



جامعة قاصدي مرباح، ورقلة-الجزائر
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



أطروحة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الدكتوراه، الطور الثالث
في ميدان: علوم اقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
فرع: علوم اقتصادية، تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

بعنوان:

الآثار الاقتصادية للسياسات النقدية غير التقليدية
(دراسة تقييمية لآلية التمويل غير التقليدي بالجزائر)
للفترة 2017-2020

من إعداد المترشح: محسن عادل

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 01 مارس 2022

أمام اللجنة المكونة من السادة:

رئيسا	جامعة ورقلة	أستاذ	قريشي يوسف	أ.د.
مشرفا ومقررا	جامعة ورقلة	أستاذ	بركة محمد	أ.د.
مناقشا	جامعة ورقلة	أستاذ محاضر "أ"	فروحات حدة	د.
مناقشا	جامعة ورقلة	أستاذ محاضر "أ"	بوختالة سمير	د.
مناقشا	جامعة الوادي	أستاذ	لبزة هشام	أ.د.
مناقشا	جامعة غرداية	أستاذ محاضر "أ"	بن ساحة علي	د.

السنة الجامعية: 2021/2022



جامعة قاصدي مرباح، ورقلة-الجزائر
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



أطروحة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الدكتوراه، الطور الثالث
في ميدان: علوم اقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
فرع: علوم اقتصادية، تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

بعنوان:

الآثار الاقتصادية للسياسات النقدية غير التقليدية
(دراسة تقييمية لآلية التمويل غير التقليدي بالجزائر)
للفترة 2017-2020

من إعداد المترشح: محسن عادل

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 01 مارس 2022

أمام اللجنة المكونة من السادة:

رئيسا	جامعة ورقلة	أستاذ	قريشي يوسف	أ.د./
مشرفا ومقررا	جامعة ورقلة	أستاذ	بركة محمد	أ.د./
مناقشا	جامعة ورقلة	أستاذ محاضر "أ"	فروحات حدة	د/
مناقشا	جامعة ورقلة	أستاذ محاضر "أ"	بوختالة سمير	د/
مناقشا	جامعة الوادي	أستاذ	لبزة هشام	أ.د./
مناقشا	جامعة غرداية	أستاذ محاضر "أ"	بن ساحة علي	د/

السنة الجامعية: 2021/2022

الإهداء

أهدي هذا العمل المتواضع

إلى من جعل الله الجنة تحت أقدامها أُمي العزيزة.

إلى الذي أستند عليه في هذه الدنيا والذي العزيز.

إلى مشجعتي على العلم زوجتي الحبيبة.

إلى جميع إخوتي وعائلاتهم.

إلى أبنائي الأعزاء.

إلى جميع الأصدقاء والزملاء وكل من مد يد العون، وأخص

بالذكر صديقي ورفيق دربي جمال بالطيب.

إلى كل هؤلاء أهدي ثمرة عملي

شكر وتقدير

رَبِّ أَوْزَعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَى وَالِدَيَّ

وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحاً تَرْضَاهُ وَأَصْلِحْ لِي فِي دُرِّيَّتِي إِنَّي تُبْتُ إِلَيْكَ

وَإِنِّي مِنَ الْمُسْلِمِينَ.

(الأحقاف:15)

يسعدني أن أقدم جزيل شكري وخالص تقديري إلى كل من أمد لي يد العون
وساهم في تذليل ما واجهني من صعاب وأخص بالذكر:

الأستاذ المشرف: بركة محمد الذي لم ييخل علينا بإرشاداته القيمة؛

الأستاذتان: محسن زوييدة ومحسن عواطف اللتان أفادتاني بتوجيهاتهما السديدة
وحرصتا على إنهائي للعمل في أحسن الظروف؛

زميلي في الدرب: بالطيب جمال وخويلد ابراهيم وما قدماه لي من نصائح وأفكار
ساهمت في إثراء موضوع الأطروحة؛

وإلى كل من سأل عني وكان حافظا لي في إتمام هذه الأطروحة.

تهدف الدراسة إلى محاولة تقييم الآثار الاقتصادية الناجمة عن تطبيق السياسات النقدية غير التقليدية التي اعتمدها بنك الجزائر ابتداءً من أكتوبر 2017، في محاولة لاحتواء مشكل تراجع الإيرادات العامة وتجنب انعكاساتها السلبية على المؤشرات الكلية للاقتصاد الجزائري، من خلال عرض وتحليل لأهم التجارب الدولية الرائدة في هذه السياسة بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، إضافة لتقييم سياسة التمويل غير التقليدي بالجزائر بتحليل آلية تطبيقها من حيث الجانب التنظيمي، مجالات الاستخدام، برنامج الإصدار وكيفية مراقبتها وتقييمها. كما تضمنت دراسة قياسية لتقييم آثار سياسة التمويل غير التقليدي على المؤشرات الكلية للاقتصاد الجزائري بالاعتماد على السيولة البنكية كمتغير مفسر للسياسة النقدية باستخدام نموذج شعاع الانحدار الذاتي (VAR) خلال الفترة (1990-2020).

وقد أسفرت نتائج الدراسة على أن سياسة التمويل غير التقليدي وُجّهت لتمويل الخزينة العمومية وسداد الدين العام في الجزائر، ولم تولي أهمية للقطاع الحقيقي، إذ لم يكن لها تأثيراً فعالاً على المتغيرات الكلية للاقتصاد الجزائري، كونه يحتاج حلولاً استراتيجية وإصلاحات هيكلية للنهوض به، وهو ما أكدته نتائج الدراسة القياسية بوجود دلالة معنوية للسيولة البنكية ذات تأثير عكسي على رصيد الميزان التجاري وطردي على رصيد الموازنة العامة.

