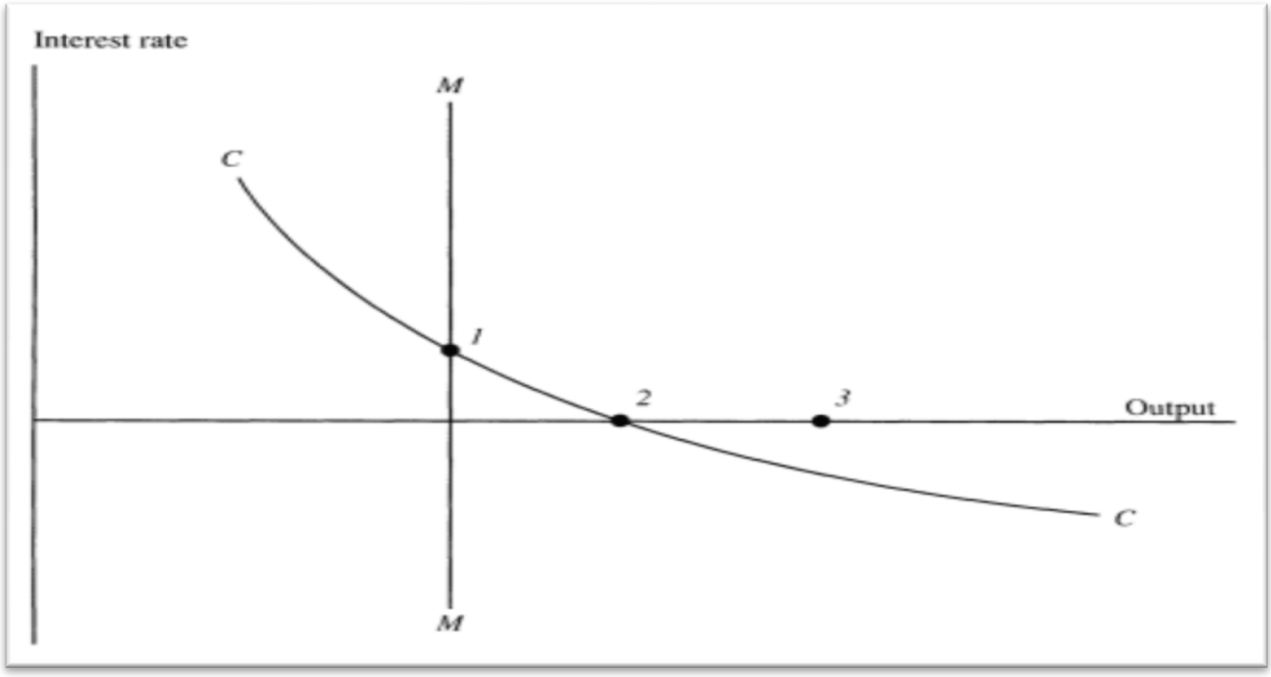


المصدر: وليد العشي، مرجع سابق الذكر، ص113.

من جهة أخرى ركز" باول كروغمان "في نموذجه على دارسة العلاقة بين معدلات الفائدة والإنتاج، حيث إفترض أن تكون هناك دولة تنتج منتوج واحد خلال مجموعة من الفترات وتقوم السلطات النقدية بتحديد حجم المعروض النقدي في الاقتصاد، فعند بداية كل

فترة يمكن للأعوان الاقتصاديين أن يقوموا بعمليات المبادلة على مستوى سوق رأس المال الذي يسمح لهم بمبادلة جزء من رصيدهم النقدي مقابل سندات ذات درجة إستحقاق فترة واحدة، فعقلانية الأعوان الاقتصاديين وفي ظل معدلات الفائدة الاسمية الموجبة، يجعلهم يقومون بإستهلاك الحد الأدنى واللازم لتلبية إحتياجاتهم من السلع والخدمات، أما الباقي من أرصدتهم النقدية سيقومون بالمضاربة بها في سوق رأس المال وهذا في الحالة الطبيعة، لذا في هذه الحالة تنخفض معدلات الاستهلاك ويكون ميل منحنى الاستهلاك (C) سالب، حيث كلما كانت معدلات الفائدة الاسمية مرتفعة كلما تم تحفيز الأعوان الاقتصاديين إلى زيادة حجم مدخراتهم للمضاربة، بالتالي يقل حجم الرصيد النقدي الموجه للاستهلاك والعكس صحيح، وهذا كما هو موضح في المنحنى التالي:

الشكل رقم(06): يضح العلاقة بين الإنتاج ومعدلات الفائدة في ظل سياسة نقدية توسعية حسب نموذج كروغمان.



المصدر: وليد العشي، مرجع سابق الذكر، ص 114.

من خلال هذا الإطار النظري يمكننا تحليل حالة مصيدة السيولة، فالاقتصاد الذي يقع في مصيدة السيولة لا يمكنه اللجوء إلى السياسة النقدية التقليدية للوصول إلى مستوى

الإنتاج الطبيعي، وهذا ما يطرح تصور أولي لفهم سبب لجوء البنوك المركزية إلى تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.

المطلب الثاني: مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية.

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

✓**من جانب الأدوات المستخدمة:** عرفت بأنها" سياسة نقدية تستخدم في زمن الأزمات يتم من خلالها تنفيذ دعم ائتماني معزز، وتسهيلات ائتمانية، وتيسيرات كمية، وتدخلات في العملة وفي أسواق الأوراق المالية، وتوفير السيولة بالعملات المحلية والأجنبية، كل ذلك بهدف دعم سير عمل القطاع المالي، وحماية الاقتصاد الحقيقي من تداعيات الأزمة المالية".

✓**من جانب المستهدفات:** "هي مجموعة من الوسائل والإجراءات غير المعتادة في السياسة النقدية التقليدية تستخدمها السلطة النقدية في التأثير في النشاط الاقتصادي، ولتحقيق أهداف اقتصادية محددة، خلال فترة زمنية معينة".

كما يمكن تعريف السياسة النقدية غير التقليدية على أنها: " مجموعة من الإجراءات والبرامج النقدية الاستثنائية التي تطبقها السلطات النقدية لمعالجة واحتواء الأزمات المالية الحديثة، وكذلك لضمان استمرارية فعالية السياسة النقدية في تحقيق الأهداف الاقتصادية المنوطة بها في ظل الأزمات المالية التي أثبتت محدودية الأدوات التقليدية للسياسة النقدية وعجزها الوظيفي". ومنه نفهم أن السياسة النقدية غير التقليدية أنها:[2]

- تعتبر مرحلة متطورة في الجانب الوظيفي من السياسة النقدية؛

[1] علي صاري، مرجع سابق الذكر، ص ص 469،470.

[2] وليد العشي، مرجع سابق الذكر، ص 111.

- يتم تطبيقها في حالة الأزمات المالية الحديثة التي شهدت إنهيار وإفلاس كبار المتعاملين الاقتصاديين ووجود تهديد بإفلاس الأسواق المالية بأكملها؛
- أثبت اللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية وجود ثغرات في مبادئ الأنظمة الرأسمالية التي تستبعد التدخل الحكومي في النشاط الاقتصادي حيث تعتبر برامج الإنقاذ الحكومية أولى الخطوات التي ساهمت في ظهور وتطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية التي تم بها إحتواء الأزمة المالية العالمية 2008؛
- الجانب غير التقليدي منها ودواعي إستعمال برامجها النقدية بشكل إستثنائي يحتم عدم ديمومتها في المدى الطويل فهي سياسة نقدية قصيرة ومتوسطة المدى التطبيقي.

2- شروط تنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية: نظراً للظروف الاقتصادية غير الاعتيادية (حالة الأزمات) التي تنفذ فيها السياسات النقدية غير التقليدية وكذلك استخدام الأدوات غير المعتادة في السياسات النقدية فإنه يجب أن تتوفر مجموعة من الشروط لتنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية هذه الشروط هي:[1]

- ✓ لابد أن تكون متناسبة قدر الإمكان مع درجة التفكك والاضطراب التي تعاني منها السوق التي تسعى لإنقاذها وفي أغلب الحالات لا بد من تفصيل التدابير من أجل تجنب التعطيل الكلي للأسواق والواقع أن البنك المركزي يجب أن لا يتردد في توسيع أو تقليص نطاق أدواته غير المعيارية وخاصة مدة التوفير غير الاعتيادي للسيولة – إعتماداً على حجم الخلل في عمل النظام المالي؛
- ✓ لابد أن تكون التدابير المصحوبة برسائل قوية إلى البنوك التجارية لمعالجة قضاياها الخاصة بإعادة التمويل وإصلاح الموازنات في الأجل المتوسط، ولأن البنوك تعد الأداة الرئيسية لدى البنك المركزي لإعادة التمويل "غير المعياري" فإن هذه الرسالة تشكل أهمية خاصة في حالة الأزمات؛

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

- ✓في حالة أوروبا لابد من حث مؤسسات الإتحاد الأوروبي فضلاً عن الدول الأعضاء على تعزيز الإدارة الاقتصادية من خلال المراقبة اللصيقة للسياسات الاقتصادية وخاصة بالموازنة التي تنتهجها الدول كل على حدا والواقع أن مجلس محافظي البنك المركزي الأوروبي كان واضحاً إلى حد كبير فيما يتصل في هذه 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 المقرضة المتعددة الأطراف؛
- ✓تعدد أهداف البنوك المركزية في الدول المتقدمة بعد الأزمة حيث لم تعد تقتصر على إستقرار الأسعار بل انتقلت إلى أهداف اقتصادية كمية وذلك من أجل خلق نوع من الضعف في إستقلالية البنوك المركزية على نحو متزايد، لتمكين السياسيين من تسيير الأزمة والتحكم في صيرورة الاقتصاد على نحو يضمن الدعم المنشود.

المطلب الثالث: خصائص وأهداف السياسة النقدية غير التقليدية.

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

1- خصائص أدوات السياسة النقدية غير التقليدية: تتمثل في:[1]

- ساهمت السياسات النقدية غير التقليدية في بداية الأزمة في منع انهيار النظام المالي وكذا انهيار النشاط الاقتصادي، وتمثل ذلك في سياسة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية وعمليات شراء الأصول واسعة النطاق تطورت أهداف السياسة النقدية

[1] ياسمين وئام بشيري ، مرجع سابق الذكر، ص 51.

بعد أحداث الأزمة المالية العالمية 2008، التي تسببت في حالة من شبه التوقف مست القطاع المالي ثم انتقلت إلى الاقتصاد الحقيقي فأدت إلى حدوث ركود اقتصادي عالمي، مما دفع بالبنوك المركزية إلى اعتماد سياسة نقدية غير تقليدية استهدفت بالأساس تحفيز الاقتصاد من خلال تحقيق هدف وسيط تمثل في إعادة الاستقرار للقطاع المالي، يتضمن الإطار الجديد لعمل البنوك المركزية مجموعة من الضوابط والإجراءات الهادفة لتحقيق الاستقرار المالي، والحد من تداعيات الأزمات على الاقتصاد، كما يتضمن تنظيم عمليات منح الائتمان علاوة على مجموعة من الأدوات الاحترازية المستحدثة في إطار الاستقرار المالي، وفي هذا الإطار تتوسع في المملكة المتحدة؛

- المساهمة في دعم النشاط الاقتصادي الاستقرار المالي على المستويين المحلي والعالمي ويصدق ذلك خلال المرحلة الأولى من تطبيق السياسات النقدية غير التقليدية.

2- **أهداف السياسة النقدية غير التقليدية:** مسؤوليات البنك المركزي لتشمل ما يلي:[1]

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

وتسعى السياسة النقدية غير التقليدية لتحقيق ثلاثة أهداف أولية تتمثل فيما يلي:

2-1- **الرفع بشكل مكثف في كمية الأموال المتداولة في الاقتصاد:** يهدف الضخ المكثف للسيولة إلى تفادي عائق تجميد نسب الفائدة، ويحاول البنك المركزي تلبية الطلب على النقود

[1] عمر عبدو، **دور السياسة النقدية غير التقليدية في تحفيز الاقتصاد**، مجلة الريادة لاقتصاديات العمل، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2019، ص 53.

من المتعاملين الاقتصاديين، على أمل أنهم سينفقون مباشرة هذه الأموال، وفي الظروف العادية لا يمكن استعمال هذه القناة المباشرة عن طريق الكتلة النقدية لأن الطلب على النقد غير مستقر على المدى القصير، أما في الفترات الاستثنائية، فإن عدم الاستقرار المذكور على المدى القصير لا يشكل عامل إنشغال كبير طالما أن البنك المركزي مستعداً لضخ الأموال بكميات غير محدودة، إلا أنه في بعض الأحيان، يمكن حتى لعرض غير محدود أن لا يكفي لتحفيز الإنفاق إذا ما كان الطلب على النقد في حد ذاته غير محدود، ولهذا السبب يتم توجيه عرض النقود نحو الدولة بما أنها المتعامل الاقتصادي الوحيد الذي من المؤكد أنه سينفق هذه الأموال من خلال عجز الميزانية.

2-2-**التأثير على انحدار منحني نسب الفائدة بما من شأنه توجيه استباقات المتعاملين:** يمكن للبنك المركزي الالتزام بشكل صريح بالإبقاء على نسبة الفائدة الرئيسية في مستوى منخفض جدًا وحتى في مستوى الصفر لفترة طويلة، كما يمكنه ضبط شروط مسبقة للرفع في هذه النسبة مستقبلا، مثل الوصول إلى مستوى معين من التضخم أو البطالة.

2-3-**إزالة عوائق السيولة في أسواق القروض من خلال شراء السندات مباشرة من هذه الأسواق بهدف التأثير على بدل المخاطرة:** يمكن للبنك المركزي أن يقوم محل البنوك والسوق التمويل الاقتصاد مباشرة من خلال التنويع في خطوة أولى في مجموعة القروض الممنوحة للاقتصاد التي يقوم بإعادة تمويلها، ويشتري مباشرة السندات التي تمثل قروضا للاقتصاد(سندات خاصة) في خطوة ثانية، وتمكن هذه العمليات في نفس الوقت من إضفاء الحيوية على سوق السندات ومن توفير تمويلات للاقتصاد بشكل مباشر، ومع ذلك يتعين على البنك المركزي تحمل مخاطر القرض ونسب الفائدة والتي لا تندرج ضمن مهامه العادية. وتجدر الإشارة إلى أن هذه الإجراءات تكون أكثر فاعلية في الاقتصاديات التي يتم فيها تمويل المؤسسات بالأساس عبر السوق والتي يقع فيها تسديد القروض الممنوحة للأسر

على نطاق واسع، وفي المقابل حين توفر الوساطة البنكية الجزء الأعظم من التمويل يتم بالأحرى إستعمال تلك الإجراءات التي تؤثر على منحنى نسب الفائدة المتعامل بها.

المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.

أدى تطور الوضع الاقتصادي على المستوى الدولي بفضل كل من التحرير المالي المتزايد، وتحرير حركة السلع والخدمات، وتطور الابتكارات المالية، وظهور ممارسات مالية جديدة، إلى ظهور أزمات مالية أكثر حدة، كما أن تزامن ظهور هذه الأزمات مع تبني عدد كبير من البنوك المركزية لسياسة نقدية توسعية قائمة على نظرية المصداقية قد أدى إلى عجز الأدوات التقليدية للسياسة النقدية عن معالجة الأزمات المالية. وحتم عليها إستعمال أدوات حديثة يطلق عليها تسمية الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية.

المطلب الأول: سياسة التيسير الكمي.

بعد أزمة الرهن العقاري في سنة 2008 قامت البنوك المركزية (البنك الياباني، البنك لأوروبي، بنك انجلترا، الاحتياطي الفدرالي) بتبني أدوات سياسات نقدية غير التقليدية من أجل محاولة دعم النشاط الاقتصادي بعد إستنفاذ إستحداث أدوات السياسة النقدية التقليدية وقد تمثلت إحدى أدوات هذه السياسة في تسهيل شراء الأصول المالية، والتي يطلق عليها بالضبط التسهيل الكمي، كما تعرف أيضا بسياسة التوسع في ميزانية البنك المركزي نتيجة قيامه بشراء أصول مالية (سندات الخزينة، السندات المضمونة بالرهن العقاري، ديون الوكالات) من أجل تخفيض أسعار الفائدة المتوسطة والطويلة الأجل في الأسواق المالية.[1]

1- تعريف سياسة التسير الكمي: يدل مصطلح التيسير الكمي على أحد أدوات السياسة النقدية التي يطلق عليها تسمية غير التقليدية، والتي يمكن للبنوك المركزية أن تستعملها في بعض الأوضاع الاقتصادية الاستثنائية كالأزمات المالية الكبرى، وينبع الطابع غير التقليدي لهذه الأدوات عن عدم تمكن البنوك المركزية من استعمال أدواتها التقليدية المتمثلة أساساً في

[1] مراد يونس، **سياسة مصيدة السيولة والتسهيل الكمي كحلول للإنعاش الاقتصاد الأمريكي في ظل عدم اليقين بعد أزمة الرهن العقاري**، مجلة الجامعة للدراسات الاقتصادية، العدد 08، الجزائر، 2016، ص ص95،96.

أداة معدل الفائدة التي بدورها تؤثر على معدل الخصم أو معدلات ما بين البنوك، وأداة الاحتياطي الإجباري، وأداة السوق المفتوحة التي تهدف إلى التحكم في الكتلة النقدية[1].

لا يوجد تعريف شامل موحد لسياسة التيسير الكمي هناك عدة تعاريف نذكر منها:

✓تعني ضخ البنوك المركزية للأموال بشكل مباشر في الاقتصاد وعبر شراء سندات الدين الحكومي وسندات الشركات المهمة للاقتصاد، حتى تخفض عليها الأعباء المالية المترتبة على جداولها الائتمانية.

✓عرفت سياسة التيسير الكمي على أنها: الزيادة في القروض الصافية والتي تتم بمجموعة من الطرق الممكنة، زيادة قروض البنك المركزي، زيادة القروض المقدمة من الدول وزيادة قروض البنوك التجارية للجمهور.

✓التيسير الكمي هو ممارسة يقوم بها البنك المركزي عند محاولته في الحد من تأثير الركود الاقتصادي على الأنشطة الاقتصادية الحقيقية عن طريق إصدار فائضاً من النقود وقد تم إستخدام هذا الأسلوب في بداية القرن الحادي وعشرون عندما تم إستخدامه للتخفيف من أثر الأزمة المالية 2008 من قبل الولايات المتحدة واليابان.[2]

✓تعرف سياسة التيسير الكمي أيضاً على أنه سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد الوطني عندما تصبح السياسة النقدية غير فعالة، عن طريق شراء الأصول المالية من البنوك التجارية والمؤسسات الخاصة الأخرى بالأموال التي تم إنشاؤها حديثاً من أجل ضخ مبلغ محدد مسبقاً، بحيث يزيد من حجم الميزانية العمومية للبنك

[1] محمد الأمين وليد طالب، نظيرة قلادي، مرجع سابق الذكر، ص 212.

[2] مطاي عبد القادر، راشدي فتيحة، **سياسة التيسير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات**، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الشهيد حمة لخضر الوادي، العدد 11، الجزائر، 2016، ص 12.

المركزي من خلال زيادة مطلوباته النقدية مع الاحتفاظ بتكوين أصوله بشكل ثابت والهدف منها زيادة العرض النقدي بدلاً من خفض سعر الفائدة.[1]

وكتعريف شامل لسياسة التيسير الكمي " يمكن القول على أنها عبارة عن أداة غير تقليدية حيث يقوم البنك المركزي بتخفيض القيود المفروضة على الكمية المصدرة من النقود وإستخدام هذه الأخيرة في شراء الأوراق المالية، لتضاف إلى محفظة الأصول التي يمتلكها فيرتفع جانب الأصول في ميزانية البنك المركزي وتسجل النقود المصدرة في جانب الالتزامات".

2- أهداف سياسة التيسير الكمي: من أهم أهداف سياسة التيسير الكمي نذكر ما يلي:[2]

2-1- خفيض معدل الفائدة طويل الأجل: حيث يهدف البنك المركزي من خلال سياسة التيسير الكمي إلى التأثير على أسعار الفائدة طويلة الأجل من أجل تحفيز الاقتصاد، فمشتريات البنك المركزي للسندات طويلة الأجل مصممة لوضع ضغوط لتخفيض أسعار الفائدة بشكل عام من أجل دعم النشاط الاقتصادي.

2-2- تعزيز توقعات التضخم: حيث يهدف البنك المركزي من خلال سياسة التيسير الكمي إلى زيادة معدل التضخم المتوقع لتخفيض معدل الفائدة الحقيقي – سعر الفائدة الاسمي مطروحا منه التضخم المتوقع- أملاً في إقناع الأسر والشركات بشراء المزيد من السيارات والمباني والمعدات.

2-3- الحد من مخاطر التخلف من السداد: حيث أنه من خلال سياسة التيسير الكمي يمكن التقليل من مخاطر التخلف عن السداد، مما يؤثر إيجاباً على العائد من السندات التجارية والاستثمارية ويشجع المستثمرين على تداولها وخلق سيولة مناسبة في السوق.

---

[1] مروى رمضان، فريدة كافي، **أثر سياسة التيسير الكمي على الأهداف النهائية للسياسة النقدية التقليدية في الو م أ للفترة مابين(2008-2020) دراسة قياسية مجلة المنهل الاقتصادي**، المجلد 04، العدد 03، جامعة الشهيد حمة لخضر- الوادي، الجزائر، 21-12-2021، ص450.

[2] دادية عز الدين، بسمة عولمي، **أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية دراسة قياسية خلال الفترة (2008-2018)**، مجلة الباحث، العدد20، الجزائر، 2020، ص ص 339،340.

2-4- تحييد الإفلاس وعدم الوفاء بالالتزامات المالية: يعتبر الإفلاس وعدم قدرة المقترضين على الوفاء بالتزاماتهم المالية اتجاه المقرضين من أهم مظاهر الأزمات المالية إلا أن تبني سياسة التيسير الكمي يعمل على تحييد هذا الأثر وفق ما يوفره كخطة إنقاذ مالية للمؤسسات القابلة للإفلاس والحفاظ على أصولها من الانهيار، وإستعادة الثقة المصرفية للأسواق المالية والحد من إنتقال تداعيات ذلك إلى مناطق أخرى من العالم في ظل العولمة المالية.

3- آلية عمل سياسة التسيير الكمي: كمرحلة أولى عند حدوث ركود اقتصادي، تصاب الأسواق بنقص حاد في السيولة نتيجة لاستمرار الخسائر وتحبس السيولة داخل الجهاز المصرفي فتتوقف عملية التمويل بكافة أشكالها لأن البنوك ليس بإمكانها إستعادة أموالها مرة أخرى في حالة إستمرار الركود، وبالتالي تبحث البنوك عن ملاذات آمنة وعن أدوات أقل خطورة وهو ما توفره السندات الحكومية، وعندما تستشعر البنوك المركزية خطورة تداعيات إنحباس السيولة عن القطاعات الاقتصادية تعمل على تخفيض أسعار الفائدة نحو الصفر ليسهل الحصول على السيولة بتكلفة إقراض بسيطة، وتكاد تكون معدومة في ظل أسعار فوائد صفرية وبالتالي تستطيع البنوك التجارية الحصول على أموال رخيصة.