الكلمات المفتاحية: سياسة نقدية غير تقليدية، تمويل غير تقليدي، تيسير كمي، بنك الجزائر، سيولة بنكية، عجز الموازنة.

Abstract:

The study aims to try to assess the economic effects resulting from the application of the unconventional monetary policies adopted by the Bank of Algeria starting from October 2017, in an attempt to contain the problem of declining public revenues and avoid its negative repercussions on the overall indicators of the Algerian economy, by presenting and analyzing the most important international experiences in this policy. After the global financial crisis of 2008, in addition to evaluating the policy of unconventional financing in Algeria by analyzing the mechanism of its application in terms of the regulatory aspect, areas of use, issuance program, and how to monitor and evaluate it. It also includes a standard study to assess the effects of unconventional financing policy on the overall indicators of the Algerian economy, depending on bank liquidity as an explanatory variable for a monetary policy using the Vector Autoregressive (VAR) Model during the period (1990-2020).

The results of the study show that the policy of unconventional financing was directed to financing the public treasury and paying the public debt in Algeria, and did not attach importance to the real sector, as it did not have an effective impact on the overall variables of the Algerian economy, as it needs strategic solutions and structural reforms to advance it, which was confirmed by The results of the econometric study that there is a significant sign of bank liquidity that has an adverse effect on the balance of the trade balance and a direct effect on the balance of the general budget.

Keywords: unconventional monetary policy, unconventional financing, quantitative easing, Bank of Algeria, bank liquidity, budget deficit.

... فهرس المحتويات ...	
III	الإهداء
VI	الشكر والتقدير
V	الملخص
IV	فهرس المحتويات
IIIV	فهرس الجداول
X	فهرس الأشكال البيانية
IIX	قائمة الاختصارات والرموز
IIIX	قائمة الملاحق
أ	المقدمة
1	الفصل الأول: مفاهيم عامة حول السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية
3	المبحث الأول: السياسة النقدية التقليدية: المفهوم، الأهداف والفعالية
3	المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية وقنوات انتقالها
5	المطلب الثاني: أهداف السياسة النقدية وأدواتها
14	المطلب الثالث: فعالية السياسة النقدية وشروط نجاحها
16	المبحث الثاني: السياسة النقدية غير التقليدية: المفهوم، قنوات الانتقال، الأهداف
16	المطلب الأول: نشأة السياسة النقدية غير التقليدية، مفهومها وأدواتها
21	المطلب الثاني: قنوات انتقال السياسة النقدية غير التقليدية وشروط تنفيذها
24	المطلب الثالث: السياسة النقدية غير التقليدية: الفروقات والتطبيع
27	المطلب الرابع: أهداف السياسة النقدية غير التقليدية ومخاطرها
29	المبحث الثالث: تحليل أثر المعروض النقدي على النشاط الاقتصادي في إطار النظريات النقدية
29	المطلب الأول: النظرية النقدية التقليدية (التحليل الكلاسيكي)
32	المطلب الثاني: النظرية النقدية الكينزية (التحليل الكينزي)
34	المطلب الثالث: النظرية النقدية الحديثة (التحليل النقدي)
36	المطلب الرابع: نظرية التوقعات الرشيدة (مدرسة النيو كلاسيك)
38	الفصل الثاني: التجارب الدولية في السياسة النقدية غير التقليدية
40	المبحث الأول: تجربة البنوك المركزية العالمية للسياسة النقدية غير التقليدية: الدوافع، البرامج والآثار
40	المطلب الأول: تجارب الدول المتقدمة في السياسة النقدية غير التقليدية
51	المطلب الثاني: تجارب الدول النامية في السياسة النقدية غير التقليدية
57	المبحث الثاني: الدراسات السابقة حول الآثار الاقتصادية للسياسات النقدية غير التقليدية

57	المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة المتعلقة بالتجربة الجزائرية للسياسات النقدية غير التقليدية
63	المطلب الثاني: الدراسات السابقة المتعلقة بالتجارب الدولية في السياسات النقدية غير التقليدية
85	المطلب الثالث: مقارنة الدراسة الحالية بالدراسات السابقة
94	الفصل الثالث: التمويل غير التقليدي كاتجاه حديث للسياسة النقدية بالجزائر
96	المبحث الأول: تشخيص الوضع الاقتصادي بالجزائر
96	المطلب الأول: الاقتصاد الجزائري: الفرص والتحديات
101	المطلب الثاني: دوافع وأسباب تطبيق آلية التمويل غير التقليدي بالجزائر
113	المطلب الثالث: تحليل مسار السياسة النقدية بالجزائر للفترة (1990-2017)
119	المبحث الثاني: تجربة التمويل غير التقليدي بالجزائر: الآلية والتطبيق
119	المطلب الأول: التمويل غير التقليدي بالجزائر: الجانب التنظيمي، الأسس والضوابط
127	المطلب الثاني: التمويل غير التقليدي بالجزائر: مجالات الاستخدام، البرنامج، التقييم والمتابعة
131	المطلب الثالث: التمويل غير التقليدي بالجزائر: آلية المتابعة، البدائل المقترحة
137	الفصل الرابع: دراسة قياسية لتقييم الآثار الاقتصادية للتمويل غير التقليدي بالجزائر
139	المبحث الأول: منهجية ومتغيرات الدراسة
139	المطلب الأول: تحديد نموذج الدراسة
142	المطلب الثاني: التحليل الوصفي والاحصائي لمتغيرات الدراسة
163	المبحث الثاني: دراسة قياسية تحليلية للآثار الاقتصادية للتمويل غير التقليدي بالجزائر
163	المطلب الأول: نمذجة العلاقة بين السياسة النقدية والمتغيرات الاقتصادية الكلية للاقتصاد الجزائري للفترة (1990-2020)
183	المطلب الثاني: تحليل علاقة السببية بين متغيرات الدراسة والتنبؤ بمسارها
189	المطلب الثالث: مناقشة وتحليل نتائج الدراسة
194	الخاتمة
200	قائمة المراجع
210	الملاحق
220	الفهرس