وتبدأ المرحلة الثانية من مراحل التيسير الكمي بإمتصاص الأصول المسمومة من القطاع المصرفي وذلك بشراء الأوراق المالية المدعومة برهون عقارية، والخطوة الأخيرة من عمل سياسة التيسير الكمي هو قيام البنك المركزي أو بنك الاحتياط بشراء سندات حكومية. والجدير بالذكر أن البنوك المركزية تقوم بعرض شراء سندات حكومية بمليارات الدولارات من المؤسسات المالية بصورة منتظمة، ويمكن للبنوك المشاركة أن تبيع هذه السندات وفي المقابل تجد حساباتها في البنك المركزي مقيدة مع النقد، هذه المؤسسات المالية تستطيع أن تستخدم النقود الإضافية لتنفقها على شراء السلع والخدمات أو الأصول الأخرى، وعليه لابد أن تزداد أسعار الأصول أيضا وهذا ما يجعل الناس يشعرون بالثراء ولكن في نفس الوقت لابد أن يكون لدى البنوك الاستعداد لعرض المزيد من القروض بما أن حصيلتها من الأموال

قد إزدادت، وهذا التحسن الذي يطرأ على عمليات الائتمان بالإضافة إلى زيادة الثروات لابد أن يعمل على تشجيع العملاء والمؤسسات التجارية على زيادة الإنفاق ما يؤدي إلى انتعاش النظام الاقتصادي[1].

4-تقييم سياسة التيسير الكمي: وفيما يلي أبرز ايجابيات وسلبيات تطبيق سياسة التيسير الكمي.[2]

4-1- ايجابيات التيسير الكمي : تتمثل ايجابيات التيسير الكمي في العناصر التالية:

- ساعدت عمليات التيسير الكمي بشكل قوي مباشر على إبقاء أسعار الفائدة عند مستويات منخفضة؛
- تمكنت الولايات المتحدة الأمريكية من خلال تطبيق سياسة التيسير الكمي من تفادي الدخول في فترة طويلة من انكماش الأسعار انخفاض معدل البطالة؛
- رفع الملاءة المالية ويتمثل أهمها في رفع مستويات الثقة عند السكان ومنهم المستثمرون حيث يشعرون أن الحكومة قد تدخلت لحماية البلد اقتصاديا؛
- إن هدف الولايات المتحدة الأمريكية من خلال تطبيق سياسة التيسير الكمي هو تحسين مستوى النمو الاقتصادي ودلك عن طريق الزيادة في عرض النقود والتي تؤدي إلى رفع السيولة لدى البنوك بنسبة كبيرة.

4-2-سلبيات التيسير الكمي: على الرغم من الجوانب الايجابية للتيسير الكمي إلا انه لا يخلو من مجموعة من العيوب التي يمكن أن تثبت عدم فعاليته وتتمثل هذه السلبيات فيما يلي:

[1] ريمة بوالنش ميادة بوسفط، مرجع سابق الذكر، ص 58.

[2] المرجع نفسه، ص ص 59،60.

- أن إيقاف التيسير الكمي سوف يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة مما يؤثر سلبا في قدرة الشركات على الاقتراض في المستقبل ويرفع من تكاليفها وبالتالي تنخفض أرباحها وكذلك أسهمها؛

- يؤدي الاستمرار في التيسير الكمي إلى فقاعات الأصول، وقد تحدث هذه الفقاعات في الأسهم والعقارات والسلع والسندات والائتمان؛

- يؤدي التيسير الكمي إلى توجيه التدفقات المفرطة في رأس المال إلى الدول الناشئة والتي تواجه تحديات سياسية عصيبة نتيجة لتقليص أسعار الفائدة؛

- يعد الخروج من التيسير الكمي عملية معقدة، فإذا حدث خروج ببطء شديد وفي وقت متأخر قد ينتج عن ذلك تضخم وفقاعات الائتمان والأصول، وإذا تم الخروج عن طريق بيع الأصول الطويلة الأجل التي تم شراؤها أثناء التيسير الكمي، فقد تؤدي إلى الزيادة الحادة في أسعار الفائدة إلى خنق التعافي، ما يتكبد حامل السندات الطويلة الآجل خسائر مالية كبيرة، وإذا كان الخروج عن طريق رفع أسعار الفائدة على الاحتياطات الفائضة، فان خسائر الميزانية العمومية للبنك المركزي ستكون كبيرة في البداية؛

- قد يصبح تكرار التيسير الكمي غير فعال بمرور الوقت نظراً لانسداد قنوات الانتقال إلى النشاط الاقتصادي الحقيقي، حيث أن قناة السندات لا تعمل عندما تكون عائدات السندات منخفضة بالفعل وقناة الائتمان لا تعمل عندما تكون السيولة وتنهار سريعا؛

– عند شراء سندات بكميات غير مدروس تأثيرها في العملة، قد يدفع بالأسعار إلى الارتفاع وتفقد العملة قيمتها الحقيقية بسبب زيادة المعروض النقدي وإحداث التضخم وبالتالي يجعل الدولار الأمريكي أقل قدرة على المنافسة مقابل العملات الأجنبي.

5- **علاقته بالسوق المفتوحة الإصدار النقدي:** يمكن التذكير عند هذا المستوى أن سياسة التيسير الكمي تختلف في عدة نقاط عن سياسة السوق المفتوحة من جهة، ومن جهة أخرى عن الإصدار النقدي، حيث يمكن عرض ذلك من خلال العناصر التالية:[1]

5-1 علاقة سياسة التيسير الكمي مع السوق المفتوحة: سيتم التركيز على ذكر أهم الفروقات من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (01): أهم الفروقات بين عمليات التيسير الكمي وعمليات السوق المفتوحة.

عمليات التيسير الكمي	عمليات السوق المفتوحة
القيمة المالية تكون كبيرة وتمتد لعدة سنوات	القيمة المالية تكون أقل وتكون خلال مدة زمنية قصيرة لا تتعدى شهور قليلة أو حتى أسبوع.
تستخدم في حالة الأزمات المالية عندما يكون الاقتصاد حالة مصيدة السيولة(معدلات الفائدة صفرية أو بقيم قريبة من الصفر)	تستخدم في الحالة الطبيعية للاقتصاد هدفها التأثير على معدلات الفائدة قصيرة الأجل بقيم صغيرة جداً
يقوم البنك المركزي شراء الأوراق المالية طويلة الأجل ودرجة المخاطر الائتمانية مرتفعة	شراء سندات الخزينة قصيرة الأجل الأقل خطورة
الهدف الوسيط هو الكتلة النقدية	الهدف الوسيط هو أسعار الفائدة

المصدر: فريد بن طالبي ، زهير شلال ، فاتح جاري ، مرجع سابق الذكر، ص196.

نلاحظ أن هناك اختلاف بين عمليات التيسير الكمي كأداة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وبين عمليات السوق المفتوحة التي تستخدم في السياسة النقدية التقليدية، حيث أن البنوك المركزية تستخدم الأدوات التقليدية لإدارة السياسة النقدية من أجل تحقيق الأهداف المرسومة لها، وتلجأ السلطات النقدية إلى الأدوات غير التقليدية في حالة الأزمات. الاقتصادية التي تتطلب عمليات إنقاذ مستعجلة.

[1] فريد بن طالبي، زهير شلال، فاتح جاري ، **سياسة التيسير الكمي كاتجاه حديث لإدارة السياسة النقدية في الجزائر**، مجلة المنهل الاقتصادي، المجلد02، العدد02، جامعة الشهيد حمة لخضر- الوادي، الجزائر، ديسمبر 2019، ص 196.

5-2العلاقة بين التيسير الكمي والإصدار النقدي: أطلق على التيسير الكمي (طباعة النقود)، ومع ذلك، أعلنت البنوك المركزية أنّ استخدام الأموال التي تمت طباعتها حديثاً مختلفة عن التيسير الكمي، حيث يتم استخدامها لشراء السندات الحكومية أو موجودات مالية أخرى، في حين أنّ مصطلح طباعة النقود عادة ما يعني استخدام الأموال في تمويل مباشر للعجز المالي الحكومي أو لسداد الديون الحكومية.

ويحضر على البنوك المركزية في معظم الدول المتقدمة قانون شراء الديون الحكومية بطريقة مباشرة الحكومة، بل يجب شرائها من السوق الثانوية، وهي عملية ذات خطوتين، حيث تبيع الحكومة السندات للقطاع الخاص ثم يشتريها البنك المركزي، وقد أطلق عليها العديد من المحللين مصطلح(تنقيد الديون)، والسمة الفارقة بين التيسير الكمي وتنقيد الديون هي أنه مع التيسير الكمي يقوم البنك المركزي بطباعة النقود لتنشيط الاقتصاد عكس الثاني الذي يتم لتمويل الإنفاق الحكومي، وعلى العموم فإن التيسير الكمي أداة مشابهة لأداة إصدار النقود، إلا أنها أكثر تطوراً منها في إجراءات تنفيذها وهي ترتكز على عاملين أساسيين:[1]

- ✓توفير السيولة ليتم تداولها في الاقتصاد.
- ✓زيادة احتياطات القطاع البنكي.

تعتمد كل من سياسة التيسير الكمي وعمليات الإصدار النقدي على مبدأ ضخ كتلة نقدية زائدة في السوق لمعالجة الركود الاقتصادي كهدف نهائي، غير أن عمليات الإصدار النقدي تنفذ بمقابل تغطية قد تكون ذهبا أو عملات أجنبية في حالة عجز الموازنة أو سداد

[1] بن طالبي فريد، شلال زهير، فاتح جاري ، مرجع سابق الذكر، ص 197.

دين الحكومة، على عكس عمليات التيسير الكمي التي تعتمد على خلق نقود ائتمانية من أجل معالجة الأزمات الاقتصادية نظرا لتعثر أداء وفعالية أدوات السياسة النقدية التقليدية[1]

المطلب الثاني: سياسة أسعار الفائدة الصفرية.

ما إن بدأت بوادر الأزمة المالية العالمية، وبدأت معها مؤشرات الأسواق المالية بالانخفاض المستمر حتى تدخلت كبار البنوك المركزية على مستوى العالم وعلى رأسها البنك الفيدرالي الأمريكي بخفض معدلات الفائدة وذلك لامتصاص آثار الأزمة وانعكاساتها على المستوى العالمي.

1- مفهوم معدلات الفائدة الصفرية: إنخفاض معدلات الفائدة إلى مستويات قريبة من الصفر أصبح اليوم ظاهرة عالمية في ظل الأزمة المالية لسنة 2008، إنّ انخفاض معدلات الفائدة الاسمية إلى الصفر يؤدي إلى تحول معدلات الفائدة الحقيقية إلى معدلات فائدة سالبة في حال وجود معدل موجب للتضخم، ويعني ذلك أن الذين يستثمرون في شراء السندات الحكومية إنما يقومون بتحويل جانب من ثرواتهم إلى البنوك المركزية لهذه الدول، كذلك فإن هذا الوضع يؤدي إلى إثارة قلق المودعين حول مودعاتهم المصرفية ولذلك نجد أنه في ظل معدلات الفائدة الصفرية سوف يقاوم المستثمرون الرغبة في شراء السندات الحكومية أو إيداع أموالهم في البنوك، وهو ما يؤدي إلى ازدياد تفضيل السيولة لدى الجمهور ومن ثم تنشأ في الاقتصاد ما يسمى بمصيدة السيولة، وتعد مصيدة السيولة نادرة الحدوث من الناحية العملية، كان"Keynes" عالم الاقتصاد المعروف قد أدخل فكرة مصيدة السيولة خلال الكساد العالمي الكبير في القرن الماضي، وهي الحالة التي يصل فيها معدل الفائدة إلى الصفر أو يقترب من الصفر، على سبيل المثال في بداية عام 1933 بلغ معدل الفائدة على أذونات الخزانة الأمريكية لمدة 3 سنوات ما يساوي0.05 %وقد عادت ظاهرة مصيدة السيولة إلى

[1] صديقي أحمد، عبد الله الطيبي، **دراسة تحليلية لانعكاسات سياسة التسيير الكمي على مناخ الاستثمار – دراسة حالة اليابان والولايات المتحدة الأمريكية**، قسم العلوم التجارية، جامعة ادرار، الجزائر، 2021، ص 103.

السطح مرة أخرى في نهاية التسعينات من القرن الماضي، كذلك تضاعفت القاعدة النقدية في اليابان من خلال إجراءات تقليدية وغير تقليدية لزيادة مستويات الأسعار ولتشجيع الطلب الكلي، هذا وقد أعلن الاحتياطي الفيدرالي في 16 ديسمبر 2008 أن معدل الفائدة المستهدف هو ما بين 0% إلى 0.25 % وأنه لا حدود لتخفيض معدل الفائدة في الولايات المتحدة، أي أن معدل الفائدة من الممكن أن يصل إلى الأرضية الصفرية وقد جاء هذا الإعلان كرد فعل للتطورات الاقتصادية والمؤشرات السيئة التي ظهرت في سوق العمل في صورة إرتفاع في معدلات البطالة وإنخفاض إستثمار قطاع الأعمال وكذلك إنخفاض الإنتاج الصناعي، ومن ثم فإن كافة المؤشرات تشير إلى تراجع الأداء الأمريكي.[1]

2- آلية عمل البنوك في ظل معدلات الفائدة الصفرية: عندما تحتاج البنوك في بعض الأحيان إلى السيولة وعلى وجه السرعة فإنها تقترض مبالغ من البنك المركزي أو من بنك تجاري آخر من خلال معدل فائدة يعرف مسبقا، وبما أن البنوك في المقابل تقرض للفاعلين الاقتصاديين كالعائلات والشركات فإنها تحمل تكلفة الاقتراض عليهم، ومن هنا يتضح أن البنوك كوسيط مالي تحدد في كل الحالات معدل فائدة أعلى من معدل الفائدة الذي تدفعه للبنك المركزي، فإذا رفع البنك المركزي معدله ترفع البنوك التجارية بدورها معدلها، وإذا غير البنك المركزي معدله فإنه يغير بصفة غير مباشرة معدلات الفائدة الأخرى وهذا يوضح أن معدل الفائدة الأساسي توجيهي وإرشادي وليس إلزامي يسعى من خلاله البنك المركزي إلى تقنين الاستثمار ودفع عجلة النشاط الاقتصادي إلى الأمام[2].

ويجدر التفريق عند الحديث عن سياسة معدل الفائدة الصفري بين ثلاث حالات اقتراضية يغفل عنها الكثير من الاقتصاديين، من البنك المركزي إلى البنك التجاري عندما يتوفر لهذا الأخير الاحتياط الكافي الذي يمكنه من الاقتراض، ومن البنك التجاري إلى بنك

[1] سلوى بن الزغدة، نسيمة محداب، مرجع سابق الذكر، ص70.

[2] أحمد بلوافي، عبد الرزاق بلعباس، **حقيقة سياسة معدل الفائدة الصفري**، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية: النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي خميس مليانة، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر، يومي 5- 6 ماي 2009، ص 16.

تجاري آخر عندما لا يتوفر مثال للأول احتياط كافي للاقتراض من البنك المركزي ومن البنك التجاري إلى الفاعلين الاقتصاديين.[1]

الجدول رقم(02): الحالات الإقراضية للبنوك في ظل سياسة معدل الفائدة الصفري.

المقرض	المقترض	قيمة معدل الفائدة
البنك المركزي	البنك التجاري	قريب من الصفر (وهو مستويات وأنواع لدى بعض الدول).
البنك التجاري	البنك التجاري	نسبة صغيرة، لكنها أكبر من السابقة تختلف باختلاف العملة والمدة.
البنك التجاري	الفاعلين الاقتصاديين	نسبة أكبر وبدرجات متفاوتة يحددها بناءا على عوامل منها: المدة، الحجم، حالة العون الاقتصادي.

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

يعتمد أثر معدلات الفائدة الصفرية على معدل التضخم المتوقع ومن ثم الأثر على معدل الفائدة الحقيقي، وكما هو معروف فإن معدل الفائدة الحقيقي يساوي معدل الفائدة الاسمي مطروحاً منه معدل التضخم المتوقع، فإذا كان معدل التضخم موجباً فإن ذلك يعني أن معدل الفائدة الصفري يحول معدلات الفائدة الحقيقية إلى معدلات سالبة وهو أمر سيء بالنسبة للمودعين، ويعني ذلك أن معدل التضخم كأحد إستهدافات للسياسة النقدية يعد أمراً ضرورياً لضمان فعالية السياسة النقدية عند معدل الفائدة الصفري.[2]

3- العلاقة بين سياسة معدلات الفائدة الصفرية ومصيدة السيولة في الاقتصاد: تعتبر مصيدة السيولة من المحددات المهمة للسياسة النقدية بشكل عام، وسياسة معدلات الفائدة بشكل خاص، حيث مع إستخدام الأدوات النقدية التقليدية في زيادة عرض النقود وفق النظرية الكينزية سيترتب عليها إنخفاض معدل الفائدة الاسمي ليحقق التوازن في السوق النقدي وسوق السلع والخدمات وفق نموذج IS-LM، إلا أن الحالة التي لا يؤثر فيها إرتفاع العرض النقدي في معدلات الفائدة الاسمية هي عندما يقع الاقتصاد في مصيدة السيولة،

[1] أحمد بلوافي، مرجع سابق الذكر، ص 17.

[2] المرجع نفسه، ص17.

وهي الحالة التي يرغب فيها الأفراد بالاحتفاظ بالأرصدة النقدية لأن العائد من السندات سيكون قريبا من الصفر.[1]

في هذه الحالة يكون الطلب على النقود مرناَ مرونة كبيرة بالنسبة لسعر الفائدة، حيث يكون المنحنى LM ذو ميل ضعيف، وفي الحالة القصوى حيث يكون الطلب على النقود لا نهائي المرونة بالنسبة لتغيرات سعر الفائدة ويكون المنحنى LM أفقياً تماماً، وهذه الحالة يستند عليها في تفسير عدم فعالية السياسة النقدية في فترات الأزمات المالية كأزمة 2008 ومن ثم مع التوسع النقدي سترتفع مخرجات السوق الحقيقي IS والتي تتمثل في إنتقال منحنىIS جهة اليمين، ومن ثم إرتفاع الناتج دون زيادة مماثلة في المعدل العام للأسعار مما يدخل الاقتصاد في حالة الانحسار السعري، مما قد يترتب عنه من دخول الاقتصاد في حالة الكساد، وهي السمة التي غلبت على العديد من الاقتصاديات بعد الأزمة المالية العالمية 2008 تكمن كذلك أهمية دراسة تطورات سياسة معدلات الفائدة بشكل عام ومعدلات الفائدة الصفرية

بشكل خاص ذلك من أجل التسيير الفعال للموازنة بمعنى تسيير الأصول – الخصوم الخاصة بالبنوك ومن هنا يمكن تعريف عملية تسيير أصول وخصوم الخاصة بالبنوك التجارية والمؤسسات المالية على أنها الطريقة العامة التي تسمح بتسيير مكونات موازناتها والهدف منها هو:

- ✓ المحافظة على هامش أرباحها في ظل تغيرات شروط السوق؛
- ✓ تحقيق معدلات مثلى من حيث التشغيل، الموارد والنتائج؛
- ✓ تحقيق التناسب اللازم بين رؤوس أموالها الخاصة والقيود التنظيمية.

4- تقييم سياسة معدلات الفائدة الصفرية: إستخدمت معظم دول العالم سياسة معدلات الفائدة الصفرية للخروج من الأزمة حيث تشجع معدلات الفائدة الصفرية المستهلكين على الشراء وتساعد على انتعاش أسواق الأسهم بشكل كبير، وكذلك تعمل على تخفيض قيمة العملات مما يقلل من آثار العجز الخارجي لميزان المدفوعات، كما تشجع معدلات الفائدة الصفرية الأجانب على الاقتراض من السوق المحلي للاستفادة من فروق معدلات خصوصا

[1] وليد العشبي ، مرجع سابق الذكر، ص ص 129،130.

إذا كانت معدلات الصرف مستقرة، وذلك في إطار عمليات تحكيم لمعدلات الفائدة غير أن هذا التحكيم يتوقف عندما تصل معدلات الفائدة إلى مستوياتها الصفرية في كل الدول، غير أن معدلات الفائدة الصفرية فتحت شهية الحكومات نحو أمر خطير جدا وهو المبالغة في الاقتراض إستناداً إلى انخفاض تكلفة هذه الديون في ظل المعدلات المتدنية للفائدة)، كما أن الخطورة الأساسية لمعدل الفائدة الصفري تتمثل في أنه يمكن أن يتدرج الاقتصاد العالمي إلى مصيدة الانكماش، وذلك إذا ما تحول إتجاه التوقعات التضخمية نحو النزول في ضوء الانخفاض في أسعار الطاقة وغيرها من العوامل التي يتوقع معها أن تستمر الضغوط التضخمية في التراجع حيث أنه إذا تحول معدل التضخم ليصبح سالباً فإن ذلك يحول معدلات الفائدة الحقيقية من مستويات سالبة إلى مستويات موجبة، على الرغم من أن معدل الفائدة الاسمي يساوي الصفر ويترتب على ذلك تراجع مستويات الطلب الكلي، الأمر الذي يؤدي إلى تسارع معدل انخفاض التضخم، ومن ثم ميل معدلات الفائدة الحقيقية إلى الارتفاع بمعدلات أكبر فتتراجع مستويات الطلب الكلي نتيجة لذلك، ويدور الاقتصاد تبعا لذلك في دائرة من ارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية وتراجع معدلات التضخم، وهو ما يدخل الاقتصاد في ما يسمى بمصيدة الانكماش، في مثل هذه الحال لا تصلح السياسات النقدية لمعالجة مصيدة الانكماش.[1]

المطلب الثالث: سياسة أسعار الفائدة السالبة.

انتشر تبني سياسة معدلات الفائدة الاسمية السالبة (NIRP) بعد تبني البنوك المركزية لسياسات معدلات الفائدة الصفرية ZAIP بصورة واضحة في الآونة الأخيرة حيث لجأت إليها عدد من البنوك المركزية في العالم.

1- مفهوم معدلات الفائدة السالبة: من الناحية النظّرية فإن أدنى مستوى يمكن أن يصل إليه سعر الفائدة هو الصفر في المائة، ومن المفترض كذلك أنه عندما يصل معدل الفائدة إلى الصفر تفقد السياسة النقدية فعاليتها في التأثير عن طريق هذه الآلية، غير أن التطبيق العملي أثبت أنه من الممكن أن تلجأ السلطات النقدية إلى تخفيض معدلات الفائدة إلى

[1] سلوى بن زغدة، نسيمة محداب، مرجع سابق الذكر، ص93.