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
25	الفرق بين عملية التيسير الكمي وعمليات السوق المفتوحة	(1-1)
41	برنامج بنك اليابان في تطبيق سياسة التيسير الكمي	(1-2)
44	برنامج البنك الاحتياطي الفيدرالي في تطبيق سياسة التيسير الكمي	(2-2)
47	مشتريات ECB في برنامج عمليات إعادة التمويل طويل الأجل (LTRO)	(3-2)
47	برنامج البنك المركزي الأوروبي في تطبيقه لسياسة التيسير الكمي	(4-2)
49	برنامج بنك إنجلترا لعمليات التيسير الكمي	(5-2)
51	ملخص عمليات التيسير الكمي لبنوك: BOJ، FED، ECB، BOE	(6-2)
87	ملخص الدراسات السابقة القياسية	(7-2)
103	وضعية عمليات الخزينة العمومية من سنة 2008 إلى 2017.	(1-3)
104	مبالغ التحويلات الاجتماعية (2014-2017).	(2-3)
114	تطور معدل إعادة الخصم لدى بنك الجزائر	(3-3)
115	أدوات السياسة النقدية المطبقة في الجزائر (2001-2013)	(4-3)
116	أدوات السياسة النقدية المطبقة في الجزائر (2014-2017)	(5-3)
117	أهداف بنك الجزائر (2016-2017)	(6-3)
127	العلاقة التمويلية بين بنك الجزائر والخزينة العمومية	(7-3)
129	وضعية أرصدة التمويل غير التقليدي للفترة 2017/10/30 إلى 2019/01/31	(8-3)
151	تطور الميزان التجاري (2017-2020)	(1-4)
153	تطور إجمالي رصيد الميزانية (2017-2020)	(2-4)
161	نتائج اختبار جذر الوحدة لاستقرار السلاسل الزمنية	(3-4)
165	تقدير معادلة رصيد الميزان التجاري (BC)	(4-4)
166	تقدير معادلة الدين العام الداخلي (DP)	(5-4)
167	تقدير معادلة معدل التضخم (INF)	(6-4)
168	تقدير معادلة السيولة البنكية (LB)	(7-4)
169	تقدير معادلة الناتج المحلي الإجمالي (PIB)	(8-4)
170	تقدير معادلة رصيد الموازنة العامة (SB)	(9-4)
173	نتائج دالة الاستجابة الدفعية الفورية لمتغيرة (BC)	(10-4)
173	نتائج دالة الاستجابة الدفعية الفورية لمتغيرة (DP)	(11-4)
174	نتائج دالة الاستجابة الدفعية الفورية لمتغيرة (INF)	(12-4)
175	نتائج دالة الاستجابة الدفعية الفورية لمتغيرة (PIB)	(13-4)

175	نتائج دالة الاستجابة الدفعية الفورية لمتغيرة (SB)	(14-4)
177	نتائج تفكيك تباين خطأ التنبؤ لمتغيرة (BC)	(15-4)
178	نتائج تفكيك تباين خطأ التنبؤ لمتغيرة (DP)	(16-4)
179	نتائج تفكيك تباين خطأ التنبؤ لمتغيرة (INF)	(17-4)
180	نتائج تفكيك تباين خطأ التنبؤ لمتغيرة (LB)	(18-4)
181	نتائج تفكيك تباين خطأ التنبؤ لمتغيرة (PIB)	(19-4)
182	نتائج تفكيك تباين خطأ التنبؤ لمتغيرة (SB)	(20-4)
184	نتائج اختبار السببية لمتغيرة (SB)	(21-4)
184	نتائج اختبار السببية لمتغيرة (DP)	(22-4)
185	نتائج اختبار السببية لمتغيرة (INF)	(23-4)
185	نتائج اختبار السببية لمتغيرة (LB)	(24-4)
185	نتائج اختبار السببية لمتغيرة (PIB)	(25-4)
186	نتائج اختبار السببية لمتغيرة (SB)	(26-4)
187	التنبؤ بقيم المتغيرات إلى سنة 2025	(27-4)

الصفحة	عنوان الشكل البياني	الرقم
6	أهداف السياسة النقدية	(1-1)
8	مسار الأهداف النهائية للسياسة النقدية -المربع السحري لنيكولا كالدور-	(2-1)
19	قنوات نقل سياسة التيسير الكمي	(3-1)
22	قنوات انتقال السياسة النقدية غير التقليدية	(4-1)
30	العلاقة بين كمية النقود المعروضة والمستوى العام للأسعار	(5-1)
33	النموذج الكينزي لتحليل المتغيرات الاقتصادية	(6-1)
42	نتائج تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية-برنامج التيسير الكمي-في اليابان	(1-2)
45	نتائج تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية-برنامج التيسير الكمي-في الولايات المتحدة الأمريكية	(2-2)
48	نتائج تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية-برنامج التيسير الكمي-على الاقتصاد الأوروبي	(3-2)
50	نتائج تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية -برنامج التيسير الكمي-في إنجلترا	(4-2)
102	تطور رصيد الميزانية وصندوق ضبط الإيرادات (2017-2008)	(1-3)
105	تطور إجمالي الدين الداخلي (2017-2008)	(2-3)
106	تطور رصيد الميزان التجاري ورصيد ميزان المدفوعات (2017-2008)	(3-3)
107	تطور احتياطي الصرف (2017-2008)	(4-3)
109	تطور السيولة المصرفية (2017-2008)	(5-3)
109	تطور الكتلة النقدية M2 (2017-2008)	(6-3)
110	تطور أسعار صرف الدينار (قيم نهاية الفترة) (2017-2008)	(7-3)
113	تطور متغيرات الاقتصاد الكلي (2017-2008)	(8-3)
125	سقف الإصدار النقدي قبل قانون (10-17)	(9-3)
126	سقف الإصدار حسب القانون (10-17)	(10-3)
130	توزيع إجمالي مبالغ التمويل غير التقليدي لغاية 2019/01/31	(11-3)
142	ملخص نموذج VAR	(1-4)
144	تطور معدل نمو الكتلة النقدية	(2-4)
145	تطور الكتلة النقدية M2 (2020-2017)	(3-4)
146	تطور معدل نمو السيولة البنكية	(4-4)
147	تطور السيولة البنكية (2020-2017)	(5-4)
148	تطور معدل سعر الخصم	(6-4)
149	تطور استرداد السيولة البنكية (2020-2017)	(7-4)

150	تطور معدل صرف الدينار مقابل الدولار	(8-4)
151	تطور رصيد الميزان التجاري	(9-4)
152	تطور رصيد الميزانية العامة	(10-4)
152	تطور رصيد الميزانية العامة (2017-2020)	(11-4)
154	تطور معدل الدين العام الداخلي	(12-4)
155	تطور الدين العام الداخلي (2017-2020)	(13-4)
156	تطور معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي	(14-4)
157	تطور الناتج المحلي الإجمالي - بالأسعار الثابتة للعملة المحلية - (2017-2020)	(15-4)
157	تطور معدلات التضخم	(16-4)
158	معدلات التضخم (2017-2020)	(17-4)
159	تطور معدلات البطالة	(18-4)
159	معدلات البطالة (2017-2020)	(19-4)
162	نتائج اختبار Zivot-Andrews	(20-4)
164	نتائج اختبار استقراره النموذج VAR	(21-4)
173	التمثيل البياني لاستجابة رصيد الميزان التجاري	(22-4)
174	التمثيل البياني لاستجابة الدين العام الداخلي	(23-4)
174	التمثيل البياني لاستجابة التضخم	(24-4)
175	التمثيل البياني لاستجابة الناتج المحلي الاجمالي	(25-4)
176	التمثيل البياني لاستجابة رصيد الموازنة العامة	(26-4)
176	التمثيل البياني لاستجابة متغيرة السيولة البنكية	(27-4)
178	الشكل البياني لتفكيك التباين لمتغيرة رصيد الميزان التجاري	(28-4)
179	الشكل البياني لتفكيك التباين لمتغيرة الدين العام الداخلي	(29-4)
180	الشكل البياني لتفكيك التباين لمتغيرة التضخم	(30-4)
181	الشكل البياني لتفكيك التباين لمتغيرة السيولة البنكية	(31-4)
182	الشكل البياني لتفكيك التباين لمتغيرة الناتج المحلي الاجمالي	(32-4)
183	الشكل البياني لتفكيك التباين لمتغيرة رصيد الموازنة	(33-4)
187	الشكل البياني للقيم الفعلية والقيم المتنبأ بها لمتغيرات الدراسة	(34-4)

قائمة الاختصارات والرموز

باللغة الأجنبية	المختصر	المصطلحات بالعربية
Vector Auto Regressive	VAR	شعاع الانحدار الذاتي
Quantitative easing	QE	التيسير الكمي
Bank of Japan	BOJ	بنك اليابان
Federal Reserve Bank	FED	بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي
European Central Bank	ECB	البنك المركزي الأوروبي
Bank of England	BOE	بنك إنجلترا
Japanese government bonds	JGB	سندات الحكومة اليابانية
fixed-rate operations	FROs	العمليات ذات السعر الثابت
Asset Purchase Program	APP	برنامج شراء الأصول
mortgage-backed securities	MBS	سندات الخزانة الأمريكية المدعومة بالرهن العقاري
fixed-rate, full-allotment	FRFA	عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل، معدل ثابت، تخصيص كامل
longer-term refinancing operations	LTRO	عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل المستهدفة
Securities Markets Programme	SMP	برنامج أسواق الأوراق المالية
outright monetary transactions	OMT	معاملات سوق المال
covered bond purchase program	CBPP	شراء السندات المغطاة
Asset Purchase Facility	APF	تسهيل شراء الأصول
Asset-Backed Commercial Paper	ABCP	الأوراق التجارية المدعومة بالأصول

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
211	متغيرات الدراسة	1-1
212	المتغيرات المأخوذة في النموذج القياسي	2-1
213	نتائج اختبارات جذور الوحدة باستخدام اختباري ADF,PP	1-2
214	نتائج اختبار Zivot-Andrews	2-2
214	نتائج تقدير النموذج VAR	1-3
215	درجة التأخير لسلسلة النموذج VAR	2-3
215	نتائج اختبار استقرارية النموذج VAR	3-3
215	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي	1-4
216	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء	2-4
216	نتائج اختبار عدم ثبات تباين الأخطاء	3-4
217	نتائج دوال الاستجابة الدفعية الفورية لمتغيرات الدراسة	1-5
217	نتائج دوال الاستجابة الدفعية التراكمية لمتغيرات الدراسة	2-5
218	نتائج تفكيك تباين خطأ التنبؤ	6
219	نتائج اختبار السببية لـ Granger	7

المقدمة

توطئة

أدت التغيرات المستمرة في تاريخ الوقائع الاقتصادية العالمية إلى تغيير نظرة الفكر الاقتصادي لدور السياسة النقدية في النشاط الاقتصادي الكلي تماشياً والظروف السائدة حسب كل فترة، حيث اعتبرها "الفكر الكلاسيكي" أهم محدد للسياسة الاقتصادية الكلية. وبعد الأزمة العالمية سنة 1929 جاء الاقتصادي الإنجليزي "جون مينارد كينز" ليصحح المسار ويؤكد أن السياسة المالية هي الأكثر فعالية، ومع عودة الأزمات المالية في خمسينات القرن الماضي استعادت السياسة النقدية صدارتها ضمن السياسة الاقتصادية من جديد، على يد الاقتصادي الأمريكي "ميلتون فريدمان".