مادون الصفر، لكن هذا المعدل يتم التعامل به ما بين البنوك التجارية والبنوك المركزية، بحيث تقترض البنوك أموالا ولا تدفع عليها فائدة وإنما هي ستحصل على فائدة من المؤسسة المقرضة، في المقابل ستضطر البنوك التي تقوم بإيداع أموالها لدى البنوك التجارية الأخرى أو لدى البنك المركزي بدفع نسبة فائدة على إيداعاتها .في حين أنه لا يتم تطبيق هذه الفائدة السالبة في التعاملات بين الأفراد والبنوك التجارية، بل الأفراد سيحصلون على عائد لقاء إيداعاتهم.[1]

وتعرف أسعار الفائدة السالبة ببساطة معدلات الفائدة السالبة أن يقوم البنك المركزي بفرض فائدة على النقود المودعة من قبل البنوك التجارية كاحتياطي فائض لديه بدل من دفع فوائد على هذه الإيداعات، وهذا ولقد كانت الأهداف التي جعلت تلك البنوك تتبنى إجراءات سياسة الفائدة السالبة تختلف من دولة إلى أخرى.[2]

يعني أن البنك المركزي والبنوك الخاصة تستوفي أسعار فائدة على الودائع بدلاً من إعطاء فائدة عليها. فيما تهدف الفائدة السالبة إلى تشجيع الأفراد والمستثمرين على الإنفاق لأغراض إستهلاكية وإستثمارية بدلاً من إيداعها لدى البنوك ودفع فوائد عليها، وهو ما سيقضي على الركود الاقتصادي وبمعنى مبسط يمكن القول أن معدل الفائدة السالبة هو أن يقوم البنك المركزي – وفي حالات خاصة بعض البنوك– بإستلام فائدة على النقود المودعة لديه بدلاً من دفع فوائد على هذه الإيداعات، حيث أن مودع النقود يدفع فوائد على إيداعاته فسياسة سعر الفائدة السلبية هي من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية التي يتم تحديد سعر الفائدة فيه إلى ما دون الصفر، فبدلاً من تلقي المودعين الفائدة على ودائعهم، عليهم أن يدفعوا نسبة مئوية للبنوك من أجل الحفاظ على أموالهم.[3]

---

[1] سامية زيوان، **تقييم آلية التسيير الكمي بين الدول المتقدمة والنامية بالإشارة إلى حالة الجزائر في الفترة 2001-2018**، مذكرة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، تخصص ادارة مالية، جامعة العربي بن مهيدي – أم البواقي، الجزائر، 2018-2019، ص55.

[2] حسن الحاج، **التغير في أسعار الفائدة وأثرها على حركة الاقتصاد**، اتحاد شركات الاستثمار، سنة 2018، ص16.

[3] علي صاري، **آليات تبليغ السياسة النقدية عند الفائدة الصفرية والسالبة**، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 11، العدد01/2020، الجزائر، 30-11-2019، ص82.

2- أهداف تطبيق سياسة أسعار الفائدة السالبة: إن البنوك المركزية تهدف من خلال تطبيق سياسة أسعار الفائدة السالبة NIRP إلى الوصول إلى جملة من الأهداف أهمها:[1]

- ✓ إن الهدف من هذه السياسة NIRP هو عدم السماح للبنوك التجارية إبقاء الأموال في حسابات البنك المركزي وتحفيزهم على تقديم المزيد من القروض للاقتصاد؛
- ✓ إن الهدف من هذه السياسة NIRP هو إنعاش الاقتصاد عبر زيادة الاستثمار الذي يساهم بدوره في إنهاء انكماش الأسعار وربما رفع نسبة التضخم بشكل طبيعي ومفيد للاقتصاد، كما أن أسعار الفائدة السالبة تقوم بتخفيض من قيمة العملة وهو ما يعطي ميزة سعرية تنافسية للمصدرين في الأسواق الأجنبية؛
- ✓ تهدف البنوك المركزية من خلال تطبيق هذه السياسة NIRP إلى تشجيع القطاع الخاص على زيادة الإنفاق ودعم استقرار الأسعار عن طريق زيادة تيسير الأوضاع النقدية والمالية، كما يمكن لهذه السياسة في حالة الاقتصاديات الصغيرة والمفتوحة أن تساهم في الحد من التدفقات الرأسمالية الوافدة، وتخفيض ضغوط ارتفاع أسعار الصرف.
- ✓ تهدف البنوك المركزية من خلال تطبيق هذه السياسة NIRP إلى دعم القوة الشرائية عبر دفع المواطنين للإنفاق أكثر، لأنهم سيحصلون على قروض رخيصة من البنوك التجارية وبنسبة فائدة أقل، هذا من جهة الحصول على الأموال، أما من جهة من يملكون الأموال فإنهم سيضطرون للإنفاق ما دام الادخار لا يجلب لهم منافع مادية أو أن قيمتها ستتآكل ما دامت الفائدة سالبة.

3- شرح آلية عمل البنوك في ظل معدلات الفائدة السالبة: عندما تجد البنوك نفسها في وضع ترتفع فيه تكاليف احتفاظها باحتياطاتها في صورة سائلة، فإنها بالتأكيد ستفكر في التصرف في هذه الاحتياطات على النحو الذي يجنبها الخسائر التي تتعرض لها نتيجة

[1] عبد القادر خليل ، رضوان بن عروس، **سياسة أسعار الفائدة السالبة كإتجاه حديث لإدارة السياسة النقدية – دراسة تجارب** بعض الدول، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 09، العدد 01، جامعة المدية، الجزائر، 2018، ص23.

الاحتفاظ بهذه الاحتياطات، والمسار الطبيعي لهذه الاحتياطات. وفقاً للعرف المصرفي هو زيادة القروض للمستهلكين وقطاع الأعمال وبالتالي تزداد عمليات منح الائتمان، وعندها يحصل الجمهور ورجال الأعمال على هذه القروض يزداد الطلب الكلي ويخرج الاقتصاد من حالة الكساد، وهذا ما يستهدفه البنك المركزي من وراء هذه السياسة حاليا، حيث تقوم البنوك المركزية بتحقيق عدة أهداف في الوقت ذاته من خلال معدلات الفائدة السالبة أهمها زيادة عرض الائتمان من أجل تحفيز الطلب ومعالجة البطالة المرتفعة، على سبيل المثال لجأ البنك المركزي الأوروبي إلى الفائدة السالبة لأن معدلات البطالة تتراجع في منطقة اليورو ببطء شديد مقارنة بالتحسن الواضح في معدلات البطالة في مناطق أخرى.[1]

إن آليات إنتقال الأثر إلى النشاط الاقتصادي نتيجة لتغير معدلات الفائدة إلى النطاق السالب متعددة، فعندما يقوم البنك المركزي بخفض هذه المعدلات، فإن هيكل معدلات الفائدة على الاستحقاقات المختلفة يتغير، إذ غالباً ما يمثل معدل الفائدة لدى البنك المركزي الأساس الذي تبنى عليه معدلات الفائدة للاستحقاقات المختلفة وعندما ينخفض معدل الفائدة الأساسي تنخفض بالتالي كل المعدلات التي تليه والعكس، وبهذا الشكل تنخفض تكلفة الاقتراض لقطاع الأعمال الخاص والقطاع العائلي، ومن ثم يتوقع زيادة مستويات الاستثمار والاستهلاك والطلب الكلي بشكل عام، وبالطبع يفترض أن البنوك ستحاول تمرير هذه المعدلات السالبة إلى عملائها من خلال تبني معدلات سالبة للفائدة على الودائع لديها غير أنه من غير المتوقع أن تقوم البنوك بفرض معدلات سالبة على الودائع، وبدلا من ذلك ربما تحاول تعويض نفسها من خلال إجراءات أخرى مثل أن تقوم بعدم دفع فوائد على الودائع وفرض رسوما عليها، والمشكلة الأساسية في هذا الاتجاه هي أن المنافسة بين البنوك تحول دون قيام البنك أو عدة بنوك باللجوء إلى هذا الخيار إلا إذا كان هناك اتفاق جماعي بينها حول ردة الفعل أمام الفائدة السالبة وهو أمر يصعب تصوره في

[1] سلوى بن الزغدة، نسيمة محداب، مرجع سابق الذكر، ص 72.

الأسواق التي تنشط فيها المنافسة، ومن ثم فإن النتيجة الأقرب لهذه السياسات هي أن تقوم البنوك التجارية بتحمل الفائدة السالبة على حساب أرباحها الأمر الذي يؤثر سلبا على أداء القطاع المصرفي.[1]

4- تقييم سياسة معدلات الفائدة الصفرية: إن الأثر الأساسي الذي تسعى البنوك المركزية إلى تحقيقه من تطبيق معدلات الفائدة السالبة هو تعزيز دور السياسة النقدية التوسعية وبذلك القيام بتخفيض شروط التمويل الاقتصادي والرفع من توقعات معدلات التضخم، وبشكل عام إذا تم متابعة تطبيق سياسة أسعار الفائدة السالبة لفترة طويلة من الزمن، دون معالجة الأسباب العميقة لطلب الكلي فإن الاحتمال هو أزمة اقتصادية مستقبلية أكثر صعوبة، يصعب الهروب من كل أزمة جديدة لأن الاقتصاد يدخلها بأعباء ديون أكبر وميزانيات عمومية أكثر هشاشة. وإن تطبيق أداة سعر الفائدة السالبة ينتج عنه آثار ايجابية وأخرى سلبية على الاقتصاد.

4-1 الآثار الايجابية لمعدلات الفائدة السالبة: من بين الآثار الايجابية منها:[2]

- ✓ **دعم تنافسية الصادرات:** عند تطبيق سياسة أسعار الفائدة السالبة فإنه يؤثر على قيمة العملة، بحيث يؤدي إلى إنخفاض الطلب على العملة في سوق الصرف فينتج انخفاض قيمة العملة وبالتالي ارتفاع القدرة التنافسية في المنتجات المحلية وارتفاع الطلب وبالتالي تحسن وضعية الميزان التجاري؛
- ✓ **زيادة حجم الاستثمار والاستهلاك:** عند انخفاض معدلات الفائدة إلى المنطقة السالبة يؤدي ذلك إلى إرتفاع حجم الاستثمارات ودعم الاستهلاك؛

[1] سلوى بن الزغدة، نسيمة محداب، مرجع سابق الذكر، ص 73.

[2] فاطمة لنصاري، عفاف بوكار، **أثر سياسة أسعار الفائدة السالبة على النمو الاقتصادي دراسة حالة منطقة اليورو(2015-2021)**، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة احمد دراية – أدرار، الجزائر،2021-2022، ص10.

✓**زيادة حجم الإنفاق الحكومي:** أسعار الفائدة السالبة تساهم في دعم الإنفاق الحكومي وذلك بتخفيض تكلفة التمويل وبالتالي تنخفض درجة مخاطر سندات الدين العام وهذا يؤدي إلى ارتفاع حجم الدين العمومي؛

✓ **دعم الطلب على الاقتراض:** عند ارتفاع تكاليف الاحتفاظ بالاحتياط بصورة سائلة في البنوك يقوم البنك المركزي بتطبيق سياسة أسعار الفائدة السالبة لتحفيز البنوك التجارية على زيادة القروض للمستهلكين في قطاع الأعمال لكي تتفادى الخسائر.

4-2- الآثار السلبية لمعدلات الفائدة السلبية: من بين الآثار السلبية نذكر منها:[1]

✓**إنخفاض هامش ربحية البنوك التجارية:** إن تخفيض معدلات الفائدة يؤدي إلى تفضيل الأفراد إلى القيام بسحب ودائعهم بدل تركها تخضع لرسوم إضافية لدى البنوك مما يقلل العائد منها، وهو ما يؤدي إلى تجفيف منابع السيولة لدى البنوك وتآكل مدخراتهم مع مرور الوقت؛

✓**إحتمال تصعيد آخر لحرب العملات:** قد تمثل أسعار الفائدة السالبة تصعيدا آخر لحرب العملات غير المجدية، فمن المؤكد أن سعر الصرف الأضعف يعزز الواردات وبالتالي التضخم، لكن تخفيض قيمة العملة هو لعبة محصلتها صفر حيث لا يمكن للاقتصاد العالمي أن يقوم بتخفيض العملة مقابل نفسه وإذا أخذنا في الإعتبار إلى أقصى الحدود فإن التخفيضات التنافسية لقيمة العملات قد تفسح المجال لسياسات التجارة الحمائية، والتي ستكون سلبية بالنسبة للنمو الاقتصادي؛

✓**إحتمال تهديد الاستقرار المالي:** حيث في ظل معدلات الفائدة الاسمية السالبة سيتم تشجيع البنوك التجارية إلى إستبدال أصولها المالية الآمنة ذات العائد المنخفض بأصول مسمومة ذات درجة المخاطر المرتفعة، ذلك عندما تقوم بتسهيل منح الائتمان لزبائن يكونون في الأساس غير قادرين على السداد مما يسبب مشكلة في استرداد القروض الممنوحة ،وهذا

[1] فاطمة لنصاري، عفاف بوكار، مرجع سابق الذكر، ص ص 11-13.

يمكن أن يساهم في زيادة مخاطر القطاع المصرفي وتداول الأصول المسمومة وبالتالي تهديد الاستقرار المالي.

✓**ارتفاع حجم الدين العام:** في ظل معدلات الفائدة السالبة لا توجد ضغوطات على الحكومات من أجل تخفيض ديونها نظراً لانخفاض تكاليف التمويل، وبالتالي رسم صورة مضللة على قدرة الحكومات على تحمل تلك الديون المتزايدة مع الوقت، مما لا شك فيه فإن معدلات الفائدة السالبة تساعد على تفاقم مشكلة المديونية الحكومية.

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

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

المطلب الأول: ظروف تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية .

الأكيد أن الظروف الاقتصادية وخاصة النقدية والمالية منها كانت السبب الرئيسي في لجوء البنوك المركزية العالمية إلى تبني نظام غير تقليدي للسياسة النقدية وغير معروف في الماضي المتوسط والبعيد، ومن أهم الظروف التي ساهمت في اللجوء إلى تطبيق سياسة نقدية غير تقليدية ما يلي:[1]

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

2- **الوفرة الكبيرة في السيولة الدولية:** مع أن المميز في الأزمة المالية العالمية 2008 هو نقص السيولة، وبالتالي كان الهدف في إتباع أدوات السياسة النقدية غير التقليدية هو توفير السيولة النقدية في الأسواق المالية. وقد ساهمت عدة عوامل داخلية وأخرى خارجية في زيادة السيولة النقدية قبل الأزمة المالية 2008 ومن بين العوامل الخارجية نستطيع أن نذكر الارتفاع السريع في إحتياطات الصرف في الدول الناشئة (الصين بالخصوص) والدول

[1] وليد العشي ، مرجع سابق الذكر، ص ص 164،165.

المصدرة للمواد الأولية، وقد نتج إرتفاع ملحوظ في إحتياطات الدول الناشئة نتيجة الفوائض التجارية الكبيرة المحققة وعن معدل الادخار المرتفع في هذه الدول، كما أن الوفرة في السيولة النقدية تدفع بالمتعاملين الاقتصاديين للبحث عن أصول أكثر خطورة قصد تحقيق عائد أكبر، كما يؤدي ضعف الورقة المالية إلى ضعف العائد أي ضعف ثمن المخاطرة، ومع مرور الوقت تزداد المخاطر دون وجود عائد مناسب، وفي نفس الوقت تنخفض نسبة التضخم ويزداد حجم السيولة في الاقتصاد وبالتالي تصبح كل الشروط اللازمة لوقوع انقلاب حاد متوفرة، ومع ذلك نجد بأن المتعاملين الاقتصاديين لا يأخذون ذلك بعين الاعتبار نظرا لتمسكهم بفكرة استمرار البنوك المركزية في حماية الاستقرار المالي في الأسواق.

3- انخفاض كبير في معدلات التضخم: شهدت نسبة التضخم على المستوى العالمي إنخفاضاً متواصلاً خلال العشر سنوات الأخيرة قبل بداية الأزمة العالمية.2008

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

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

5- ارتفاع أسعار الأصول المالية: بالرغم من عدم تأثير الوفرة الكبيرة في السيولة على أسعار السلع والخدمات إلا أنها أثرت على أسعار الأصول المالية، حيث تقوم المؤسسات

المالية على غرار الحكومات في ظل تيقنها بوجود فرص استثمار مربحة في الدول الناشئة بإدارة إصداراتها من الأوراق المالية وبشراء أوراق مالية أخرى بهدف الرفع من عائدات رؤوس أموالها الخاصة، تراقب عملية إصدار السندات من طرف وكالات التنقيط التي تتفحص عن قرب درجة مخاطرة المؤسسات ومن طرف أيضا المساهمين الذين لا يتخوفون عادة من إتساع عملية الإقراض، بالتالي فإنه ليس بغريب أن تتجه مؤشرات البورصة في العالم نحو الارتفاع، لاسيما في الدول الناشئة وهو ما تسبب في ظهور فقاعات المضاربة التي مهدت الطريق لدخول الاقتصاد العالمي في أزمة مالية كادت تعصف بكيانات بأكملها.

المطلب الثاني: محددات فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.

توجد مجموعة من المحددات لفعالية أدوات السياسة غير التقليدية والتي تختلف من اقتصاد لآخر ونميز منها:[1]

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

2- حجم الصادرات: ساهمت التغيرات التي شهدتها السياسة النقدية من خلال التخفيض التنافسي لقيمة العملة مقابل

[1] وئام ياسمين بشيري ، مرجع سابق الذكر، ص ص 43،44.

العملات الأجنبية في الرفع من حجم الصادرات مقابل انخفاض حجم الواردات، وهذا ما يساعد على تسجيل فائض في الميزان التجاري، حيث أنه كلما كان حجم الصادرات ضخم دل ذلك على فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.

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

✓تتأثر أسعار السندات الحكومية وأذون الخزانة بتغيرات معدلات الفائدة قصيرة الأجل، من خلال مساهمة سياسة كل من معدلات الفائدة الصفرية والسالبة في انخفاض العائد من سندات الدين الحكومي، والعكس من ذلك هو الأمر الأكثر خطورة حيث في السياسة النقدية الانكماشية قد يتأثر حجم الدين العام بارتفاع أسعار العائد على أدواته والناتجة عن ارتفاع معدلات قصيرة الأجل، ولعل الأساس في هذه العلاقة أن التغير في معدلات الفائدة قصيرة الأجل ستؤثر على أسعار الودائع وتكلفة رؤوس الأموال، وبالتالي على الطلب على الأصول المالية من بينها الأذون والسندات الحكومية؛

✓عند تطبيق برامج التيسير الكمي يدل ارتفاع حجم الدين العام كمحدد على عدم فعالية السياسة النقدية وفشل برامج التيسير الكمي وانسداد لقنواته، والتي هدفها تخفيض لحجم الأصول منخفضة المخاطر أمام الجهاز المصرفي والمتعاملون في سوق المال، مما يعزز دعم الائتمان والأصول المالية الأخرى.

إن انتهاج البنوك المركزية كل الوسائل المتاحة من أدوات سياستها النقدية التقليدية وغير التقليدية، حيث كانت تسعى لتحقيق الاستقرار المالي، إلا أنها واجهتها مجموعة من التحديات والتي وقفت كحائل بينها وبين هدفها والتي سنعرضها فيما يلي:[1]

- **تنامي حجم ميزانية البنوك المركزية:** أدى لجوء البنوك المركزية إلى تبني أدوات السياسة النقدية غير التقليدية – تخفيض معدلات الفائدة وتضخيم الميزانية إلى تطور حجم ميزانية

[1] محمد الأمين وليد طالب، نظيرة قلادي، مرجع سابق الذكر، ص ص 219-221.

البنوك المركزية في الاقتصاديات الكبرى بغرض الاستجابة للأزمة حيث وصلت إلى مستويات عالية جدا لتتجاوز 18000 مليار دولار؛

- **ضعف فعالية السياسة النقدية غير التقليدية:** بالرغم من انتهاج البنوك المركزية لأدوات غير تقليدية بغرض التصدي للأزمة المالية، فإن السياسات غير التقليدية حققت نتائج إيجابية متباينة بين الدول المتقدمة، وأسفرت عن حالة انتعاش اقتصادي بطيء خاصة فيما يخص معدلات التضخم. يعود ضعف فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية إلى عاملين رئيسيين: الأول هو اعتماد البنوك المركزية سياسة معدل الفائدة المقارب أو المساوي للصفر، والثاني هو تداعيات انكماش ميزانية البنوك المركزية، كما ساهم إتباع معدل فائدة مقارب للصفر في الحد من قدرة البنوك المركزية على خفض معدلاتها وبالتالي ضيعت فرصة تنشيط الطلب، وهو ما يفسر سبب اتجاه البنوك المركزية لتبني تحفيزات نقدية إضافية عبر تسيير الاستباقات المتعلقة بمعدل الفائدة الرئيسي من خلال عمليات إعادة شراء الأصول.

- **التراجع المفاجئ للتضخم وتنامي خطر الانكماش المالي:** من بين التحديات التي تعرضت لها البنوك المركزية عقب الأزمة المالية 2008، الانخفاض المفاجئ في معدلات التضخم، حيث أن معدلات التضخم ظلت دون المستوى المحدد في أهداف البنوك المركزية.[1]

المطلب الثالث: إستراتيجية الخروج من السياسة النقدية غير التقليدية.

حسب تصريح رئيسة صندوق النقد الدولي" كريستين لاغارد" أنه لا ضرورة للتعجيل بالخروج من السياسة النقدية غير التقليدية، فلا تزال الحاجة قائمة لهذه السياسة في كافة الأرجاء المستخدمة فيها في الوقت الراهن رغم استخدامها لفترات أطول في أماكن دون الأخرى، ففي أوروبا هناك فائدة كبيرة يمكن أن تتحقق من السياسات النقدية غير التقليدية

[1] محمد الأمين وليد طالب، نظيرة قلادي، مرجع سابق الذكر، ص 221.

وفي اليابان أيضا، ومن الأرجح أن يكون الطريق طويلا إلى حد ما للخروج من هذه السياسات.

وسوف يأتي ذلك اليوم الذي تنتهي فيه هذه الفترة ذات الطابع التسيري الاستثنائي على مستوى السياسات غير التقليدية بما يتماشى مع التعافي الاقتصادي وأثره على التضخم وعلينا التحسب لذلك اليوم خاصة وأننا لا نعلم متى يأتي وما يتم تأكيده أن مسار الخروج من هذه السياسات سوف يعتمد بل وينبغي أن يعتمد على وتيرة التعافي، فالتعافي سوف يخفف من حدة الجوانب السلبية المحتملة لهذا الخروج ومثلما هو الحال عند الدخول في هذه السياسات فإن الخروج منها سيصطحبنا إلى أراضي غير مطروقة، إلا أنه يوجد بعض التفاؤل لأن البنوك المركزية تعاملت على نحو جيد عند الدخول في هذه السياسات ولا يوجد أي مانع يعيقها من التعامل بنفس الجودة مع الخروج منها.

ومن تم يتعين على صناع السياسات البدء في كيفية الخروج من هذه السياسات في نهاية المطاف بما في دلك الانعكاسات على الاستقرار الاقتصادي والمالي على المستوى العالمي وليس مجرد جزء منه.

والمقصود بعبارة الخروج من السياسة النقدية غير التقليدية أنه يوجد العديد من الابتكارات في هذا المجال ومع ذلك فإن الابتكارات التقليدية وغير التقليدية غالباً ما تأتي في حزمة واحدة، وعلى المدى الطويل يتضح أن إستراتيجية الخروج سوف تنطوي على الإلغاء التدريجي لكل هذه السياسات ووقف العمل بها في نهاية الأمر، لكن دلك لا يعني أن يتزامن حدوثها جميعا في نفس الوقت.

وبالفعل يبدو من الممكن تعديل بعض جوانب السياسة النقدية غير التقليدية الأكثر ميلا نحو الشكل التقليدي كالإرشادات بشأن المسار المستقبلي لأسعار الفائدة الأساسية أو أسعار الفائدة على مشتريات الأصول المستقبلية وذلك قبل بيع أي أصل بوقت كافي، وهذا يعني أن الخروج من السياسة النقدية غير التقليدية سيكون على الأرجح أبطأ وأطول أمدا مما كان متصوراً ومتخوفا من حدوثه.

ولا مبالغة في إفتراض أن هذا الخروج سيتوقف على التقدم المحرز في السياسات الأخرى وقدرة التعافي على الاستمرار، وفي الواقع ينبغي لإستراتيجية الخروج أن تكون

مرهونة بتعزيز الاقتصاد حتى يمكن للأسواق فهمها بسلاسة، ومن الضروري أن يتم التواصل بشأن المخاطر المحيطة بالاستقرار المالي نتيجة الخروج قبل الأوان والمخاطر المحيطة بالاستقرار المالي نتيجة الخروج بعد فوات الأوان، وحتى إذا تمت عملية الخروج من السياسة النقدية غير التقليدية بحكمة فإنها قد تضع أمام البلدان الأخرى التي تطبق هده السياسات طريقا مليئا بالعقبات.[1]

[1] ريمة بوالنش، ميادة بوسفط، مرجع سابق الذكر، ص ص 74،73

خلاصة الفصل:

قمنا من خلال هذا الفصل المكون من ثلاثة مباحث أساسية بدراسة أهم الجوانب الخاصة بالسياسة النقدية غير التقليدية حيث ظهر مصطلح السياسة النقدية غير التقليدية مع التطور الحاصل في الأسواق المالية والاقتصاد وتعرف على أنها مجموعة من الإجراءات والبرامج النقدية الاستثنائية التي تطبقها السلطات النقدية لمعالجة واحتواء الأزمات المالية الحديثة. وهذا عن طريق استعمال أدوات حديثة يطلق عليها تسمية الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية والتي تمثلت في سياسة التيسير الكمي،سياسة أسعار الفائدة الصفرية،سياسة أسعار الفائدة السالبة،مع محاولة تشخيص فعاليتها إلا أنها واجهتها مجموعة من التحديات التي وقفت كحائل بينها وبين الأهداف المنوطة بها.

ومع ظهور الأزمة المالية العالمية للعيان اتجهت العديد من الدول كالولايات النتحدة الامريكية ،اليابان، إلى إتباع أدوات غير تقليدية في تسيير السياسة النقدية لإدارة الأزمات المالية.

الفصل الثالث:

الإطار التطبيقي لاستخدام أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.

تمهيد:

قامت العديد من الدول خلال الأزمة المالية 2008 مثل: الولايات المتحدة الامريكية، اوروبا، واليابان، باستعمال أدوات جديدة في سياستها النقدية عوضت بها الأدوات التقليدية التي بينت محدوديتها في معالجة الأزمة، حيث يعد النموذج الأمريكي من أهم التجارب الناجحة في تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، ذلك نظراً لإقتراب مؤشرات الاقتصاد الأمريكي من تحقيق المستويات التي سجلت قبل الأزمة المالية، أما بالنسبة للتجربة اليابانية فقد كانت السباقة إلى تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية من خلا تطبيق برامج التيسير الكمي خلال الفترة (2001-2006)، أما بالنسبة للدول النامية فتعتبر الجزائر أول دولة نامية تطبق آليات برامج التسيير الكمي كحل استعجالي لأزمة ضعف الموارد المالية في ظل انخفاض أسعار المحروقات، ذلك لضمان استمرارية في تمويل تنميتها الاقتصادية وهو ما يعرف في الفكر الاقتصادي بالتمويل غير التقليدي.

وسنحاول في هذا الفصل التطرق إلى الإطار التطبيقي لإستخدام أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وذلك من خلال تقسيمه إلى ثلاثة مباحث أساسية:

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

المبحث الثاني: سياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر.

المبحث الثالث: تجربة الجزائر في تطبيق آلية التيسير الكمي.

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

في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية، لم يكن أمام البنوك المركزية خيار سوى إتباع سياسات نقدية غير تقليدية والتي تعتبر من أشد السياسات جرأة ومن بين هذه السياسات سياسة التيسير الكمي ومعدلات الفائدة الصفرية والسالبة، وذلك من أجل الخروج من الأزمة وإنعاش الاقتصاد.

المطلب الأول: تجارب بعض الدول في تطبيق سياسة التيسير الكمي.

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

1- **عرض تجربة التيسير الكمي في اليابان:**[1] بين سنتي 1990و1991 حدث انهيار في المستوى العام للأسعار بعد انفجار فقاعة أسعار السندات مما أدى إلى حدوث ركود في الاقتصاد الياباني، ففي سنة 1995 خفضت الحكومة اليابانية معدل الفائدة إلى 0,5 %، وهذا بفضل السياسة النقدية غير التقليدية التي طبقها البنك المركزي الياباني منذ 1990.

لكن بصورة بطيئة، حيث وصل معدل الفائدة الاسمي سنة 1999 إلى 0,03%، سنة 2000 ارتفع المعدل العام للأسعار بـ 2,8% وارتفع معدل الفائدة الاسمي إلى 0,25% وفي هذا الوقت قام البنك المركزي الياباني بطرح سياسة التيسير الكمي كأداة لمواجهة هذا الارتفاع، مابين 1990 و2000 انخفض معدل الفائدة الاسمي من 0,02% و0.03% إلى 0%.

[1] عبد القادر مطاي، فتيحة راشدي، **سياسة التيسير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات تجربة كل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية**، مجلة رؤى الاقتصادية، العدد11، جامعة الشهيد حمه لخضر– الوادي، الجزائر، ديسمبر 2016، ص ص 17، 18.

بدأ البنك المركزي الياباني في استخدام هذا المفهوم الجديد لمواجهة حالة الركود الاقتصادي والانكماش الذي بدأ منذ عام 2001 واستمر حتى بعد 2006 حتى وصلت أسعار الفائدة إلى 0%. ليلجأ البنك المركزي الياباني إلى خطة اقتصادية بديلة لمواجهة الأزمة.

طبق البنك المركزي الياباني سياسة التيسير الكمي لأول مرة في 19 مارس 2001 وكان هدفه الأساسي هو منع انخفاض الأسعار دعم النمو الاقتصادي، حيث بدأ تطبيق سياسة التيسير الكمي 05 تريليون ين، ومع 2004 ارتفع مابين 30 و35 تريليون ين، كما انخفض مؤشر نيكي الياباني بنسبة 28% بين 2002 و2004 وبفضل زيادة السيولة في الاقتصادي ارتفع المؤشر بحوالي 20% مع مارس 2006 قام البنك المركزي الياباني بتطبيق سياسة التيسير الكمي بالخطوات التالية:

- قام البنك المركزي الياباني برفع الحساب الجاري من 5 تريليون الى 35 تريليون خلال 4 سنوات (2001-2004)؛
- قرر البنك المركزي الياباني شراء ما يعادل 5 تريليون ين من الأصول الأجل في أكتوبر 2010؛
- قرر البنك المركزي الياباني رفع المعروض النقدي من 40 تريليون ين إلى 50 تريليون ين في أوت 2011؛
- قرر البنك المركزي الياباني توسيع قيمة شراء الأصول طويلة الأجل من 5 تريليون ين الى 55 تريليون ين في اكتوبر 2011؛
- سنة 2013 ضخ البنك المركزي الياباني 80 تريليون ين حيث سجل الاقتصاد نموا بلغ 1,5%.

ومما سبق تميزت ميزانية البنك المركزي الياباني بالارتفاع مابين 2011 و2013. ويمكن إيجاز أبرز نتائج التيسير الكمي في اليابان في الجدول الموالي:[1]

[1] وئام ياسمين بشيري ، مرجع سابق الذكر، ص57.

الجدول رقم :(03): نتائج التيسير الكمي في اليابان.

النتائج الايجابية	النتائج السلبية
1- أسهمت في خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل؛ 2- ساعدت المصارف الأضعف على صمود وقت الصدمات المالية؛ 3- أسهمت في استقرار النظام المصرفي من خلال خفض تأثير الأصول الجيدة أو المشكوك في تحصيلها في النظام المصرفي، عبر رفع كميات السيولة فوق المستويات المطلوبة؛ 4- أسهمت في إزالة مخاوف التمويل المستقبلية لدى الأفراد والشركات مما شجع عمليات الاستهلاك.	1-أخرت التصحيح الهيكلي اللازم اتخاذه لإنقاذ الاقتصاد الياباني؛ 2-لجوء اليابان لسياسة التيسير الكمي قبل التوسع المالي قلل من تأثير السياسات النقدية.

المصدر: وئام ياسمين بشيري ، مرجع سابق الذكر، ص57.

2- **عرض تجربة التيسير الكمي في الولايات المتحدة:** يعرف التيسير الكمي على أنه عملية شراء البنك المركزي للأصول الخاصة والعامة وتمويل هذه المشتريات عن طريق توسيع القاعدة النقدية، مع بداية شهر نوفمبر2008 قرر البنك الاحتياطي الفدرالي تبنيه لسياسة التيسير الكمي وذلك بهدف نقل تأثيرها إلى الاقتصاد الحقيقي للقضاء على الأزمة أو التخفيف من حدتها، وقد كان على شكل خطط موزعة في شكل دفعات سنوية بصيغة شهرية.[1]

[1] يحي بن يحي، وافية زاير، مراد محفوظ، **اثر سياسة التيسير الكمي على معدل التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2008-2015 دراسة قياسية بمنهجية ARDL**، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد11، العدد01، جامعة البليدة، الجزائر، 2020، ص248.

وقد نفذ البنك الاحتياطي الفيدرالي ثلاث مراحل من التيسير الكمي والتي نلخصها في النقاط التالية:[1]

- منذ الأزمة المالية في عام 2008، فقد **بدأت المرحلة الاولى** من التيسير الكمي في نوفمبر 2008 واستمرت لمدة 17 شهرا خلال هذه الفترة اشترى البنك الاحتياطي الفيدرالي ديون الهيئات الحكومية "فاني ماي" و "فريدي ماك" والأوراق المالية المدفوعة بالرهن العقاري والسندات الحكومية طويلة الأجل بهدف إزالة الأصول ذات الجودة المنخفضة من النظام المالي وتشجيع الإقراض في الاقتصاد؛

- **وفي المرحلة الثانية** من برنامج التيسير الكمي، التي تم الإعلان عنها في نوفمبر 2010 والتي استمرت حتى يونيو 2011 واصل البنك عملية شراء الأصول التي بدأت في المرحلة الأولى؛

- أما **المرحلة الثالثة** والأخيرة من برنامج التيسير الكمي التي تم تدشينها في سبتمبر 2012 فقد تضمنت مشتريات شهرية مفتوحة الأجل بقيمة 85 مليار دولار أمريكي من السندات المدعومة بالرهن العقاري والسندات الحكومية طويلة الأجل، وقد تم خفض هذه المشتريات تدريجيا خلال الفترة من يناير 2014 حتى وصلت إلى نهايتها بعد اجتماع مجلس الاحتياطي الفيدرالي، ونتيجة لهذه المراحل تضاعفت الميزانية العمومية لبنك الاحتياطي الفيدرالي أربع مرات تقريبا من حوالي 1تريليون دولار أمريكي في عام 2008 إلى ما يقارب 4,5 تريليون دولار أمريكي في أكتوبر 2014.

[1] حسين طيوب، مرجع سابق الذكر، ص40.

الجدول رقم (04) برامج التيسير الكمي التي قام بها الاحتياطي الفدرالي.

البرامج	القيمة	التاريخ	المدة	معلومات إضافية
QE 1	600	نوفمبر 2008		لشراء سندات الرهن العقاري
	1750	مارس 2009	17 شهرا	200 منها شراء سندات المؤسسات العقارية –300 منها شراء سندات الخزينة طويلة الأجل
QE 2	600	نوفمبر 2010	7 أشهر	شراء سندات الخزينة طويلة الأجل
QE 3	85 شهريا	سبتمبر 2012		40 مليار لشراء سندات الرهن العقاري و45 مليار لشراء سندات الخزينة الأمريكية

المصدر: سامية زيوان ، مرجع سابق الذكر، ص 78.

مع نهاية 2014 قرر مجلس المحافظين في الاحتياطي الفدرالي الأمريكي وقف خطة التيسير الكمي بعد أن بدأت في نوفمبر 2008 إلى ديسمبر 2014 وذلك بضخ في الإجمالي 4,4 تريليون دولار، حيث كانت خطوة كبيرة وجريئة بكل المقياس غير أن تأثيره على اقتصاد الولايات المتحدة والاقتصاد العالمي لا يزال مثير للجدل، وسيظل مدار البحث سنوات قادمة ليبدأ التمهيد لسياسة التراجع عن سياسة التيسير الكمي بالاتجاه إلى رفع سعر الفائدة من خلال ما يلي:[1]

- حث المقترضين على تقليص حجم القروض المطلوبة؛
- تسوية القروض عن طريق الخصم؛
- الرفع من سعر الفائدة على الودائع لتشجيع المستثمرين على إيداع أموالهم لدى البنوك؛

[1] نبيلة دودو، فوزي عبد الرزاق، **السياسة النقدية غير التقليدية لإدارة الأزمات المالية دراسة تجربة التيسير الكمي في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا**، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 06، العدد 04، جوان2020، ص ص 363،364.

- الرفع من نسبة الاحتياطي للبنوك التجارية لدى البنك المركزي؛
- استرجاع قيمة السندات عن طريق بيعها من خلال عمليات السوق المفتوحة.

ويمكن القول أنّ تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية من خلال تطبيق خطط التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية، يكون في الفترات الاستثنائية فقط، أي في حالة الركود الاقتصادي الذي حدث بعد أزمة الرهن العقاري 2008، وما إن بدأ الاقتصاد الأمريكي بالتعافي حتى تم التراجع تدريجيا عن تطبيق أداة التيسير الكمي، والعودة إلى أداة السوق المفتوحة في ظل سياسة نقدية تقليدية.

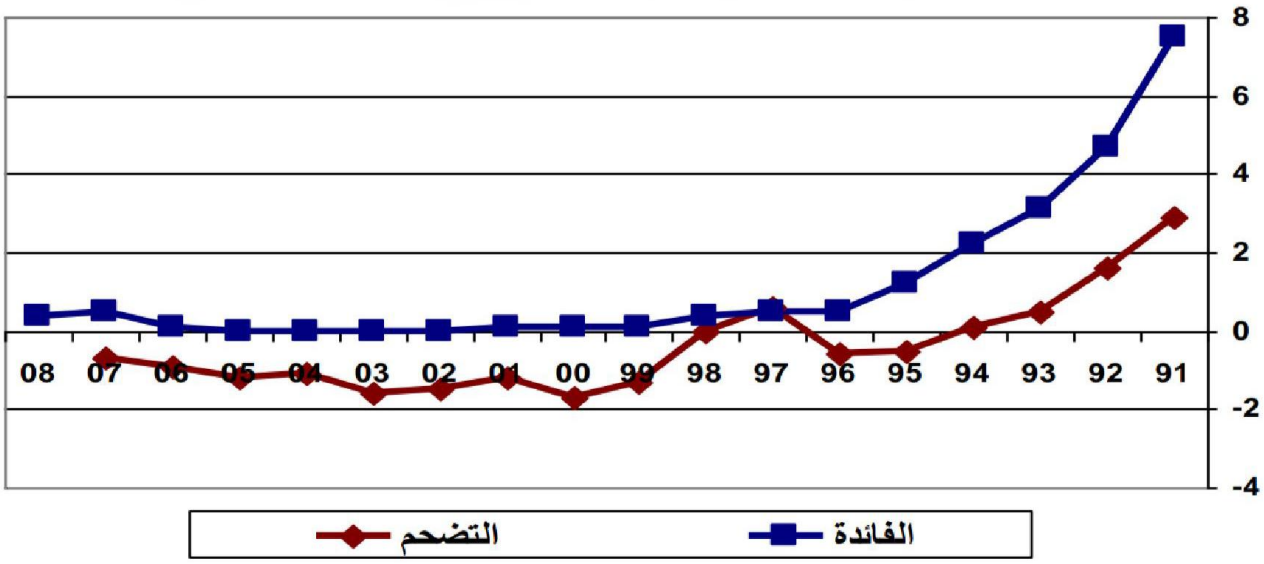
المطلب الثاني: تطبيق سياسة أسعار الفائدة الصفرية.

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 ارتفاع سعر الفائدة على الإقراض سوف يقلل من الطلب على القروض والعكس صحيح وعليه فإن منحنى الطلب على الائتمان يتخذ شكل منحنى الطلب العادي حيث ينحدر من الأعلى إلى الأسفل وإلى جهة اليمين، وهو ما تنشده البنوك المركزية من خلال أسعار الفائدة الصفرية، في التأثير على أسعار صرف العملة في الأسواق الدولية للعملات من خلال عدد الوحدات من العملة المحلية التي يمكن بها شراء وحدات من عملة أخرى.[1]

1- **تجربة سياسة أسعار الفائدة الصفرية في اليابان:** بعد حالة الركود التي شهدها البنك الياباني، قرر في البداية تكثيف سياسته التوسعية من خلال تخفيض معدل الفائدة الأساسي تدريجيا، بهدف منع ثاني أكبر اقتصاد في العالم من السقوط في فخ الكساد.

[1] إيمان قاضي، هاجر دغة، مرجع سابق الذكر، ص38.

الشكل رقم (07): معدل الفائدة الرسمي لليابان خلال الفترة (1991-2008)



المصدر: وئام ياسمين بشيري ، مرجع سابق الذكر، ص54.

قام البنك المركزي الياباني بتخفيض معدل الفائدة تدريجيا ليصل إلى 0% خلال سنتي 1999 و2000 ليرتفع بعدها إلى 0,25% من أوت 2000 إلى غاية جانفي 2001، حيث تخلى البنك الياباني عن سياسة سعر الفائدة الصفرية، وهذا بعد الثقة في الاقتصاد الياباني حيث وصل إلى مرحلة تم فيها تبديد المخاوف الانكماشية والرفع من أسعار الفائدة عن الصفر 0,25 %.

في 2006 وصل معدل الفائدة إلى 0%، وابتداء من 14 جوان 2006 قرر بنك اليابان الرفع تدريجيا في معدل الفائدة ليصل إلى 0,25% معتمداً على أن الاقتصاد الياباني قد تحسن وقد استعاد اليابان استقرارها المالي.

وفي سنة (2007-2008) تم تسجيل انخفاض في معدلات الفائدة بسبب أزمة الرهن العقاري التي هزت الاقتصاد الياباني، وبالتالي سياسة أسعار الفائدة الصفرية لم تجدي نفعا ولم تساعد على تجاوز حدة الركود الاقتصادي الياباني.

2- **تجربة سياسة أسعار الفائدة الصفرية في الولايات المتحدة الامريكية:** ما إن بدأت بوادر الأزمة العالمية وبدأت معها مؤشرات الأسواق المالية بالانخفاض المستمر حتى تدخلت

كبار البنوك المركزية على مستوى العالم وعلى رأسها الفيدرالي الأمريكي بخفض معدلات الفائدة، وذلك لامتصاص أثار الأزمة وانعكاساتها على المستوى العالمي، فقد قام بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي منذ بدأ الأزمة بعدة تخفيضات لأسعار الفائدة بشكل سريع ومتكرر عدة مرات منذ سبتمبر 2007، حيث كان سعر الفائدة آنذاك 5,25 % ثم تتالت التخفيضات حيث وصل في أكتوبر 2008 إلى 01% ثم في ديسمبر 2008 إلى حدود المجال من 0,25% إلى 0 % من خلال التعاملات الليلية كجزء من الخطوات التي اتخذها لدفع النمو الاقتصادي أبان الأزمة.[1]

ومنذ جويلية 2014 بدأ الحديث عن توقيت رفع قيمة الفائدة، وفي سبتمبر 2015 عاد الحديث عن رفع معدلات الفائدة كما أشارت أغلب التوقعات في ذلك الوقت، أبقى البنك الاحتياطي الفيدرالي سعر الفائدة الرسمي عند مستوياته التي كانت عندها منذ سبع سنوات والقريبة من الصفر 0,25 %وذلك لعدة أسباب نذكر منها:[2]

– يرى المسؤولون أن الاقتصاد الأمريكي ليس قويا بما فيه الكفاية للبدء برفع أسعار الفائدة من قبل البنك الاحتياطي الفيدرالي لأنه سوف يتبعه ارتفاع في تكلفة الاقتراض والعائد على التوفير ونظرا لوجود ارتباط كبير بين الاقتراض والنمو الاقتصادي فقد رأى البنك أن الوقت لم يحن لرفع سعر الفائدة، ومن المعروف أن قرض اليوم هي نمو في الغد، ومن جهة أخرى فإن المتضرر الأول من رفع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية هي الحكومة الاتحادية الخزينة نظرا لكونها أكبر المقترضين في البلاد، ولقد نجح البنك الاحتياطي في تخفيض كلفة الاقتراض في السنوات السبعة الأخيرة بمحافظته على أسعار الفائدة منخفضة عند مستويات قريبة من الصفر؛

– الانخفاض الكبير في أسعار الفائدة الأمر الذي انعكس على شكل انخفاض في مستويات التضخم بشكل رئيسي بسبب تراجع أسعار النفط الخام والطاقة إلى جانب ارتفاع أسعار

[1] سلوى بن الزغدة، نسمة محداب، مرجع سابق الذكر، ص 88.

2 المرجع نفسه، ص ص 89،90.

صرف الدولار، ومن هنا فإن تراجع معدلات التضخم العالمية وبشكل خاص في الولايات المتحدة الأمريكية قد دفع بنك الاحتياطي الفيدرالي للإبقاء على أسعار الفائدة ثابتة؛

– ضعف الأسواق المالية العالمية حيث نلاحظ بأن أسواق الأسهم وأسواق السلع تعرضت لضربة قوية خلال الفترة الماضية فقد انخفضت بقوة حتى مع محاولات الارتفاع التي حصلت إلا أنه يلاحظ أن الضغط وفقدان الثقة يعتري الأسواق بشكل عام، الناشئة منها والمتقدمة وخصوصا أن هناك علاقة عكسية بين نشاط الأسواق المالية ومستويات أسعار الفائدة، فكلما ارتفعت أسعار الفائدة كلما تراجعت الأسواق المالية بسبب انتقال المستثمرين من سوق الأوراق المالية(الأسهم والسندات وغيرها)إلى الأسواق المصرفية والنقدية، ومن هنا جاء قرار بنك الاحتياطي الفيدرالي بعدم رفع سعر الفائدة.