لتعتبر فترة نهاية القرن العشرين وبداية القرن الواحد والعشرين نقطة تحول في ديناميكية النظام الاقتصادي العالمي، الذي أصبح أكثر ارتباطاً وافتتاحاً في ظل العولمة الاقتصادية التي أدت إلى اندماج الاقتصادات فيما بينها وتفكك الحواجز، مما زاد من حجم المبادلات التجارية وتشابكها لتشتد معها المنافسة بين الدول المتقدمة من أجل التموّع في الأسواق الجديدة وزيادة حصتها السوقية.

فهذا التسابق نحو المزيد من التحرر المالي والتجاري الدوليين في ظل تباين الوضع الاقتصادي بين الدول المتقدمة والنامية بدأت تظهر آثاره السلبية من خلال الأزمات المالية التي أصبحت ملازمة للنظام الاقتصادي العالمي وتحدد الاستقرار الاقتصادي والسياسي للدول. وهو ما تجسّد عقب الأزمة المالية العالمية سنة 2008 الناتجة عن أزمة الرهن العقاري الأمريكية التي انتقلت بسرعة للأسواق المالية العالمية والبنوك لتصل إلى المؤسسات المالية والشركات الانتاجية الدولية وأصبحت تنذر بحدوث ركود اقتصادي عالمي.

هنا بدأت المطالبة بضرورة الاستعانة بالسياسة النقدية لإدارة الأزمة المالية العالمية أين شرعت البنوك المركزية العالمية بتخفيض أسعار الفائدة الرئيسية إلى أن قاربت الصفر وفقدت فعاليتها، لتتجه بعدها إلى اتباع "سياسة نقدية غير تقليدية" في إدارة الأزمة المالية من خلال تطبيق تدابير نقدية تحفيزية حديثة، مكّنت من تخفيف آثار الأزمة وجنّبت الاقتصاد العالمي الانهيار معتمدة على توسيع موازنتها العامة وفق برامج التيسير الكمي بضغط سيولة جديدة للتأثير على بنية الإيرادات العامة ومن ثم تحفيز الطلب الكلي، ليشهد النشاط الاقتصادي العالمي استقراراً بمعدل نمو قدره 3,8 % سنة 2017 وهي أكبر وتيرة منذ سنة 2011.

في الجزائر، تبنت الحكومة هذه السياسة ابتداء من أكتوبر 2017، من خلال القانون رقم 17-10 المؤرخ في 10/11/2017 المتمم للأمر رقم 03-11 المتعلق بالنقد والقرض، وهذا كنتيجة للعجز المالي المستمر الذي شهدته الموازنة العامة لنقص الموارد المالية بعد انهيار أسعار النفط سنة 2014 وضعف الموارد في القطاعات البديلة، وبمقابل ذلك كانت الحكومة أمام تحديات كبيرة لمواصلة البرامج التنموية المسطرة مع عدم تخليها عن مسؤولياتها الاجتماعية وكل المؤشرات كانت توحى بأن الأمر متأزم، ففي سنة 2017 انعدم رصيد صندوق ضبط الإيرادات، ارتفاع نسبة البطالة إلى 12% والتضخم إلى 5,9 % ، أما السيولة المصرفية فقدت بـ 482,4 مليار دينار. الأمر الذي تطلب توفر موارد مالية إضافية فارتأت الحكومة الاعتماد على

التمويل غير التقليدي (التيشير الكمي)، الذي بموجبه يقوم بنك الجزائر استثناء ولمدة 05 سنوات بالشراء مباشرة من الخزينة العمومية السندات التي تصدرها من أجل المساهمة في تغطية احتياجات تمويل الخزينة، تمويل الدين العمومي الداخلي وتمويل الصندوق الوطني للاستثمار.

طرح الإشكالية:

شكل خيار الجزائر لسياسة التمويل غير التقليدي كحل لمعالجة الاختلالات التي شهدتها الحسابات المالية للدولة جدلا واسعا وتخوفا من آثارها السلبية التي قد تنعكس على الاقتصاد الجزائري على المدى المتوسط والطويل.

من هذا المنطلق، يمكن صياغة إشكالية الدراسة على النحو التالي:

- ما مدى تأثير السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي في الجزائر؟ وكيف يؤثر التمويل غير التقليدي على المتغيرات الكلية للاقتصاد الجزائري؟

ولمعالجة الإشكالية والإحاطة بجوانبها عمدنا إلى تقسيمها إلى الأسئلة الفرعية التالية:

1. هل تبنت الجزائر سياسة التمويل غير التقليدي انطلاقا من مرجعية اقتصادية أم مجرد حل ظرفي للأزمة المالية؟؛
2. هل هناك تأثير لسياسة التمويل غير التقليدي من خلال قناة السيولة البنكية على رصيد الموازنة العامة؟؛
3. هل هناك تأثير لسياسة التمويل غير التقليدي من خلال قناة السيولة البنكية على رصيد الميزان التجاري؟؛
4. هل هناك تأثير لسياسة التمويل غير التقليدي من خلال قناة السيولة البنكية على نسبة الدين العام الداخلي؟؛
5. هل هناك تأثير لسياسة التمويل غير التقليدي من خلال قناة السيولة البنكية على معدل التضخم؟؛
6. هل هناك تأثير لسياسة التمويل غير التقليدي من خلال قناة السيولة البنكية على حجم الناتج المحلي الإجمالي؟