وفي ديسمبر2015 رفع الاحتياطي الفيدرالي أسعار الفائدة ب 0,25% نقطة مئوية وذلك في أول زيادة من نوعها منذ عام 2006، وبهذا ارتفعت فائدة الاقتراض بين البنوك إلى ما بين 0,25 %و5،0 %كما رفع الاحتياطي الفيدرالي توقعاته للنمو الاقتصادي خلال نهاية عام 2016 من 2,3 %إلى 2,4 %ويشير هذا إلى أن البنك يرى أن رفع أسعار الفائدة لن يؤثر سلبيا على النمو، وأشار البنك إلى أن قراره جاء بسبب زيادة الإنفاق الأسري واستثمارات الأعمال إلى جانب انخفاض معدل التضخم.

المطلب الثالث: تطبيق سياسة أسعار الفائدة السالبة.

من المعروف ومنذ القدم أنّ من يقترضون الأموال من الأفراد والشركات يقومون بسداد دينهم عند حلول أجل السداد، بالإضافة إلى دفع نسبة فائدة متفق عليها مسبقا، وعندما تقوم بإيداع أموالك إلى بنك ما سيقوم البنك بمنحك فائدة سنوية على إيداعك، أي أدنى مستوى يصل إليه هو الصفر في المائة، ومن المفروض أنه عندما يصل معدل الفائدة إلى الصفر تفقد السياسة النقدية فعاليتها، غير أن التطبيق العلمي أثبت أنه من الممكن أن

تلجأ السلطات النقدية إلى تخفيض معدلات الفائدة إلى ما دون الصفر، لكن هذا المعدل يتم التعامل به ما بين البنوك التجارية مع البنوك المركزية.[1]

1- **تجربة الدنمارك:** لجأت الدنمارك كباقي الدول الأوروبية الأخرى في ظل أزمة الديون الأوروبية إلى استخدام السياسة النقدية غير التقليدية بعد عجز الأدوات التقليدية للسياسة النقدية عن التصدي للأزمة، حيث قرر مجلس المحافظين في الدنمارك ضرورة استخدام أسعار الفائدة السالبة (جوان) 2012 بإعتبارها ضرورية لمنع حدوث تباطؤ في الاقتصاد الدنماركي، وكان الدافع وراء اللجوء إلى هاته السياسة هو ردع التدفقات الرأسمالية الباحثة عن الفوائد السريعة أو ما يعرف بـ " Hot money" حيث صرح" لارس رود" محافظ البنك المركزي الدنماركي في مارس 2015 أنه من أجل وقف تدفق رأس المال، تدخل البنك المركزي الدنماركي في سوق الصرف الأجنبي بكميات كبيرة جدا، بالاظافة لخفض أسعار الفائدة. على سبيل المثال قام بنك "Jyske" ثاني أكبر بنك في الدنمارك بفرض فائدة بنسبة -0,6%على الودائع الأكثر من 7,5 مليون كرونة دنماركية، كما فرض نسبة -0,75% على جميع الودائع من عملاء محترفين وخاصة مع ودائع تزيد عن 750000 كرونة. ويعتبر بنك ""جايسك" أول بنك في العالم يقدم أسعار سالبة على القروض العقارية، حيث تم تحديد المعدل 0,50% لمدة 10 سنوات.[2]

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

[1] عبد القادر خليل ، رضوان بن عروس ، مرجع سابق الذكر، ص 122.

[2] وئام ياسمين بشيري ، مرجع سابق الذكر، ص69.

الجدول رقم(05) معدلات الفائدة السالبة المطبقة من طرف البنك المركزي الدنماركي.

البنك المركزي	المعدل	التاريخ	الهدف من الإجراء
البنك المركزي الدنماركي	-0,20%	جويلية 2012	الهدف من هذا الإجراء هو تجميد عمليات إصدار سندات جديدة
	-0,10%	جوان 2013	
	-0,05%	سبتمبر 2014	
	-0,20%	19 جانفي 2015	
	-0,50%	29 جانفي 2015	
	-0,75%	فيفري 2015	

المصدر: وئام ياسمين بشيري ، مرجع سابق الذكر، ص70.

2- تجربة اوروبا: في عام 2014 قام البنك المركزي الأوربي ECB باستخدام معدل الفائدة سالب وذلك فقط على إيداعات البنوك التجارية بهدف منع منطقة اليورو من السقوط في دوامة الانكماش، حيث وضع معدل الفائدة سالب يقدر بـ -0,1% وهذا في جوان 2014، ثم قام بخفض هذا المعدل إلى -0,2% في سبتمبر 2014، وذلك بسب الظروف الاقتصادية الصعبة لدول منطقة اليورو، حيث يريد بنك أوروبا المركزي من ذلك رفع معدل التضخم، نتيجة تراجع الأسعار بفعل المعروض السلعي المتوافق مع تراجع الطلب الاستهلاكي للظروف المذكورة أنفاً، إذن الهدف هو إجبار البنوك على إقراض الزبائن بدلا من إيداعها في البنك المركزي.[1]

والجدول الموالي يوضح تطورات أسعار الفائدة السالبة في البنك المركزي الأوروبي

[1] عبد القادر خليل ، رضوان بن عروس ، مرجع سابق الذكر، ص126.

الجدول رقم (06) تطورات أسعار الفائدة السالبة في البنك المركزي الأوروبي.

البنك المركزي	التاريخ	المعدل	السياسة التكميلية المعلن عنها
البنك المركزي الأوروبي	جوان 2014	-0,1%	إضعاف قيمة الاورو بالنسبة لعملات العالم الأخرى بالإضافة إلى إجبار البنوك غير الراغبة في مد خطوط ائتمان في الاقتصاد الأوروبي على القيام بذلك حتى تتجنب أن تدفع فائدة على الأموال التي لا تقرضها.
	سبتمبر 2014	-0,2%	
	ديسمبر 2015	-0,3%	
	مارس 2016	-0,4%	

المصدر: عبد القادر خليل ، رضوان بن عروس ، مرجع سابق الذكر، ص126.

3- التجربة السويسرية: كانت الحكومة السويسرية أول من تبنت سياسة أسعار الفائدة السالبة وذلك في أوائل السبعينيات من القرن المنصرم، من أجل تخفيض قيمة الفرنك السويسري الذي أصبح ملاذا آمنا لجأ إليه الكثير من المستثمرين بسبب التضخم المرتفع في شتى أنحاء العالم، كما تبنت الحكومة السويسرية من جديد هذه السياسة في بداية عام 2015 بتخفيض معدل الفوائد على الاحتياطات البنكية من 0,5 %إلى -0,25 % في ديسمبر 2014 ثم إلى-0,75 %في جانفي2015، والجدول الموالي يوضح هذه التطورات:

الجدول رقم (07) تطورات أسعار الفائدة السالبة في البنك المركزي السويسري.

البنك المركزي	التاريخ	المعدل	السياسة التكميلية
البنك الوطني السويسري	ديسمبر 2014	-0,25%	تحجيم الطلب الكبير على الفرنك السويسري
	جانفي 2015	-0,75%	

المصدر: عبد الصمد علالو ، أسامة بوملاح ، مرجع سابق الذكر، ص 83.

4-التجربة اليابانية: إن أحدث استخدام لمعدلات الفائدة السالبة كان في شهر جانفي 2016عندما فاجأ بنك اليابان الأسواق العالمية عبر اعتماده لأسعار الفائدة السالبة للمرة الأولى في تاريخه، حيث أعلن أنه سيطبق فائدة سلبية بمعدل-0,1% على الاحتياطات

التي تودعها المؤسسات لديه (بنك المركزي الياباني)، حيث كان سعي اليابان من هذا الإجراء لمواجهة الأوضاع الاقتصادية المتدهورة.[1]

والجدول الموالي يوضح تطورات أسعار الفائدة السالبة في البنك المركزي الياباني:[2]

جدول رقم (08) تطورات أسعار الفائدة السالبة في البنك المركزي الياباني.

البنك المركزي	التاريخ	المعدل	الهدف
بنك اليابان	بداية 2016	-0,1%	تحفيز النمو والخروج من الأوضاع الاقتصادية المتدهورة

المصدر: ايمان قاضي، هاجر دغة، مرجع سابق الذكر، ص43.

ولقد أدت هذه السياسة في اليابان بالفعل إلى إنعاش الاستهلاك ورفع معدل النمو من 0,9% في عام 2016 إلى 1,7% في عام 2017 وذلك نتيجة إلى زيادة الصادرات كما ارتفع معدل التضخم نحو 0,7%، حيث من أهداف بنك اليابان تفادي الانكماش في الأسعار الذي كان يهدد البلاد هذا التحسن في المؤشرات الاقتصادية لم تشهده اليابان منذ سنوات، حيث شهدت فترة طويلة من التباطؤ الاقتصادي. [3]

[1] عبد الصمد علالو ، أسامة بوملاح ، مرجع سابق الذكر، ص83.

[2] ايمان قاضي، هاجر دغة، مرجع سابق الذكر، ص43.

[3] حسن الحاج، مرجع سابق الذكر، ص18.

المبحث الثاني: سياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر.

عرفت السياسة النقدية في الجزائر تطورات تشريعية متعاقبة منذ الاستقلال، هذه الأخيرة تبنت سياسة التمويل غير التقليدي كحل استعجالي لإستعادة التوازنات المالية للاقتصاد الوطني واحتواء تداعيات الأزمة البترولية 2014.

المطلب الأول: مفهوم التمويل غير التقليدي في الجزائر.

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

1- **الإطار التشريعي للسياسة النقدية في الجزائر:** أولت الجزائر منذ الاستقلال إرساء قاعدة تشريعية للسياسة النقدية بإنشاء الخزينة العمومية الجزائرية ثم إنشاء البنك المركزي الجزائري بموجب القانون 62-44 المؤرخ في 1962/12/13، ثم توالت القوانين التي تؤطر هذه السياسة، وكان أهمها قانون 10/90 الذي حدد مختلف الآليات التي تسمح لبنك الجزائر بتمويل الاقتصاد والتأثير على المتغيرات النقدية، حيث ظهرت صيغة التمويل غير التقليدي في الاقتصاد الجزائري كآلية لضمان استمرارية تمويل نموذج التنمية الاقتصادية الذي تبنته الحكومة الجزائرية منذ 2001.

وفي سنة 2003 تم تعديل قانون 10/90 بالأمر 11/03 استجابة للتطورات الحاصلة في المجال البنكي خاصة تلك المتعلقة بالفضائح المالية بسبب إفلاس كل من بنك الخليفة الخاص والبنك الصناعي التجاري الجزائري، وكان هدفه تقليص الصلاحيات التي كان يتمتع بها محافظ بنك الجزائر، وبالتالي تقليص استقلالية بنك الجزائر التي كان بتمتع بها وفقا للقانون 10/90 هذا من جهة ومن جهة أخرى تدعيم الإشراف والرقابة على البنوك الخاصة.

وسنة 2010 جاء تعديل أخر بالأمر 04/10 لتحديد قواعد الشراكة الأجنبية في المجال المصرفي خاصة منها ما تعلق بالقاعدة 51/49، وبعد الضغوطات التي تعرضت

لها الخزينة العمومية الناتجة عن الانخفاض الشديد في الإيرادات بسبب الأزمة البترولية سنة 2014، فمن بين الحلول التي قدمتها الحكومة الجزائرية من خلال تصريحات الوزير الأول ووزير المالية هو اعتماد سياسة التيسير الكمي التي اعتمدتها الولايات المتحدة الأمريكية في الأزمة المالية العالمية 2008، حيث قامت الحكومة الجزائرية بالتفكير في بدائل تشريعية للتخفيف من الأعباء على صندوق ضبط الموارد واحتياطات الصرف، فجاء اقتراح مشروع الاعتماد على سياسة التمويل غير التقليدي من خلال تعديل قانون النقد والقرض والذي يسمح لبنك الجزائر وفق آليات معينة ولمدة خمس سنوات من تمويل الخزينة العمومية اعتمادا على اصدارات نقدية جديدة، والذي تم اعتماده رسميا كقانون تحت رقم 10/17 المؤرخ في 2017/10/11.[1]

مع الإشارة أنه قبل تعديل قانون النقد والقرض نهاية 2017، لايسمح للبنك المركزي بشراء مباشر لسندات الخزينة العمومية إلا في السوق الثانوية أي سوق التداول ومن البنوك التجارية والمؤسسات المالية، ولكن مع التعديل الجديد سيسمح لبنك الجزائر بشراء سندات الخزينة العمومية في السوق الأولية، وهذا هو البعد غير التقليدي في عملية التمويل المباشرة مقارنة بما كان معمول به في السابق.[2]

2- **تعريف التمويل غير التقليدي:** تعددت التعريفات فيما يتعلق بالتمويل غير التقليدي. نتطرق إلى التعريف القانوني والتعريف الاقتصادي.[3]

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

- ✓ التمويل غير التقليدي هو طريقة حديثة للتيسير المالي العمومي ذات طابع استثنائي تقره الحكومة يهدف إلى إعادة التوازن المالي العام دون التفريط في المشاريع التنموية.

[1] أنفال نسيب، **التحديات والإصلاحات المصاحبة لسياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر**، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، المجلد 05، العدد01، 2019، ص ص 18،19.

[2] وليد العشي ، مرجع سابق الذكر، ص227.

[3] إيمان قاضي، هاجر دغة، مرجع سابق الذكر، ص ص 44-46.

- ✓التمويل غير التقليدي هو اقتراض الخزينة العمومية من البنك المركزي لمدة خمس سنوات.
- ✓التمويل غير التقليدي هو تمويل مباشر للخزينة العمومية من طرف بنك الجزائر بغية الحفاظ على ديناميكية التنمية الاقتصادية والاجتماعية.
- ✓التمويل غير التقليدي اتفاق يقرض بمقتضاه البنك الجزائر مبلغا من المال للدولة أو إحدى إدارتها مقابل تعهدها بدفع فائدة سنوية ولمدة خمس سنوات.

2-2-التعريف الاقتصادي: يعرف التمويل غير التقليدي من الجانب الاقتصادي:

- ✓التمويل غير التقليدي هو قضية تسيير اقتصادي لمدة خمس سنوات كأقصى حد، ويخضع لمعطيات ودراسة اقتصادية معمقة لاختصاص وستتوجه السلطات العامة تدريجياً سنة بعد سنة للتقليص من قيمة هذا التمويل من طرف البنك المركزي حتى تتمكن من التسيير وتحقيق التوازن في الميزانية.
- ✓التمويل غير التقليدي هو مورد استثنائي لإيرادات الدولة من أجل تمويل نفقاتها طيلة 05 سنوات.
- ✓إن المعمول به عادة ألا تطبع النقود إلا بقدر ما يقابلها من احتياطي الذهب أو بحسب قوة الاقتصاد وما يقابلها من إنتاج فعلي للسلع والخدمات في البلاد أو احتياطي النقد الأجنبي لكن تبني أسلوب التمويل غير التقليدي يعمل عكس هذا القول أي طبع الأوراق النقدية بدون مقابل.
- ✓التمويل غير التقليدي هو قيام الحكومة بتوفير التمويل لأغراض التنمية من خلال إصدار نقود جديدة من طرف البنك المركزي وذلك لغرض التوسع والائتمان دون الحاجة لادخار مسبق، ويتم اللجوء إلى هذا النوع من التمويل لتغطية العجز الحاصل في الموازنة العامة وينتج عن هذا النوع من التمويل ظاهرة التضخم، حيث إن ارتفاع الأسعار في الدول النامية يشجع رؤوس الأموال الأجنبية على الانتقال إليها مما يؤدي إلى تنشيط عملية

التنمية، فالتمويل التضخمي لا يقتصر على إصدار وطبع النقود بل أن فتح الحسابات الائتمانية والاعتمادات أمام المنتجين وأصحاب الأعمال بالشروط الملائمة.

✓ التمويل غير التقليدي هو سياسة نقدية غير التقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة حيث يشتري البنك المركزي الاوراق المالية لزيادة كمية الأموال المتاحة في الاقتصاد، ويتميز هذا الأسلوب عن السياسة النقدية المعتادة بأكثر شراء أو بيع اوراق المالية من أجل الحفاظ على معدلات الفائدة في السوق عند قيمة الهدف المحدد(معدلات الفائدة الصفرية).

ومن خلال ما سبق يمكن أن نعرف التمويل غير التقليدي على أنه: سياسة نقدية غير تقليدية يستخدمها البنك المركزي لتنشيط الاقتصاد الوطني عندما تصبح أدوات السياسة النقدية النمطية غير فعالة، وتعتبر آخر ملجأ للبنك المركزي.

الجدول رقم(09): الفرق بين التمويل التقليدي وغير التقليدي.

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

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتمادعلى المعلومات السابقة

المطلب الثاني: ظروف ومبادئ تطبيق التمويل غير التقليدي في الجزائر.

1- **ظروف تطبيق التمويل غير التقليدي في الجزائر:** يمكن أن نبين الوضعية المالية والنقدية للجزائر، والتي كانت سببا في الأزمة المالية التي تواجه الجزائر من خلال متابعة المؤشرات أدناه. تلك المؤشرات كانت دليلاً واضحاً على حاجة البلد عن تعديل وضعيته المالية من خلال إيجاد تمويل جديد، والذي عرف بالتمويل غير التقليدي:[1]

1-1- **ميزان المدفوعات:** عرف متوسط سعر البترول، بعد انخفاضه إلى 40,6 دولار خلال السداسي الأول2016 ارتفاعا ليبلغ 48,2 دولار خلال السداسي الثاني من نفس السنة، ليبلغ بعد ذلك 50,9 دولار خلال السداسي الأول من سنة 2017. في حين، تراجع متوسط سعر البترول من 53,7 دولار خلال الثلاثي الأول من سنة 2017 إلى حوالي 49 دولار في الثلاثي الثاني من نفس السنة، بينما شهدت كميات المحروقات المصدرة تراجعا خلال سنة 2017، بعدما زادت سنة 2016 بنسبة 10,8%، في حين شهدت قيمة الصادرات من المحروقات ارتفاعا بسبب تحسن الأسعار من 27,9 مليار دولار سنة 2016 إلى 31,6 مليار دولار سنة 2017.

عرفت الصادرات خارج المحروقات، التي شهدت تزايدا واضحا يقارب 29% بين السداسي الأول والثاني من سنة 2016، منتقلة من 609 إلى 783 مليون دولار، تراجعا لتبلغ 637 مليون دولار خلال السداسي الأول من سنة 2017، بينما كان التراجع السنوي للصادرات خارج المحروقات مابين 2016-2017 انتقالا من 1,4 مليار دولار إلى 1,3 مليار دولار.

انخفضت الواردات من السلع التي بلغت ذروتها بـ: 59,7 مليار دولار في 2014، في 2015 لتصل 52,6 مليار دولار وبعد استقرار في السداسي الأول من سنة 2016(25,16 مليار دولار) عادت الواردات من السلع نحو الانخفاض بصفة متواضعة

[1] مصطفى بورنان، مسعود بن موبزة، محمد تقرورت، **تطبيق التمويل غير التقليدي في الجزائر والإصلاحات المصاحبة له**، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد20، العدد 01، 09-11- 2020، الجزائر، ص ص 290-293.

خلال السداسي الثاني من نفس السنة (24,31مليار دولار)، في السداسي الأول من 2017 ارتفعت الواردات من السلع بشكل طفيف مقارنة بالسداسي السابق لتبلغ 25,58 مليار دولار، وبالتالي انخفضت الواردات من السلع سنة 2017 لتصل 48,7 مليار دولار مقابل 49,4 مليار دولار سنة 2016.

ومما سبق ظهر الرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات عجزاً قدره 11,06 مليار دولار خلال السداسي الأول من 2017 مقابل عجزا قدره 11,42 مليار دولار خلال السداسي الثاني .2016

1-2-احتياطات الصرف: ترافقا مع التطور غير المواتي لميزان المدفوعات الخارجية خلال السداسي الأول من سنة 2017، شهدت الاحتياطات الرسمية للصرف تقلصا قدره 7,846 مليار دولار منتقلة من 114,138 مليار دولار في نهاية ديسمبر 2016 إلى 106,292 مليار دولار في نهاية شهر جوان 2017 وذلك بسبب أسعار صرف اليورو والدولار المتغيرة وعجز ميزان المدفوعات.

1-3- أسعار صرف الدينار: واصل سعر الدينار انخفاضه خلال السداسي الأول من سنة 2016، ولو بصفة أقل مقابل العملتين الرئيستين للتسوية بالجزائر، حيث انخفضت قيمة الدينار مقابل الدولار بـ 3,47% وبـ 4,53% مقابل الاورو وذلك خلال السداسي الأول من سنة 2016 مقارنة بالسداسي الثاني من سنة 2015،وفي نهاية الفترة انخفضت قيمة الدينار بـ 2,93% مقابل الدولار و بـ 4,64% مقابل الاورو خلال نفس الفترة، واتسمت الفترة بين السداسي الثاني من سنة 2016 والسداسي الأول من سنة 2017 باستقرار نسبي لسعر الصرف الدينار، لكن اقفل الدينار الجزائري سنة 2017 بانخفاض في قيمته بواقع 15,36% مقابل اليورو.

1-4- المالية العامة: نجم عن الارتفاعات في الإيرادات خارج المحروقات بـ 1067,4 مليار دينار، وبدرجة أقل في إيرادات المحروقات (+238,2 مليار دينار)، خلال السداسي الأول من 2017 مقارنة بنفس الفترة من سنة 2016، المتزامنة مع انخفاض النفقات

العمومية بـ 223,8 مليار دينار (-5,5%)، عجزا في الميزانية قدره 254,5 مليار دينار (384,1 مليار دينار بالنسبة للرصيد الإجمالي للخزينة العمومية)، مقابل عجزا بـ 1783 مليار دينار في السداسي الأول من 2016(1769 مليار دينار بالنسبة للرصيد الإجمالي للخزينة العمومية)، كما تراجع عجز الميزانية من 1567 مليار دينار في سبتمبر 2016 إلى 795 مليار دينار في نفس الشهر من سنة 2017، في حين أن عجز الخزينة العمومية بلغ 2245 مليار دينار، وبنسبة 12,9% من إجمالي الناتج الداخلي سنة 2016.

1-5-صندوق ضبط الإيرادات: هدف صندوق ضبط الإيرادات إلى وضع، قيد التنفيذ، سياسات مالية ظرفية، تتصدى لانعكاسات التوجه التنازلي لأسعار المحروقات. لكن الانخفاض القوي لأسعار البترول ومدته، المترافق مع المستوى المرتفع للنفقات العمومية، عجّلا من تآكله الكلي خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى منتصف 2017، حيث نفذ رصيده تماما في السداسي الأول من سنة 2017، والذي كان يبلغ 740 مليار دينار في نهاية ديسمبر 2016.

1-6-التضخم: عرف متوسط الوتيرة السنوية للتضخم، التي تسارعت خلال 12 شهراً متتالياً إلى غاية شهر مارس 2017 (7,07%) تباطؤا طفيفا في الثلاثي الثاني لنفس السنة لتبلغ 6,55% في نهاية(جوان 6,40 %بالنسبة للمؤشر الوطني). ويتراجع التضخم بنسبة طفيفة عند 5,6% في نهاية 2017.

2- مبادئ تطبيق سياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر: حسب ما جاء في نص قانون 10/17 الصادر في11 أكتوبر 2017 تطبيق التمويل غير التقليدي في الجزائر تقوم على الأسس والمبادئ التالية:[1]

- **سياسة استثنائية ومحددة بفترة خمس سنوات:** أن هذه السياسة جاءت كحلول مكملة من أجل التصحيح تحت شروط وليس كحلول أساسية من أجل الضبط، نظرا لضغوط الأزمة النفطية البترولية على مداخيل الدولة الجزائرية سنة 2014، حيث تم تحديد فترة اعتماد

[1] أنفال نسيب، مرجع سابق الذكر، ص 22.

سياسة التمويل غير التقليدي بـ 5 سنوات إلى أن يتم تدارك العجز في ميزانية الخزينة العمومية مما يتطلب إصلاح جذريا للمنظومة الجبائية.

- **شراء سندات الخزينة العمومية بطريقة مباشرة:** قبل قانون 10/17 يقوم بنك الجزائر بشراء سندات الخزينة العمومية بقيمة محددة بـ 10% من الإيرادات العادية للدولة، وتتم عملية البيع والشراء من خلال السوق بين البنوك، وبعد صدور قانون 10/17 أصبح الجزائر يقوم بتمويل الخزينة العمومية مباشرة بشراء السندات التي تصدرها أي لا تتم العملية من خلال السوق ما بين البنوك، علما أن قيمة السندات هي قيمة العجز التي تعاني منه الخزينة العمومية.
- **سقف الإصدار النقدي:** سقف الإصدار النقود يتم وفق نظام التغطية بفوائض الذهب النقدي والعملات الأجنبية (القيمة الكلية للفوائض لدى الدول المصدرة)، والبنك المركزي لا يقوم بتداولها محليا بل يحوله إلى عملة وطنية أي يتم إصدار مقابل نقدي محلي للفوائض المحققة، فقبل قانون 10/17 كانت الخزينة العمومية تطلب تسبيقات من بنك الجزائر لتغطية العجز في الميزانية العمومية في حالة تجاوز النفقات المستمرة الإيرادات المقتطعة عبر الزمن، وتم تحديد سقف الإصدارات النقدية من طرف بنك الجزائر لتمويل الخزينة العمومية، فسقف الإصدار أصبح غير محدد بقيمة معينة بل أصبح محدد بقيمة العجز في الخزينة العمومية.

حيث لا يوجد حتى الآن حد معين للمبالغ التي سيتم إصدارها خلال المدة المعتمدة في التمويل غير التقليدي، رغم تصريحات وزير المالية بأن المبالغ لن تتعدى 2659 مليار دينار، في ظل توقعات تناقض عجز الميزانية ليصل إلى الصفر خلال سنة 2019.

المطلب الثالث: تحديات التمويل غير التقليدي في الجزائر واهم البدائل المقترحة.

إن تنفيذ سياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر قد يصاحبه تحديات ومخاطر كبيرة مما يستلزم إصلاحات هيكلية مع ضرورة الذهاب إلى بدائل حقيقية في التمويل.

1-التحديات المصاحبة لسياسة التمويل غير التقليدي: من بين أهم التحديات المصاحبة لسياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر نذكر منها:[1]

- من بين الاقتراحات التي قدمها صندوق النقد الدولي بعد الأزمة البترولية لسنة 2014، ترشيد النفقات وفرض معدلات ضريبية جديدة ومرتفعة والتخلي التدريجي للدعم الاجتماعي، مع الحفاظ على استقلالية بنك الجزائر، والأكيد أنه عارض تطبيق هذه السياسة النقدية غير التقليدية نظرا وحسب توقعات خبرائه لتسببها في ارتفاع معدلات التضخم أكثر من 10% مع فقدان استقلالية البنك المركزي وتداعيات ذلك، إضافة إلى تأثيرات سلبية عديدة حيث توقع صندوق النقد الدولي تسجيل الجزائر لمعدل نمو اقتصادي يقدر بـ 1,5% في2018، 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.

- إن الدول التي تبنت سياسة التمويل غير التقليدي كاليابان وبريطانيا وأمريكا بها عملات صعبة قوية تستعمل في الصناديق السيادية ولها ما يقابل من إنتاج وطني، ومع ذلك لم تسلم من الأزمات خاصة أزمة الرهن العقاري، فحسب بعض الخبراء والمحللين الاقتصاديين في الجزائر فاعتمادها لهذه السياسة من خلال القيام بإصدارات جديدة سيؤدي إلى توفير كمية كبيرة من النقود الوهمية سيؤدي إلى زيادة الطلب على السلع مما يؤدي إلى تضخم أسعار البضائع ومنه انهيار قيمة الدينار وهو ما يعاني منه الاقتصاد الجزائري في الوقت الحالي، مما سينتج عنه أزمة لدى الأفراد حيث تصبح كمية كبيرة من النقود لا توفر إلا كمية قليلة

[1] أنفال نسيب، مرجع سابق الذكر، ص ص 22،23

من السلع والبضائع، ثم تنتقل الأزمة إلى المؤسسات بسبب التضخم فتعجز عن تحمل أعباء الأجور.

– إن هذا الخيار يتعارض مع الفكر الاقتصادي وهو بمثابة هروب إلى الأمام ولن يعالج الوضع بل سيؤدي الزيادة في المعروض النقدي مما سيولد التضخم المفرط وانهيار قيمة العملة.

2-مخاطر التمويل غير التقليدي في الجزائر: إن التمويل غير التقليدي في الجزائر هو إجراء يعني الاعتماد على التمويل من خلال طباعة أوراق نقدية أو بما يسمى الإصدار النقدي دون تغطية وهذا ضماناً لتغطية عجز ميزانية وتمويل الدين العام المحلي ودعم موارد صندوق الاستثمار الوطني وبالتالي من إيجابيات هذا الإجراء: [1]

- ضمان استمرار تغطية نفقات الدولة وتجنب تعطيل برنامج التنمية الاقتصادية؛
- تسديد الدين الداخلي؛
- استمرار تمويل المشاريع والاستمارات؛
- تجنب الاستدانة الخارجية وما تخلفه من تداعيات اقتصادية وسياسية؛
- تفادي تراجع النمو وتوقيف المسار التنموي.

ورغم عن هذه الإيجابيات إلا أن الكثير من الخبراء الاقتصاديين يرون أن هذه الصيغة من التمويل هي قنبلة موقوتة قابلة للانفجار في أي وقت لعدم وجود اقتصاد حقيقي وهو ما سيؤدي حتما إلى:

- السقوط الحر لقيمة العملة الوطنية أمام العملات الأجنبية مما يؤدي إلى تضرر المبادلات الخارجية؛
- ارتفاع نسبة التضخم وبالتالي انخفاض القدرة الشرائية للمواطن مما يتسبب في توترات اجتماعية خطيرة؛

[1] لمياء طيبي ، خيرة اوباجي ، **واقع التيسير الكمي كأداة نقدية غير تقليدية في الجزائر**، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد بنكي ونقدي، جامعة الجيلالي بونعامة بخميس مليانة، الجزائر، 2018-2019، ص ص 59،60.

- ارتفاع تكاليف المشاريع المستقبلية لخلق بيئة غير مناسبة للاستثمار الخاص والأجنبي؛
- تدهور التصنيف الائتماني للدين السيادي وصعوبة الاستدانة الخارجية(أزمة اليونان).

3-أهم الحلول البديلة المقترحة لتجاوز الأزمة المالية: يرى الكثير من الخبراء الاقتصاديين إلى ضرورة الذهاب إلى بدائل حقيقية لأن الحل ليس في استحداث آليات جديدة لتمويل الخزينة وإنما خلق موارد تمويل حقيقة من خلال:[1]

- الرجوع إلى الأساسيات الاقتصادية في ضبط الاقتصاد.
- التمويل الإسلامي؛
- تطبيق سياسة جبائيه فعالة من أجل تحصيل الضرائب من الشركات والمؤسسات الكبرى؛
- محاربة التهرب الضريبي(العمل على الإصلاح ضريبي الحقيقي)؛
- محاربة الفساد مثل تهريب العملة بعشرات الملايين الدولارات عبر تضخيم الفواتير؛
- عصرنة ورقمنة النظام الجبائي ومحاربة الأسواق الفوضوية والموازية وإجبار أصحابها دفع الضرائب مثل البقية؛
- الإقلاع الاقتصادي بتفعيل القطاعات الراكدة والتي هي دون سقف النمو(صناعة، زراعة، قطاع التحويل والبيترو كمياء الخدمات، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة)؛
- واستحداث صندوق سيادي للاستثمار المحلي والدولي كآلية لفك الارتباط الجزئي بين ميزانية الدولة والريع النفطي؛
- استخدام الصكوك الإسلامية وتخفيض معدلات الاحتياطات الإجبارية والجزافية على مستوى البنوك، وتحصيل الكتلة النقدية المتواجدة على مستوى الأسواق الموازية(عن تبديل الأوراق النقدية)؛
- تنويع الاقتصاد خارج قطاع المحروقات كالاهتمام بالقطاع الزراعي كون الجزائر تملك موارد طبيعية هامة؛
- إعادة النظر في النظام الجبائي واستخدام تقنية الإعفاء الضريبي المشروط.

[1] لمياء طيبي ، خيرة اوباجي ، نفس المرجع، ص60.

المبحث الثالث: تجربة الجزائر في تطبيق آلية التيسير الكمي.

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

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

1- **أسباب تطبيق آلية التيسير الكمي في الجزائر:** إنّ اللجوء إلى سياسة التيسير الكمي في الجزائر كان سببه الرئيسي انخفاض أسعار البترول الذي أدى بدوره إلى عدة اختلالات، والموضحة في الجدول التالي:

جدول رقم(10): تطور بعض المؤشرات الاقتصادية والنقدية قبل اتخاذ قرار التيسير الكمي

المؤشر	2014	2015	2016	2017
أسعار البترول (بالدولار الأمريكي$).	100,02	53,1	45,00	54,1
رصيد الموازنة العامة (بالدولار الأمريكي$).	3068-	3103,8-	2285,9-	1234,7
احتياطي الصرف الأجنبي (مليار دولار أمريكي$)	178	144	114.1	97.3
رصيد صندوق ضبط الإيرادات مليار دينار جزائري	4408,4	3081,9	784,55	0,00
سعر الصرف مقابل الدولار الأمريكي	80,56	100,46	109,47	110,96
معدل التضخم	80,56	100,46	109,47	110,96
رصيد ميزان المدفوعات (بالدولار الأمريكي)	5,88-	27,54-	26.03-	21,76-

المصدر: أحمد ضيف، مرجع سابق الذكر، ص338.

يتضح من خلال بيانات الجدول أن تدهور أسعار البترول بين سنتي (2014-2017)، أدى إلى تدهور مختلف المؤشرات الاقتصادية والنقدية، حيث شهدت الموازنة العامة عجزاً مستمراً خلال هذه الفترة محل الدراسة. وتم اللجوء إلى صندوق ضبط الموارد لتمويل هذا العجز مما أدى إلى نفاذه سنة 2017، ونفس الشيء بالنسبة لميزان المدفوعات فقد شهد عجزاً مما أدى إلى تغطيته من خلال احتياطي الصرف الأجنبي الذي انخفض من 178 مليار $ سنة 2014 إلى 97,3 مليار$، وكانعكاس لتدهور المؤشرات السابقة انخفضت قيمة العملة الوطنية وارتفع معدل التضخم.[1]

إلا أننا إذا أردنا تحليل واقع إمكانية استعمال آلية التيسير الكمي في الجزائر، من أجل تحقيق إنعاش اقتصادي، من خلال سياسة نقدية مؤازرة، فإننا نكون أمام عدة اعتبارات تتطلبها آلية التيسير الكمي، حتى تكون فعالة في تحقيق الأهداف المطلوبة منها، هاته الاعتبارات نذكرها على النحو الآتي:[2]

- أنّ عمق السوق التمويلي بشقيه(سوق الأوراق المالية، والبنوك)، يجب أن يكون كبيراً كفاية، ليتم تفعيل آلية التيسير الكمي، كما أنه يجب أن تكون المؤسسات تمول نفسها من البنوك التجارية بالدرجة الأولى، ومن سوق الأوراق المالية عن طريق السندات، وهذا ما لا ينطبق على المشاريع الاقتصادية في الجزائر، إذ أن ضعف سوق الأوراق المالية وعدم ثقة الجمهور في البنوك والجهاز المصرفي برمته، ينسف فكرة تطبيق هاته الآلية من أساسها.

- كما أن البنوك التجارية ذات التركيز المصرفي العالي والتي تمول المشاريع في الجزائر هي بنوك عمومية، معظم أموالها متأتية من توطين مصرفي للمجمعات الاقتصادية الكبرى (سونلغاز، وسوناطراك...الخ)، ناهيك عن أن الاقتصاد بحاجة إلى إصلاحات هيكلية جذرية، حتى يكون قادراً على تفادي الآثار الجانبية للتيسير الكمي.

---

[1] احمد ضيف، مرجع سابق الذكر، ص339.

[2] محمد هاني، ميلود وعيل، **سياسة التيسير الكمي كآلية حديثة لتطبيق السياسة النقدية-دراسة تحليلية نظرية لافاق تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر**، مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات، المجلد 03، العدد 04، جوان 2018، ص ص264-269.

– من المسلم به اقتصاديا أنه كلما كان هناك مزيد الأموال في النظام الاقتصادي، كلما كان سعر الفائدة ستكون أقل، ما يحفز المشاريع الاقتصادية(خاصة المتوسطة والصغيرة منها) على الاقتراض، إلا أنه في الجزائر، قناة سعر الفائدة لا تؤثر في الأعوان الاقتصاديين في تعديل قراراتهم الاستثمارية، من جهة أخرى فإن معدلات الفائدة على الودائع لا تحرك المدخرين على الادخار في الجهاز المصرفي بالإضافة إلى أن كل المعاملات المالية بين المشاريع الاقتصادية، الاقتصادية تتم خارج الجهاز المصرفي برمته، ما يجعل الاقتصاد في حالة مصيدة سيولة لانهائية، في حالة استثنائية تخص الاقتصاد الجزائري فقط، وعليه فإن آلية التيسير الكمي تكون بلا جدوى في هاته الحالة.

– عدم فتح رؤوس الأموال للمؤسسات والشركات الاقتصادية، وانغلاقها على نفسها من ناحية التمويل، يؤدي إلى عدم تطبيق هاته الآلية، بالإضافة إلى أن فترة اتخاذ قرار التمويل من البنوك التجارية طويلة جدا، هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن عدم مرونة الجهاز الإنتاجي في الجزائر، تؤدي إلى إفقاد كل سياسة مالية أو نقدية فعاليتها، على اعتبار أنه اقتصاد ريعي، يشكل الاستيراد فيه حصة كبيرة من الناتج المحلي الإجمالي، وهنا فإن إمكانية تطبيق آلية التيسير الكمي تكون عديمة الفعالية، لأن الجهاز الإنتاجي غير قادر على زيادة الإنتاج أو تخفيضه.

– إنّ ما يميز هاته الأداة، هو أن تكون ذات فعالية في حالة الانكماش الاقتصادي فقط، بهدف تعزيز النمو الاقتصادي، بشرط أن يكون معدل التضخم دون 2%، على اعتبار أن الكتلة النقدية المطروحة ليس لها مقابلات لدى البنوك المركزية، وبالتالي فهي تشكل تضخم، كما أن التيسير الكمي يشترط أن تكون الكتلة النقدية موجهة للأعوان الاقتصاديين، من أجل تحفيز الاستثمار والاستهلاك، ولا تذهب في شكل أرباح لمسيري البنوك التجارية، والمؤسسات المالية الكبيرة التي تجب على الحكومة إنقاذها باعتبارها محركا للاقتصاد (فاني ماي، فريدي مايك... الأمريكية على سبيل المثال)، ناهيك عن مراعاة الشركاء التجاريين، ومدى استعمالهم لهاته الأداة، ووضعية الاقتصاد لديهم، حتى لا يتم الدخول في حرب

عملات، أو سياسات حمائية تدميرية، على اعتبار أن عملية التيسير الكمي ما هي إلا خفض لقيمة العملة، يستدعي خفض مماثل من قبل الشركاء التجاريين لعملائهم، حتى لا يسرق منهم النمو الاقتصاد نتيجة هاته العملية.

– بالنسبة إلى عملية تخفيض قيمة العملة، فإن السلطات تستهدف من ورائها تمويل الموازنة العامة عند تحويل مداخيل القطاع المزدهر إلى الدينار الجزائري، وليس تحفيز الصادرات على اعتبار أن الجهاز الإنتاجي غير مرن، بل العكس تكون هنا قد حفزت قطاع الاستيراد والذي بدوره يؤدي إلى تضخم مستورد، من جهة أخرى فإن تخفيض قيمة الدينار المتتالية وإن كانت تكسب الاقتصاد الجزائري ميزة تنافسية (من الناحية النظرية)، فإن عملية التيسير الكمي ما هي إلا الوجه الآخر لعملية تخفيض قيمة الدولار أو اليورو، وهما الشركاء التجاريين، وبالتالي فإن تخفيض قيمة الدينار، يتبعه تيسير كمي أمريكي أوروبي يؤدي إلى إلغاء المكتسبات المرغوبة من هاته العملية.

2–إجراءات سياسة التيسير الكمي في الجزائر: لجأت الحكومة الجزائرية إلى سياسة التمويل غير التقليدي من خلال إجراء تعديل لقانون النقد والقرض 90–10 بموجب القانون 17–10. وفق هذا التعديل تغيرت علاقة البنك المركزي بالخزينة العمومية من ناحية التمويل، وقد أطلق عليه مصطلح "التمويل غير التقليدي"، وقد أشرنا إليه في المبحث الثاني من هذا الفصل.

دخلت صيغة التمويل غير التقليدي حيز التنفيذ بعد تعديل قانون النقد والقرض بموجب القانون رقم17–10 الصادر في 11 أكتوبر 2017، حيث تنص المادة 45 مكرر على أن:[1]

✓يقوم بنك الجزائر بشكل استثنائي ولمدة 5 سنوات بشراء مباشرة عن الخزينة السندات المالية التي تصدرها هذه الأخيرة من اجل المساهمة على وجه الخصوص في:

- تغطية احتياجات تمويل الخزينة؛

[1] الجريدة الرسمية، **القانون10/17 المتمم للآمر 03/**11، العدد57، الصادر بتاريخ 2017/10/11، الجزائر، ص04

- تمويل الدين العمومي الداخلي؛
- تمويل صندوق الوطني للاستثمار.

تنفذ هذه الآلية لمرافقة تنفيذ برنامج الإصلاحات الهيكلية الاقتصادية والميزانية التي تقتضي في النهاية إلى:

- توازنات خزينة الدولة.
- توازن ميزان المدفوعات.

ويهدف هذا التمويل إلى تغطية حاجيات الخزينة العمومية وتمويل تسديد الدين العمومي الداخلي، وعلى وجه الخصوص سندات القرض الوطني من أجل النمو التي صدرت عام2016، وسندات الخزينة الصادرة مقابل شراء الدين البنكي "لسونلغاز" وسندات الخزينة الصادرة لفائدة" سونطارك" كتعويض عن الفارق بين سعر الوقود المستورد وسعر مياه البحر المحلاة.[1]

✓يتولى مراقبة ومتابعة هذا التمويل لجنة متكونة من ممثلي وزارة المالية وممثلي البنك المركزي، أسندت لها مهام تطبيق هذه الآلية في الميدان ورصد أثار تطبيقها على خزينة الدولة، مع مراقبة أداء هذه الوسيلة على الكتلة النقدية وعلى التضخم وسيولة البنوك وكذا سعر الصرف من أجل استعمال لهذه الآلية الحديثة.

✓بعد أن يتم إبرام الاتفاقية بين الخزينة العمومية الممثلة في المدير العام للخزينة العمومية ولفائدة البنك المركزي ممثلا في المدير العام للقرض والتنظيم البنكي، يطلب المدير العام للخزينة العمومية من المدير العام للمحاسبة فتح الحسابات الخاصة بالتمويل غير التقليدي وذلك بإنشاء حساب خاص بهذا الاكتتاب يبين فيه كيفية القيد المحاسبي في التسجيل ثم في التسديد بتاريخ استحقاقه.

[1] وليد العشي، أحمد صديقي، **تجربة التيسير الكمي في الجزائر**، مجلة اقتصاديات المال والإعمال، العدد السادس، جوان، 2018، الجزائر، ص262.

- وعلى أساس هذا الطلب يصدر المدير العام للمحاسبة عن طريق مديرية التنظيم والتنفيذ المحاسبي تعليمة من أجل إنشاء أحكام عامة وأحكام محاسبية تهدف لإتمام العملية من الجانب التقني "الفني" وبمجرد إعلام العون المحاسبي المركزي بالاتفاقية يراسل هذا الأخير بنك الجزائر لكي يضخ مبلغ الاكتتاب المذكور في الاتفاقية، يتم التأكد من دخول المبلغ عن طريق الشبكة الإعلامية الرابطة بينهما، وعليه يتم تسجيل القرض من تاريخ دفع المبلغ في الحساب تحت عنوان شراء سندات الخزينة.[1]

وحسب تقرير بنك الجزائر 2019 أنه:[2]

- تم تعبئة مبلغ 6556,20 مليار دج من طرف الخزينة لدى بنك الجزائر في إطار تنفيذ التمويل غير التقليدي، وحسب تقرير بنك الجزائر لسنة 2019 فإن مبالغ التمويل غير التقليدي وجهت عبر التفصيل التالي:

- مبلغ 2470 مليار دج أستخدم لتمويل عجز الخزينة لسنة 2017، 2018 وجزئياً من 2019 مبلغ 1813 مليار دج ساهم في تسديد الدين العمومي المتعلق بالشركات العمومية (سونطراك، سونلغاز)، بالإضافة إلى تسديد القرض السندي.
- مبلغ 500 مليار دج موجه إلى الصندوق الوطني للتقاعد لتسديد دينه لدى الصندوق الوطني للتأمينات الاجتماعية.
- مبلغ 1773,20 مليار دج موجهة للصندوق الوطني للاستثمار لتمويل برامج عدل وتمويل عجز الصندوق الوطني للتقاعد والمشاريع الهيكلية.