فرضيات الدراسة:

وللإجابة على هذه التساؤلات، وضعنا الفرضيات التالية:

1. اعتمدت الجزائر سياسة التمويل غير التقليدي كحل ظرفي لتراجع الإيرادات العامة، مع مرافقتها بإصلاحات هيكلية للاقتصاد الوطني.
2. يوجد تأثير إيجابي لسياسة التمويل غير التقليدي من خلال قناة السيولة البنكية على رصيد الموازنة العامة؛
3. يوجد تأثير إيجابي لسياسة التمويل غير التقليدي من خلال قناة السيولة البنكية على رصيد الميزان التجاري؛
4. يوجد تأثير إيجابي لسياسة التمويل غير التقليدي من خلال قناة السيولة البنكية على نسبة الدين العام الداخلي؛
5. يوجد تأثير سلبي لسياسة التمويل غير التقليدي من خلال قناة السيولة البنكية على معدل التضخم؛
6. يوجد تأثير إيجابي لسياسة التمويل غير التقليدي من خلال قناة السيولة البنكية على حجم الناتج المحلي الإجمالي؟

مبررات اختيار الموضوع:

هناك مجموعة من الأسباب التي كانت وراء اختيارنا لموضوع الآثار الاقتصادية للسياسات النقدية غير التقليدية والتي يمكننا أن نوجزها فيما يلي:

1. حداثة الموضوع، إذ لم تعرف السياسات النقدية غير التقليدية تطبيقا واسع النطاق إلا بعد الأزمة المالية العالمية سنة 2008؛
2. تباين النتائج بين مختلف الأبحاث والدراسات التي تناولت تجارب كبرى البنوك العالمية للسياسة النقدية غير التقليدية؛
3. الجدل الذي أثاره تبني بنك الجزائر لسياسة التمويل غير التقليدي بدءًا من أكتوبر 2017؛
4. الاهتمام المتزايد مؤخرًا من الباحثين بهذا النوع من المواضيع والرغبة في طرحه وإسقاطه على تجربة التمويل غير التقليدي بالجزائر؛

أهداف الدراسة:

نسعى من خلال هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- تقديم إطار نظري مناسب يُمكن من الإحاطة بالسياسة النقدية غير التقليدية من حيث: مفهومها، أدوات تطبيقها، قنوات انتقالها، شروط نجاحها والمخاطر المتوقعة عنها؛
- استخلاص الدروس من التجارب الدولية للسياسات النقدية غير التقليدية؛
- معرفة الدوافع والأسباب التي أدت بالحكومة الجزائرية لتبني هذه السياسة التمويلية غير التقليدية؛
- تحليل آلية تطبيق سياسة التمويل غير التقليدي بالجزائر؛
- تقييم سياسة التمويل غير التقليدي المطبقة في الجزائر والآثار الاقتصادية الناتجة عنها من خلال نموذج قياسي.

أهمية الدراسة:

تبرز أهمية الدراسة في طرحها لموضوع حديث متمثل في السياسة النقدية غير التقليدية التي اعتمدت في عدد محدود من دول العالم فكان لأثرها منحيين مختلفين على اقتصاداتها، إذ يمكن اعتبارها سلاح ذو حدين حيث مكنت الدول المتقدمة (اليابان، الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة، الاتحاد الأوروبي) من تجنب اقتصاداتها الدخول في حالة الركود الاقتصادي، في حين نجد أن بعض الدول النامية كمصر وفنزويلا فكانت لها تداعيات سلبية على اقتصادها.

وبالرغم من تناول الموضوع على المستويات العالمية إلا أن مجالات البحث فيه لا تزال حديثة، خاصة في الجزائر أين تم تناول الموضوع من جانب وصفي من خلال تحليل للوضع الاقتصادي بالجزائر معتمدين على المؤشرات المتاحة ضمن التقارير الرسمية لبنك الجزائر، لذا تكمن أهمية هذه الدراسة في محاولة عرض أهم التجارب الدولية الرائدة في السياسة النقدية غير التقليدية

لاستخلاص الدروس منها، مع تقديم تحليل وصفي لآلية تطبيق سياسة التمويل غير التقليدي بالجزائر ، بالإضافة إلى تطبيق منهج قياسي للوقوف على مدى فعالية سياسة التمويل غير التقليدي في إعادة التوازنات المالية للاقتصاد الجزائري.

حدود الدراسة:

ومن أجل دراسة الموضوع وبلوغ الأهداف المتوخاة، تم رسم حدود لهذه الدراسة، يأتي ذكرها كما يلي:

-**الحدود الموضوعية:** استخدمنا في الدراسة مجموعتين من المفاهيم، الأولى متعلقة بالسياسات النقدية غير التقليدية من حيث مفهومها وأدواتها وأهم التجارب الدولية وكذا المناهج المستخدمة في تقييم آثارها، أما المجموعة الثانية مرتبطة بتقييم الآثار الاقتصادية لسياسة التمويل غير التقليدي بالجزائر.

-**الحدود المكانية:** تم حصر الحدود المكانية لموضوع الدراسة في حالة الجزائر.