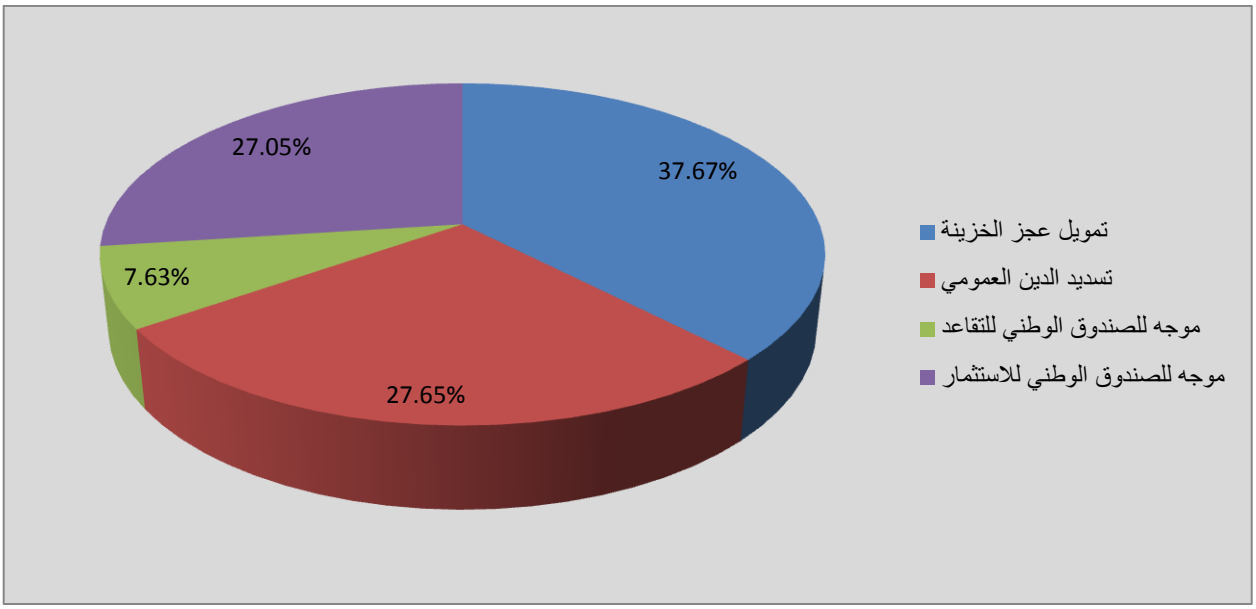
والشكل الموالي يبين توزيع المبالغ المالية التي قام بإصدارها بنك الجزائر في إطار التمويل غير التقليدي كما يلي:

---

[1] سامية زيوان، مرجع سابق الذكر، ص93.

[2] هجيرة مكاوي، محمد بوبكر، **مساهمة التمويل غير التقليدي في معالجة عجز الموازنة العامة في الجزائر، دراسة تحليلية 2014-2019**، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 4، العدد01، الجزائر، أفريل 2020، ص223.

الشكل رقم(08): توزيع المبالغ التي قام بإصدارها بنك الجزائر في إطار التمويل غير التقليدي.



المصدر: من إعداد الطالبة بناءاً على معطيات تقرير بنك الجزائر2019.

نلاحظ من خلال بيانات الشكل أعلاه أن تقريباً 73% من المبلغ المطبوع من طرف البنك المركزي، وجه لتمويل الخزينة العمومية وتسديد الدين العام ودعم الصندوق الوطني للتقاعد، وهذا ما يوحي لنا بأن سياسة التيسير الكمي ستكون لها أثار تضخمية إذا ما استمرت الحكومة بها.

المطلب الثاني: أثار تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر.

شكلت أداة التيسير الكمي في الجزائر التي تم إقرارها بموجب قانون النقد والقرض17-10 في الجزائر أداة إنقاذ مالي، في الوقت الذي انهارت فيه مداخيل البترول المصدر الرئيسي لتمويل الموازنة العامة وتمويل الاقتصاد بالدرجة الثانية، وعليه فإننا نورد أثر التيسير الكمي في الجزائر على التمويل على النحو الآتي:[1]

[1] محمد هاني، **سياسة التيسير الكمي كآلية لتمويل الإستراتيجية التنموية لبرنامج التحول الاقتصادي في الجزائر**، مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات، المجلد06، العدد02، ديسمبر 2021، ص ص120-122.

1- أثر تطبيق التيسير الكمي على رصيد التمويل في الاقتصاد: شكل إنهيار أسعار المحروقات، وتراجع الإيرادات في الموازنة العامة الظرف الأساسي الذي أدى إلى اللجوء إلى الترخيص للبنك المركزي بالشراء مباشرة من الخزينة العمومية لسنداتها ذات الأجل المتوسط والطويل، كما تم توسيع العملية لتشمل شراء البنك المركزي للسندات المضمونة من طرف الدولة، من أجل إعادة تمويل الأعوان الاقتصاديين، وبالدرجة الأولى إعادة تمويل البنوك التجارية من خلال توفير السيولة لها.

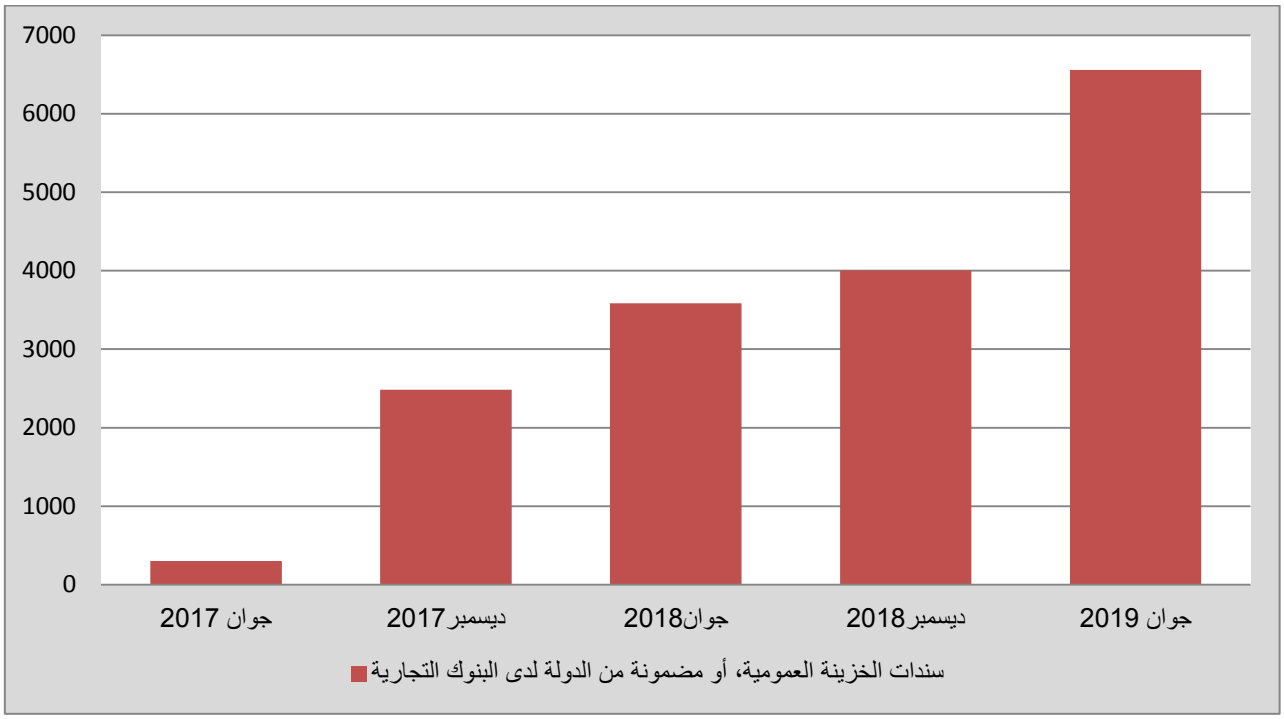
الجدول رقم (11) : حجم الكتلة النقدية المطبوعة من سياسة التيسير الكمي.

السنوات	جوان 2017	ديسمبر 2017	جوان 2018	ديسمبر 2018	جوان 2019
سندات الخزينة العمومية، أو مضمونة من الدولة لدى البنوك التجارية	300	2485	3585	4005	6556

المصدر: محمد هاني، مرجع سابق الذكر، ص120.

والشكل الموالي يبين حجم الكتلة النقدية الطبوعة من سياسة التيسير الكمي

الشكل رقم (09): حجم الكتلة النقدية المطبوعة من سياسة التيسير الكمي



المصدر: من إعداد الطالبة بناءاً على معطيات الجدول.

من خلال معطيات الجدول والشكل البياني نلاحظ سرعة اللجوء إلى طبع كتلة نقدية من فراغ لدى بنك الجزائر، فقد تم تحديد مبلغ 12000مليار دج على مدى 05 سنوات، إلا أنه قد تم طبع كتلة نقدية ب 6556 مليار دج في أقل من سنتين، والسبب في ذلك أن لجوء الحكومة إلى سياسة الإصدار النقدي كان هروباً من ردة الفعل لدى الأعوان الاقتصاديين، الرافضة لكل زيادة في الضرائب والتكاليف، وبالتالي تبقى سياسة التيسير الكمي هي المخرج الوحيد لتمويل المالية العامة، وعجز الموازنة المتراكم من سنوات، والذي أدى إلى امتصاص كلي لرصيد الادخار في حساب التخصيص" صندوق ضبط الإيرادات "في سنة2017.

2- **أثر تطبيق التيسير الكمي على تمويل الموازنة العامة:** قبل إسقاط أثر أدوات الصيرفة المركزية غير التقليدية على تمويل المالية العامة في الجزائر، وجب إظهار طبيعة هذا التمويل، الذي يعتمد على العجز الموازني من خلال الطرح الكينزي وآلية المضاعف والمعجل كخلفية فكرية، إذ يشكل هيكل الموازنة العامة وتركيبتها مؤشراً هاماً يمكننا من تتبع طبيعة الخلل في الاقتصاد الوطني، من خلال مدى الاعتماد على قطاع المحروقات" القطاع المزدهر" في تمويل النفقات العامة من جهة، ومن جهة أخرى تركيبة هيكل النفقات العامة من خلال توزيعها بين القطاعين التبادلي وغير التبادلي.

-والجدول الموالي يبين تركيبة الموازنة العامة في الجزائر خلال للفترة بين (2014 2019) كما يلي:

الجدول رقم (12): تركيبة الموازنة العامة في الجزائر للفترة 2014-2019

السنوات	2014	2015	2016	2017	2018	2019
جباية بترولية	1577.7	1722.9	1682,55	2200,12	2776,22	2714,47
جباية عادية	2640.5	3161.7	3064,88	3435,394	3938,047	3793,438
مجموع الإيرادات	4218.2	4884.6	4747.43	5635.51	6714.25	6507,908
نفقات التسيير	4714.5	4972.3	4807.33	4591.18	4584.46	4954.48
نفقات التجهيز	2941.7	3885.8	3176.85	2291.37	4043.32	3602.68
مجموع الإعتمادات	7656.2	8858.1	7984,18	6883.2	8627.78	7561
رصيد الموازنة	- 3438	- 3974	-3236.7	-1247.7	-1913.5	153.1

المصدر: محمد هاني، مرجع سابق الذكر، ص121.

ما يلاحظ على الموازنة العامة أيضا تسجيلها لعجز مزمن في الفترة (2014-2019)، وهو ما يعكس الجنوح الهائل في استخدام الموارد النفطية في الإنفاق العام مطمئنة إلى البحبوحة المالية الناتجة عن الصدمة البترولية الموجبة للفترة 2000-2014، ولكن مع بداية سنة 2015 شهدت أسعار المحروقات تراجعا خطيرا بنسبة فاقت % 60 بمتوسط 50 إلى 56 دولار للبرميل، وهو ما أدى إلى توقيف فوري لكل المشاريع الكبرى وتوقيف فتح مناصب توظيف جديدة، وإتباع سياسة تقشفية مفاجئة وسريعة أربكت كل القطاعات في تنفيذ مشاريعها، إلى أن جاءت أداة التيسير الكمي لإنقاذ الموقف من خلال قانون النقد والقرض 17-10 المرخص للتيسير الكمي، وشراء البنك المركزي للسندات العمومية من الخزينة مباشرة من أجل تمويلها.

3- **أثر تطبيق سياسة التيسير الكمي على التضخم:** انطلقت في الجزائر بعد إقرار القانون 17-10 المتعلق بالنقد والقرض، موجة من الانتقادات للقانون وتأثيراته، خاصة في جانب تأثيره، بحيث سيطلق موجة تضخم كبيرة تأتي على قيمة الدينار الجزائري فتضعفه، ناهيك عن تدني القدرة الشرائية للمواطن، إلا أن السلطات النقدية في الجزائر، استخدمت تقنية

جديدة كلياً، هي تقنية التخويف من التضخم كأداة من أدوات الصيرفة المركزية غير التقليدية، إلا أنه مع ذلك ظهرت قوى تضخمية لكنها في حدود المعقول عملت على تحريك قطاع الأعمال من أجل التوسع، في ظل ظروف انتقال سياسي وضبابية في المشهد الاقتصادي.

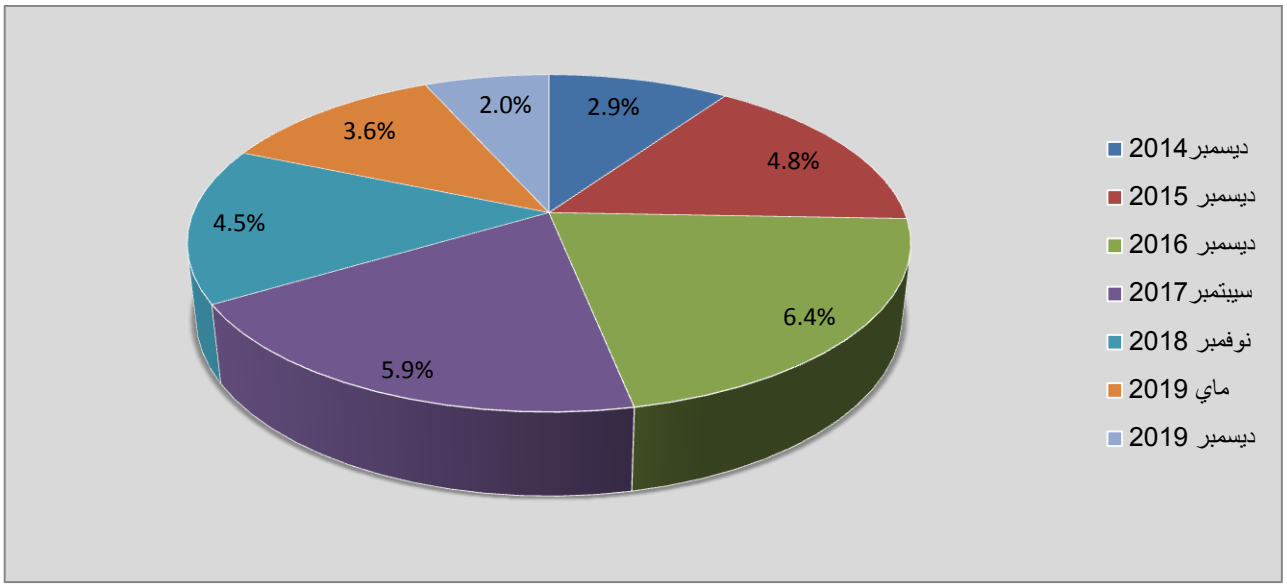
الجدول رقم (13): تطور معدلات التضخم في الجزائر خلال الفترة من 2014-2019

السنوات	ديسمبر 2014	ديسمبر 2015	ديسمبر 2016	سبتمبر 2017	نوفمبر 2018	ماي 2019	دسمبر 2019
التضخم	%2,9	%4,8	%6,4	%5,9	%4,5	%3,6	%2,0

المصدر: محمد هاني، مرجع سابق الذكر، ص122.

والشكل الموالي يبين تطور معدلات التضخم في الجزائر خلال الفترة الممتدة من (2014-2019).

الشكل رقم(10): تطور معدلات التضخم في الجزائر خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2019



المصدر: من إعداد الطالبة بناءاً على معطيات الجدول

من خلال معطيات الجدول أعلاه والشكل البياني نجد أن معدلات التضخم في انخفاض مستمر بداية من شهر سبتمبر 2017 حيث كان معدل التضخم 5,9% ليصل في ديسمبر 2019 الى 2%، حيث يرى معارضوا التيسير الكمي أن هذا الخيار مضر للغاية على المدى المتوسط والبعيد، إذ يخاطر بدفع الاقتصاد إلى دوامة تضخمية وسقوط حر لقيمة العملة الوطنية ما يتسبب في انهيار القدرة الشرائية ومع الوقت ارتفاع نسب البطالة، أي تحول الأزمة من اقتصادية إلى اجتماعية، يرى مؤيدوه أنه الحل الأمثل وأنهم نجحوا في تطبيقه بفضل آليات امتصاص وتعقيم للسيولة الفائضة التي سمحت بالتحكم في معدل التضخم حتى الآن.

4- أثر تطبيق سياسة التيسير الكمي على وضعية ميزان المدفوعات: يُعتبر الاختلال في ميزان المدفوعات من المؤشرات الخطيرة على الاقتصاد الوطني لهذا تسعى السلطات النقدية إلى معالجة هذه الاختلالات باستخدام العديد من السياسات من أهمها السياسة النقدية، ولقد استخدمت الجزائر سياسة التيسير الكمي لتحقيق التوازن في ميزان المدفوعات في نهاية الخمس سنوات، لهذا سنتطرق في الجدول التالي إلى تطور ميزان المدفوعات خلال الفترة 2014 و 2018 وسنركز على تطوره أثناء فترة استخدام التيسير الكمي. [1]

والجدول الموالي يبين تطور رصيد ميزان المدفوعات في الجزائر خلال الفترة الممتدة من (2014-2018).

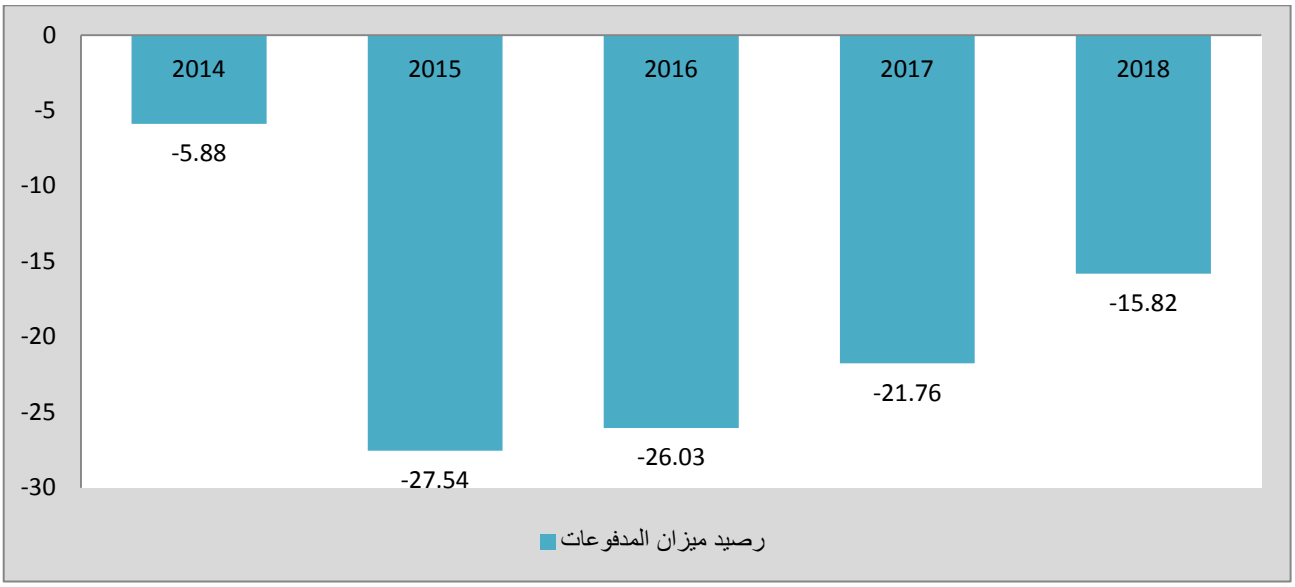
الجدول رقم(14): تطور رصيد ميزان المدفوعات2014-2018

السنة	2014	2015	2016	2017	2018
رصيد ميزان المدفوعات	-5,88	-27,54	-26,03	-21,76	-15,82

المصدر: يوسف لزرق، قويدر عياش، **أثر السياسة النقدية في ظل تطبيق التيسير الكمي في الجزائر**، مجلة أفاق علمية، المجلد12، العدد04، 2020، الجزائر، ص،707.

[1] يوسف لزرق، قويدر عياش، **أثر السياسة النقدية في ظل تطبيق التيسير الكمي في الجزائر**، مجلة أفاق علمية، المجلد12، العدد04، 2020، الجزائر، ص ص 707،708.

الشكل رقم(11): رصيد ميزان المدفوعات للفترة (2014-2018).



المصدر: من إعداد الطالبة بناءاً على معطيات الجدول.

من خلال بيانات الجدول أعلاه والشكل البياني نلاحظ أن ميزان المدفوعات سجل عجزاً في سنة 2014 بمقدار 5.88-، الذي يعتبر أول عجز منذ سنة 1998، نتيجة لتعرض الجزائر لأزمة انخفاض أسعار النفط، واستمرار انخفاض هذه الأسعار في 2015 و 2016استمر عجز ميزان المدفوعات حيث بلغ على الترتيب 27.54 و 26.03-، وسمح ارتفاع أسعار النفط في سنة 2017 بتقليص عجز ميزان المدفوعات إلى- 21.76 لكنها تبقى قيمة مرتفعة، وبلغ 15.82- في سنة2018 ويرجع هذا الانخفاض إلى ارتفاع إجمالي الإيرادات من المحروقات من 3220.5 في سنة 2017 إلى 3742.4 في سنة 2018.

ونتيجة للارتباط الشبه التام للاقتصاد الجزائري بقطاع النفط نجد أن رصيد ميزان المدفوعات يتأثر بالتغيرات التي تطرأ في أسعار النفط، ويمكن أن نقول إن التيسير الكمي يؤثر في ميزان المدفوعات من خلال تأثير التيسير الكمي الذي أدى إلى انخفاض في قيمة العملة نتيجة المبالغ الكبيرة التي طبعها، وهذا الانخفاض سيؤثر في انخفاض القدرة الشرائية مما يؤدي إلى زيادة العجز في ميزان المدفوعات.

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

رغم تشابه الظروف والاجرءات المتخذة في تطبيق سياسة التيسير الكمي من قبل الدول المتقدمة، والجزائر كونها اعتمدت إجراءات غير تقليدية استعملتها لمواجهة الأزمة التي عصفت باقتصادها، والتي تقوم على عملية إصدار نقود جديدة، إلا أن هناك اختلافات كثيرة من حيث الأسباب، الأهداف، وآلية التطبيق، ويمكن مقارنة آلية التيسير الكمي المطبقة في الدول المتقدمة مع مثيلتها في الجزائر.[1]

والجدول الموالي يبين مقارنة بين آلية التسيير الكمي المطبقة في الدول المتقدمة وآلية التيسير الكمي المطبقة في الجزائر:

الجدول رقم(15): مقارنة آلية التيسير الكمي المطبقة بين الدول المتقدمة والجزائر

من حيث:	الدول المتقدمة	الجزائر
أسباب تطبيقه	الأزمة المالية العالمية 2008-حالة مصيدة السيولة.	الأزمة البترولية (انهيار أسعار النفط 2014 بشكل كبير)
آلية تطبيقه	شراء أصول طويلة الأجل عامة وخاصة من السوق الثانوية.	شراء سندت الخزينة مباشرة من السوق الأولية.
الهدف من تطبيقه	- تشجيع الائتمان. - تخفيض معدلات التضخم. - الخروج من حالة الانكماش.	- تغطية احتياجات تمويل الخزينة. - تمويل الدين العمومي الداخلي. - تمويل صندوق الوطني للاستثمار.
الآثار الايجابية	-زيادة سيولة السوق. -معالجة الانكماش. -ارتفاع سوق الأوراق المالية. - تخفيض معدلات البطالة.	- القضاء على عجز الموازنة. - عدم اللجوء إلى الاستدانة. - استعادة التوازنات (ميزان المدفوعات) - انخفاض معدل التضخم.

[1] سامية زيوان ، مرجع سابق الذكر، ص99.

أسباب التباين	- تمتع بمرونة الجهاز الإنتاجي. - وجود قاعدة اقتصادية ومالية قوية. - وجود عملات صعبة.	- جهاز إنتاجي غير مرن ضعف الاقتصاد، وذلك باعتبارها بلد ريعي تتأثر بتقلبات أسعار النفط. ومعرضة للازمات. - الفساد الإداري والمالي

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المعلومات السابقة.

وباختصار، يمكن القول أن الدول المتقدمة قامت بطبع الأموال في إطار ما يسمى بالتيسير الكمي بكميات ضخمة مع الإعلان المسبق للمبالغ والاستحقاقات، وهذا هو الجانب غير التقليدي في الأداة التي هي في الأصل أداة تقليدية (الإصدار النقدي)، بينما قامت الجزائر بطبع النقود في إطار سياسة التمويل بالعجز، واقراضها للخزينة العامة بطريقة مباشرة أي في السوق الأولية، وهذا هو الجانب غير التقليدي في الأداة والتي هي في الأصل أداة تقليدية، وهي أداة متقاربة مع أداة التيسير الكمي وتعتبر غير قانونية في الدول المتقدمة. ويكمن الفرق الجوهري بين آلية التيسير الكمي في الدول المتقدمة والجزائر أنه في الأولى جاء لتنشيط الاقتصاد وإخراجه من حالة الركود التي شهدها نتيجة الأزمة المالية 2008، في حين تم تطبيقه في الجزائر كآلية تمويل غير تقليدية لتغطية عجز الموازنة العامة والإنفاق الحكومي على خلفية أزمة إنهيار أسعار النفط.

خلاصة الفصل:

تشكل الأزمات المالية كان بتطور الأسواق والأدوات المالية، مما تطلب على البنوك المركزية إبتكار حلول ملائمة، من خلال اللجوء إلى تنفيذ سياسات نقدية غير تقليدية أهمها سياسة التيسير الكمي، سياسة الأسعار الصفرية، سياسة أسعار الفائدة السالبة، نفس الحلول فرضتها الأزمة المالية العالمية 2008 على البنوك المركزية الأساسية في العالم والمتمثلة في الاحتياطي الفدرالي، بنك المركزي الأوربي،الخ، حيث قام بنك الاحتياطي الفيدرالي بتنفيذ عدة برامج للتيسير الكمي والمعروفة باسم QE1 وQE2 وQE3.

والجزائر كغيرها من الدول اعتمدت على التمويل غير التقليدي الذي يعتبر أداة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، ولجأت الجزائر إليه تحت ظرف استثنائي عن طريق الاقتراض المباشر من البنك المركزي لتغطية العجز في ميزانية الدولة وتحفيز الطلب الكلي، وكذا لتفادي المديونية الخارجية. وهذا بعد الانخفاض الحاد الذي شهدته أسعار المحروقات في الأسواق الدولية وتآكل موارد صندوق ضبط الإيرادات، وطبقت هذه السياسة بعد إدخال تعديلات على الأمر 03-11 المتعلق بالنقد والقرض لاسيما المادة 45 مكرر، والتي سمحت للخزينة العمومية بالاقتراض المباشر من بنك الجزائر لمدة 5 سنوات.

إن هناك تباين بين نتائج تطبيق آلية التيسير الكمي في الجزائر ونتائج تطبيقها في الدول المتقدمة كالولايات المتحدة، ويعود هذا التباين لعدة أسباب أهمها توفر الظروف والشروط الأساسية لتنفيذها .

خاتمة عامة

تعتبر السياسة النقدية أداة مهمة من أدوات السياسة الاقتصادية التي تسعى بتطبيقها إلى تحقيق مجموعة من الأهداف، وتتمثل هذه الأهداف في تحقيق استقرار مستوى الأسعار وتشجيع النمو الاقتصادي، التشغيل الكامل وتحقيق ميزان المدفوعات وهذا من خلال تحديد أدواتها النقدية والتي تتنوع بين الكمية والنوعية.

ومع ظهور الأزمة المالية العالمية 2008 وحدّتها أصبحت هذه الأدوات غير قادرة على مواجهة تلك الأزمات، مما دفع البنوك المركزية لتبني أدوات حديثة سميت بأدوات السياسة النقدية غير التقليدية ومن أبرزها سياسة التيسير الكمي، سياسة أسعار الفائدة الصفرية والسالبة، التي تتميز بمواصفات تجعلها تتكيف مع التطورات النقدية والمالية.

وتشكل الأزمات جعل البنوك المركزية الأساسية في العالم تغير من منهجية عملها التقليدية واعتمادها على هذه الأدوات الحديثة، والمتمثلة في البنك الياباني، البنك الأوروبي، بنك الاحتياطي الفيدرالي، والجزائر كغيرها من الدول لجأت إليها تحت ظرف استثنائي بعد الانخفاض الحاد الذي شهدته أسعار المحروقات سنة 2014.

1.اختبار الفرضيات:

- **الفرضية الأولى** التي نصت على أنّه يمكن استخدام السياسة النقدية غير التقليدية في كل الظروف الاقتصادية، يمكن تفنيد هذه الفرضية لأنه يتم استخدام السياسة النقدية غير التقليدية في الفترات الاستثنائية فقط، فاستخدامها في الفترات العادية يؤدي إلى نتائج عكسية.
- **الفرضية الثانية** التي تنص على أنّ أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بديلا عن أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، يمكن تفنيد هذه الفرضية لأنه تربط بينها علاقة تكاملية بحيث يتم استخدام الأدوات التقليدية في الحالات العادية، في حين تستخدم الأدوات غير التقليدية في الحالات الاستثنائية وهي حالة الأزمات ومصيدة السيولة.

- **الفرضية الثالثة** التي تضمنت أنّ نجاح التجارب الدولية في تبني السياسات غير التقليدية مرهون بالبيئة الاقتصادية، يمكننا إثبات صحة هذه الفرضية من خلال تجربة الولايات المتحدة الأمريكية واليابان والجزائر، حيث البنك الاحتياطي الفيدرالي نجح بتطبيق سياسة التيسير الكمي من خلال تحقيق معدلات نمو مرتفعة في حين نجد اليابان لم تصل إلى المستوى المرغوب لمعدل النمو وهذا بسبب التماطل في تطبيقها، وبخصوص الجزائر حققت نتائج ايجابية منها التخلي عن الاستدانة الخارجية إلا أنه في المقابل كانت أثار سلبية متمثلة في ارتفاع معدل التضخم وانهيار قيمة العملة المحلية.
- **الفرضية الرابعة** التي تنص على اعتماد الجزائر لسياسة التمويل غير التقليدي كأحد الحلول لمواجهة الصعوبات التي تعرضت إليها في سنة 2014، يمكن إثبات صحة الفرضية من خلال الضغوطات التي تعرضت إليها الخزينة العمومية الناتجة عن الانخفاض الحاد في إيرادات المحروقات بسبب الأزمة البترولية في 2014.

2. نتائج الدراسة:

✓ **نتائج الجانب النّظري:**

- تمارس السياسة النقدية غير التقليدية من خلال أدوات مختلفة وهي التيسير الكمي وأسعار الفائدة الصفرية والسالبة؛
- يتم تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في حالة الأزمات المالية ووقوع الاقتصاد في مصيدة السيولة؛
- وجود علاقة تكاملية بين الأدوات النقدية التقليدية والأدوات النقدية غير التقليدية؛
- فحوى تطبيق سياسة أسعار الفائدة السالبة يتم على أساس العلاقة بين البنك المركزي والبنوك، ولا وجود لتطبيق هذه السياسة بين الأفراد والبنك؛
- الهدف الرئيسي من تطبيق سياسة أسعار الفائدة السالبة هو إبعاد البنوك التجارية عن إيداع أموالها في حسابات البنك المركزي، حيث خفض معدل الفائدة تحت الصفر سيجعل الإقراض أسهل من طرف البنوك التجارية مما يحفز الإنفاق والاستثمار.

✓ **نتائج الجانب التطبيقي:**

- تطبيق الأدوات النقدية غير التقليدية بعد الأزمة المالية العالمية 2008 ساهم في خروج العديد من اقتصاديات الدول من مصيدة السيولة؛
- تختلف فعالية تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية من دولة إلى أخرى حسب خصوصية كل اقتصاد؛
- التمويل غير التقليدي في الجزائر يعتبر حل استعجالي فرضته الظروف والتحولات الاقتصادية؛
- السبب الرئيسي لاعتماد التيسير الكمي في الجزائر كآلية للتمويل غير التقليدي للتنمية هو كون الاقتصاد الجزائري أحادي التصدير يعتمد بصفة رئيسية على موارد المحروقات، وعلى هذا يجب على الجزائر تنويع اقتصادها لتأمين مصدر تمويلي ادخاري مستديم للتنمية الاقتصادية؛
- سياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر تقوم على فكرة الإصدارات الجديدة، ولكن دون مقابل وهي سياسة استثنائية ولمدة 5 سنوات أي أنها عبارة عن حلول مكملة وليست أساسية؛
- أهم التحديات التي ستواجه الاقتصاد الجزائري في تبني سياسة التيسير الكمي هو الزيادة في المعروض النقدي والذي سيصاحبه تضخم مفرط؛
- الفرق الجوهري بين برامج التيسير الكمي التي تبنتها مختلف اقتصاديات العالم لمواجهة الأزمة المالية العالمية 2008 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 الاسواق كانت في مصيدة السيولة، بينما في الجزائر تم اللجوء اليها لتغطية عجز الخزينة العمومية بسبب تداعيات الأزمة البترولية؛
- آلية التيسير الكمي في الجزائر تحدده أسعار المحروقات هذا ما يدفعنا للقول أنّ أسعار البترول يمكن أن تكون من محددات برامج التيسير الكمي.

3.الاقتراحات والتوصيات:

- ضرورة توفير ظروف ملائمة لضمان فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية؛
- ضرورة قيام الجزائر بإصلاحات هيكلية جديدة تعزز النمو الاقتصادي من خلال تنويع الهيكل الإنتاجي والابتعاد عن قطاع النفط؛
- استغلال سياسة التمويل غير التقليدي وما يترتب عنه من ارتفاع للسيولة في السوق.

4.آفاق الدراسة:

- مدى فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في اقتصاديات الدول النامية.
- واقع وآفاق النمو الاقتصادي في الجزائر في ظل التمويل غير التقليدي.
- فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في ظل جائحة كورونا.
- مساهمة التمويل غير التقليدي في معالجة عجز الموازنة العامة في الجزائر.
- مدى تأثير تطبيق سياسة اسعار الفائدة السالبة على هامش ربحية البنوك التجارية.

قائمة المراجع

اولا: الكتب

1. بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجزائرية، الجزائر، 2006.

2. جمال بن دعاس، السياسة النقدية في النظامين الإسلامي والوضعي(دراسة مقارنة)، المجلس الأعلى للغة العربية، الجزائر، 2008.

3. الجنابي هيل العجمي، النقود والمصارف والنظرية النقدية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2014.

4. حسين كامل فهمي، أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في الاقتصاد الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، السعودية، 2006.

5. عبد الحسين جليل الغالبي، السياسات النقدية في البنوك المركزية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.

6. عبد القادر خليل، مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي، الطبعة الثانية، الكتاب الثاني، ديوان المطبوعات الجزائرية، 2014.

7. عبد المجيد قدي، مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية،دراسة تحليلية تقييمية، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.

8. عبد المطلب عبد الحميد، السياسة النقدية واستقلالية البنك المركزي، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2013

9. محمد صلاح، تحليل كلي للتوازن الخارجي والنمو الاقتصادي(التضارب في السياسات الاقتصادية الكلية)، بدون طبعة، المركز الأكاديمي للنشر، مصر، 2020.

10. محمد عبد الله شاهين محمد، السياسة النقدية في الاقتصاد الإسلامي ودورها في التنمية الاقتصادية، بدون طبعة، دار الكتاب الجامعي، لبنان، 2016.

11. محمد يبرير، علي بن قدور، السياسة النقدية والتوازن الاقتصادي، الطبعة الأولى، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2018.

12. محمود عزت اللحام، مصطفى كافي، النقود لمصارف، بدون طبعة، دار الإعصار للنشر والتوزيع، الأردن، 2016.

ثانيا: المقالات

1.احمد ضيف، سياسة التيسير الكمي كألية للتمويل غير التقليدي (تجربة الجزائر مقارنة ببعض التجارب الدولية)، مجلة معارف، المجلد 16، العدد2، الجزائر، 2021/12/31.

2.أنفال نسيب، التحديات والإصلاحات المصاحبة لسياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، المجلد 05، العدد01، 2019.

3. حسين طيوب، فريد بن عبيد، إكرام حجاب، التسيير الكمي كأداة للسياسة النقدية غير التقليدية " حالة الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا، مجلة أبحاث اقتصادي معاصرة، 2020/04/23، الجزائر 2009.

4. خليل عبد القادر، رضوان بن عروس، سياسة أسعار الفائدة السالبة كإتجاه حديث لإدارة السياسة النقدية – دراسة تجارب بعض الدول، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 09، العدد 01، جامعة المدية، الجزائر، 2018 .

5. دادية عز الدين، بسمة عولمي، أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية دراسة قياسية خلال الفترة (2008-2018)، مجلة الباحث، العدد20، الجزائر، 2020.

6. روئ عبد الرحمان، إبراهيم عبد الرحمان، دور السياسة النقدية في جلب الاستثمار الأجنبي المباشر في السودان(2000-2014)، مجلة الدراسات العليا، المجلد 6، العدد 22، جامعة النيلين، السودان، 2016.

7. صديقي أحمد، عبد الله الطيبي، دراسة تحليلية لانعكاسات سياسة التسيير الكمي على مناخ الاستثمار – دراسة حالة اليابان والولايات المتحدة الأمريكية، قسم العلوم التجارية، جامعة ادرار، الجزائر، 2021.

8. عبد القادر مطاي، فتيحة راشدي، سياسة التيسير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات تجربة كل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية، مجلة رؤى الاقتصادية، العدد11، جامعة الشهيد حمه لخضر- الوادي، الجزائر، ديسمبر 2016.

9.علي صاري، السياسات النقدية غير التقليدية في الدول المتقدمة وانعكاساتها على أعمال البنوك المركزية في الدول النامية، مجلة أبعاد اقتصادية، المجلد 06، العدد 02، جامعة سوق أهراس، الجزائر.

10. علي صاري، آليات تبليغ السياسة النقدية عند الفائدة الصفرية والسالبة، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 11، العدد2020/01، الجزائر، 2019/11/30.

11. علي صاري، سياسة عرض النقود في الجزائر للفترة 200-2013، مجلة رؤي اقتصادية، العدد07، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الوادي، الجزائر، ديسمبر 2014.

12. عمر عبدو، دور السياسة النقدية غير التقليدية في تحفيز الاقتصاد، مجلة الريادة لاقتصاديات العمل، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2019.

13. عمر مشحود، إستراتجية السياسة النقدية، مجلة البحوث والدراسات الإنسانية،31 ماي 2009.

14. فريد بن طالبي، زهير شلال، جاري فاتح، سياسة التيسير الكمي كاتجاه حديث لإدارة السياسة النقدية في الجزائر، مجلة المنهل الاقتصادي، المجلد02، العدد02، جامعة الشهيد حمة لخضر– الوادي، الجزائر، ديسمبر 2019.

15. محمد الأمين وليد طالب، نظيرة قلادي، الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية(على ضوء الأزمة المالية 2007–2008)، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 6، العدد 1، الجزائر، جوان 2019.

16. محمد هاني، سياسة التيسير الكمي كآلية لتمويل الإستراتيجية التنموية لبرنامج التحول الاقتصادي في الجزائر، مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات، المجلد06، العدد02، ديسمبر 2021.

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

18. مراد يونس، سياسة مصيدة السيولة والتسهيل الكمي كحلول للإنعاش الاقتصاد الأمريكي في ظل عدم اليقين بعد أزمة الرهن العقاري، مجلة الجامعة للدراسات الاقتصادية، العدد 08، الجزائر، 2016.

19. مروى رمضان، فريدة كافي، أثر سياسة التيسير الكمي على الأهداف النهائية للسياسة النقدية التقليدية في الو م أ للفترة مابين(2008-2020) دراسة قياسية مجلة المنهل الاقتصادي، المجلد 04، العدد03، جامعة الشهيد حمة لخضر- الوادي، الجزائر، 2021/12/21.

20. مصطفى بورنان، مسعود بن مويزة، محمد تقرورت، تطبيق التمويل غير التقليدي في الجزائر والإصلاحات المصاحبة له، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد20، العدد 01، 2020/11/09، الجزائر.

21. نبيلة دودو، فوزي عبد الرزاق، السياسة النقدية غير التقليدية لإدارة الأزمات المالية دراسة تجربة التيسير الكمي في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 06، العدد 04، جوان2020.

22. هجيرة مكاوي، بوبكر محمد، مساهمة التمويل غير التقليدي في معالجة عجز الموازنة العامة في الجزائر، دراسة تحليلية 2014-2019، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 4، العدد01، الجزائر، أفريل 2020.

23. يحي بن يحي، وافية زاير، مراد محفوظ، اثر سياسة التيسير الكمي على معدل التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2008-2015 دراسة قياسية بمنهجية ARDL، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد11، العدد01، جامعة البليدة، الجزائر، 2020.

24. يوسف لزرق، قويدر عياش، اثر السياسة النقدية في ظل تطبيق التيسير الكمي في الجزائر، مجلة أفاق علمية، المجلد12، العدد04، 2020، الجزائر.

ثالثا: الأطروحات والرسائل

1. إيمان قاضي، هاجر دغة، استخدام السياسة النقدية غير التقليدية في الدول المتقدمة عرض تجربة الجزائر، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة محمد بوضياف بالمسيلة، الجزائر، 2019-2020.

2. بشيري وئام ياسمين، دور الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية في تحفيز النمو الاقتصادي- عرض تجارب دولية، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة العربي بن مهيدي- أم البواقي، الجزائر، 2019-2020.

3. حسينة شملول، اثر استقلالية البنك المركزي على السياسة النقدية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة يحي فارس ، المدية ، الجزائر،2001

4. ريمة بوالنش، ميادة بوسفط، السياسة النقدية بين الأدوات التقليدية وغير التقليدية دراسة حالة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد الصديق بن بحي- جيجل، الجزائر، 2017-2018.

5. سامية زيوان، تقييم آلية التسيير الكمي بين الدول المتقدمة والنامية بالإشارة إلى حالة الجزائر في الفترة 2001-2018، مذكرة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، تخصص ادارة مالية، جامعة العربي بن مهيدي - أم البواقي، الجزائر، 2018-2019.

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

7. سلوى بن زغدة، نسيمة محداب، تقييم فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في تحقيق التعافي الاقتصادي دراسة حالة البنك الاحتياطي الفيدرالي الامريكي، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية دولية، جامعة محمد الصديق بن يحى- جيجل، الجزائر، 2015- 2016.

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

9. عبد الصمد علالو، أسامة بوملاح، الاتجاهات الحديثة لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمة الاقتصادية- دراسة تجربة التسيير الكمي وأسعار الفائدة السالبة، مذكر لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة البويرة، الجزائر، 2017-2018.

10. العشي وليد، تقييم فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بعد الأزمة المالية 2008، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة احمد دراية- أدرار، الجزائر، 2018.

11. عمر علواني، زرق سيد أحمد، أثر السياسة النقدية على النمو الاقتصادي حالة الجزائر1990-2014، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم التجارية، تخصص اقتصاد نقدي ومالي، جامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان، الجزائر،2015-2016.

12. فاطمة الزهراء دريش، دور السياسات النقدية والمالية في الحد من الأزمات الاقتصادية دراسة حالة: أزمة الديون السيادية في منطقة الاورو، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك ومالية، جامعة أبو بكر بلقايد- تلمسان، الجزائر، 2017-2018.

13. فاطمة لنصاري، عفاف بوكار، أثر سياسة أسعار الفائدة السالبة على النمو الاقتصادي دراسة حالة منطقة اليورو (2015–2021)، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة احمد دراية،أدرار، الجزائر، 2021–2022.

14. كريم بوروشة، دور السياسة النقدية والمالية في تحقيق التوازن الخارجي دراسة حالة الجزائر (1990–2016)، أطروحة دكتوراة في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية دولية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2018– 2019.

15. مونية زواطر، قنوات انتقال السياسة النقدية دراسة مقارنة بين قناة سعر الفائدة وقناة الإقراض البنكي في الجزائر 1990–2017، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد كمي، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، الجزائر، 2019/2018.

16. نبيلة دودو، فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في إدارة أزمة الديون السيادية الأوربية في منطقة اليورو، أطروحة دكتوراة في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس– سطيف، الجزائر، 2020–2021.

17. نوال قاسيمي، مدى فعالية السياسة النقدية في تحقيق التوازن الداخلي – دراسة حالة الجزائر (200–2017)، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة أكلي محند أولحاج، البويرة، الجزائر، 2017–2018.

رابعا: ملتقيات ومؤتمرات

1. أحمد بلوافي، عبد الرزاق بلعباس، حقيقة سياسة معدل الفائدة الصفري، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية

والمصرفية: النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي خميس مليانة، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر، يومي 5- 6 ماي2009 2009ج.

خامسا: الدوريات والتقارير

1. أمال علي إبراهيم، دور السياسة النقدية في تحقيق أهداف السياسة النقدية في مصر باستخدام مربع كالدور السحري، مدرس الاقتصاد بمعهد المدينة العالي للإدارة والتكنولوجيا.

2. حسن الحاج، التغير في أسعار الفائدة وأثرها على حركة الاقتصاد، اتحاد شركات الاستثمار، سنة 2018.

3. محمد إدريس، السياسة النقدية، سلسلة كتيبات تعريفية، العدد 17، صندوق النقد العربي، 2021.

سادسا: المراسيم والنصوص التشريعية

1. الجريدة الرسمية ، القنون10/17 المتمم للآمر 11/03، العدد57، الصادر بتاريخ 2017/10/11، الجزائر.