-**الحدود الزمانية:** اعتمدنا في معالجة الدراسة على مجموعة متنوعة من البيانات، حيث استخدمنا في دراسة حالة الجزائر على بيانات مأخوذة من قاعدة بيانات البنك الدولي خلال الفترة (1990-2019)، وبيانات الديوان الوطني للإحصاء والمديرية العامة للميزانية لسنة 2020 في الدراسة القياسية. وفيما يتعلق بأدوات السياسة النقدية فقد اعتمدنا في جمع نصوصها من القوانين الصادرة في الجريدة الرسمية وكذا التعليمات الصادرة عن بنك الجزائر، إضافة إلى التقارير السنوية لبنك الجزائر المتعلقة بالتطور الاقتصادي والنقدي للسنوات من (2002 إلى 2018)، بالإضافة للمعطيات المحينة المتعلقة بوضعية التمويل غير التقليدي من خلال تدخل محافظ بنك الجزائر سنة 2019.

المنهج المستخدم:

من أجل الوقوف على حيثيات الموضوع والاجابة على تساؤلات الدراسة اعتمدنا على المنهج التاريخي من خلال عرض النظريات الاقتصادية وتفسيرها لأثر المعروض النقدي على النشاط الاقتصادي، بالإضافة للتجارب الدولية في السياسات النقدية غير التقليدية. وبمأن الدراسة تتطلب تحليل لمفهوم السياسة النقدية غير التقليدية وكيفية نقل أثرها للاقتصاد الحقيقي فإن المنهج المستخدم هو الوصفي التحليلي، بالإضافة للدراسات والأبحاث والتقارير والمواقع الرسمية وكذا لأدوات السياسة النقدية المستمدة من القوانين الصادرة في هذا المجال لتشخيص الوضع الاقتصادي بالجزائر. إلى جانب اعتماد أدوات الاحصاء القياسي في تناول الآثار الاقتصادية الناجمة عن تطبيق سياسة التمويل غير التقليدي بالجزائر.

مرجعية الدراسة:

اعتمدنا في دراستنا على مجموعة متنوعة من المراجع العربية والأجنبية وتنوعت مصادرها بين: الكتب، الأطروحات، المقالات، القوانين والنصوص التنظيمية في الجزء النظري، أما في الجانب التطبيقي على البيانات من المواقع الرسمية لبنك الجزائر

وللمديرية العامة للميزانية، الديوان الوطني للإحصاء والبيانات المفتوحة للبنك الدولي بالإضافة للتقارير السنوية لبنك الجزائر ومداخلات محافظ بنك الجزائر.

صعوبات الدراسة:

نشير فيما يلي إلى أهم الصعوبات التي واجهتنا أثناء إعداد دراستنا، نذكر منها:

- قصر مدة تطبيق سياسة التمويل غير التقليدي نتيجة تجميدها المفاجئ صعب من عملية جمع المعطيات لإجراء عملية التحليل والمقارنة؛
- السرية والتحفظ على المعلومات المتعلقة بسياسة التمويل غير التقليدي، خاصة ما تعلق بحجم الاصدار وأوجه التخصيص؛
- عدم صدور التقارير السنوية لبنك الجزائر خاصة لسنتي 2019 و2020، إضافة للنشرية الثلاثية ما صعب الحصول على البيانات الكمية؛
- خصوصية معطيات الاقتصاد الوطني وتباين الأرقام بين مختلف المصالح العمومية صعب من عملية بناء النموذج القياسي والتحليل الاقتصادي للنتائج.

هيكل الدراسة:

بغية دراسة الموضوع من كل جوانبه، ومعالجة الاشكالية المطروحة قمنا بتقسيم البحث إلى أربعة فصول، تسبقهم مقدمة تشمل على مختلف الأبعاد الأساسية لموضوع البحث وإشكاليته، وتسبقهم خاتمة متضمنة نتائج البحث وجملة من التوصيات المستمدة من النتائج المتوصل إليها، تليها آفاق البحث وجاءت فصول هذه الأطروحة على النحو التالي:

- الفصل الأول وضع لتقدم الإطار النظري للسياسات النقدية وآليات تأثيرها على النشاط الاقتصادي، وتم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، ففي المبحث الأول حاولنا أن نقدم الأسس النظرية من مبادئ وأفكار لأهم النظريات في الفكر الاقتصادي وكيفية تحليلها لتأثير التغيير في المعروض النقدي على النشاط الاقتصادي، أما المبحث الثاني فعرضنا فيه السياسة النقدية من حيث المفهوم، الأهداف والأدوات، بينما خصصنا المبحث الثالث لتقديم السياسة النقدية غير التقليدية.

- الفصل الثاني تناولنا التجارب الدولية في السياسات النقدية غير التقليدية، واشتمل على مبحثين، الأول خصص لتجربة البنوك المركزية العالمية للسياسة النقدية غير التقليدية، أما المبحث الثاني فتطرقتنا فيه للدراسات السابقة حول الآثار الاقتصادية للسياسات النقدية غير التقليدية.

- الفصل الثالث بعنوان التمويل غير التقليدي كاتجاه حديث للسياسة النقدية بالجزائر، حيث ركزنا في المبحث الأول على تشخيص الوضع الاقتصادي بالجزائر من حيث الفرص المتاحة والتحديات المأمولة إضافة للدوافع والأسباب التي

أدت بتطبيق سياسة التمويل غير التقليدي، في حين خصص المبحث الثاني لتحليل سياسة التمويل غير التقليدي بالجزائر من حيث الآلية والتطبيق.

- الفصل الرابع والمعنون ب: دراسة قياسية لتقييم الآثار الاقتصادية للتمويل غير التقليدي بالجزائر للفترة (1990-2020) والذي حاولنا من خلاله دراسة العلاقة بين السياسة النقدية والمؤشرات المالية والنقدية للاقتصاد الجزائري، من خلال مبحثين، ففي المبحث الأول قمنا بعرض منهجية وأدوات الدراسة، أما في المبحث الثاني حاولنا دراسة العلاقة بين السيولة البنكية باعتبارها ممثل للسياسة النقدية كمتغير مستقل وأثرها على كل من رصيد الميزان التجاري، الدين العام الداخلي، رصيد الموازنة العامة، الناتج المحلي الإجمالي والتضخم باعتبارهم متغيرات تابعة ممثلة للنشاط الاقتصادي بالجزائر، باستخدام نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR .

الفصل الأول:

مفاهيم عامة حول السياسة النقدية التقليدية

وغير التقليدية

تمهيد:

استخدمت البنوك المركزية ولاسيما في الدول المتقدمة الأدوات التقليدية في تسيير سياساتها النقدية طيلة الفترة السابقة للأزمة المالية العالمية سنة 2008 التي وضعت حدا لنجاح هذه السياسات بل أثارت تساؤلات حول السياسات التي تم اتباعها حتى ذلك الحين كما أدت إلى نزع الثقة من الرأسمالية وبالأخص مبادئ اقتصاد السوق الحر التي تتبناها الدول الرأسمالية.

فأدى الانهيار المالي إلى ركود اقتصادي عالمي كبير شمل الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، حيث نفذت معظم البنوك المركزية سياسات توسعية فنجحت من حيث تخفيض أسعار الفائدة قصيرة الأجل أين قاربت الصفر في بعض الدول إلا أنها بقيت بعيدة عن تحقيق أهدافها الرئيسية وهي إنعاش اقتصاداتها نتيجة الارتفاع المتزايد في معدلات البطالة والانخفاض المستمر للنتاج المحلي الخام وهو ما يعني وصول هذه السياسات إلى محدوديتها وبالتالي بدأ التفكير بضرورة دعمها وتخفيفها.

حينها شرعت البنوك المركزية في تنفيذ أدوات جديدة سميت بالأدوات غير التقليدية التي وفي وقت قصير بدأت آثارها الإيجابية تظهر على اقتصادات الدول التي طبقتها على نطاق واسع مثل (الولايات المتحدة الأمريكية، منطقة الأورو، إنجلترا، اليابان) وجنبتها الركود الاقتصادي والافلاس.

إذن ماهي السياسات النقدية التقليدية وغير التقليدية؟ هذا ما سنحاول الإجابة عليه في هذا الفصل من خلال تطرقنا للنظريات النقدية في الفكر الاقتصادي، وعرض للسياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية، بتقسيمه إلى ثلاث مباحث كالتالي:

المبحث الأول: السياسة النقدية التقليدية: المفهوم، الأهداف والأدوات.

المبحث الثالث: السياسة النقدية غير التقليدية: الأدوات، قنوات الانتقال، الأهداف.

المبحث الثالث: تحليل أثر المعروض النقدي على النشاط الاقتصادي في إطار النظريات النقدية؛

المبحث الأول: السياسة النقدية التقليدية: المفهوم، الأهداف والفعالية:

تعد السياسة النقدية من أهم السياسات الاقتصادية التي لجأت إليها البنوك المركزية من أجل تحقيق أهدافها الاقتصادية المسطرة، حيث تتخذ من المعطيات النقدية موضوعاً لتدخلها آخذة بالحسبان علاقة النقود بالنشاط الاقتصادي وكذا أهمية الاستقرار النقدي لبلوغ الاستقرار الاقتصادي.

فنجد أن السياسة النقدية أخذت مكانة هامة في وقتنا الحالي خاصة عقب الأزمة المالية العالمية، وأصبح دورها فعال في التأثير على مختلف المتغيرات الاقتصادية الكلية وهو ما نلاحظه من خلال ارتباطها بالمشاكل الاقتصادية كالتضخم وانخفاض قيمة العملات المحلية، وعليه نقول إنه لما تتوفر الظروف الملائمة تتدخل السياسة النقدية بإجراءاتها وأدواتها لتكثيف عرض النقود مع النشاط الاقتصادي وبالتالي تعمل في التأثير على التضخم الذي يعد الهدف الرئيسي للسياسة النقدية.

المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية وقنوات انتقالها:

سنحاول في هذا المطلب الوقوف على مفهوم السياسة النقدية وقنوات انتقالها إلى الاقتصاد الحقيقي لتتمكن من بلوغ أهدافها المسطرة.

الفرع الأول: مفهوم السياسة النقدية:

تعددت تعريفات الاقتصاديين للسياسة النقدية واتفقت على أنها مجموعة الوسائل التي في حوزة السلطة العامة، فتمكنها من مراقبة خلق النقود وكيفية استخدامها لضمان نقل تأثيرها في الاقتصاد الحقيقي ومنه تحقيق الأهداف الاقتصادية العامة. ولإلزام أكثر بمفهوم السياسة النقدية سنتطرق إليها من خلال الجوانب التالية:

أولاً: المفهوم اللغوي: يقصد بمصطلح السياسة في اللغة التدبير لأمر عام في جماعة ما ويعني: (غري، 2018، صفحة 79)

- "علم إدارة الدولة، ومن ثمة طريقة الحكم ومنها مجموع المصالح العامة مثل: السياسة الداخلية والسياسة الخارجية".
- "اتباع منهج أو طريقة لإدارة جوانب المجتمع المختلفة سواء تعلق الأمر بالجانب الاقتصادي أو المالي أو النقدي أو الزراعي أو الصناعي أو التجاري، ويعتبر مصطلح السياسة النقدية حديث نسبياً حيث ظهر في القرن التاسع عشر".

ثانياً: المفهوم الضيق: ينظر للسياسة النقدية بمفهومها الضيق على أنها: "هي مجموعة الإجراءات والأدوات التي تعتمد عليها الدولة، من خلال السلطة النقدية بهدف التحكم في المعروض النقدي بما يحقق الاستقرار النقدي خصوصاً والاستقرار الاقتصادي عموماً" (شاوش اخوان، شعباني، و هادف، 2020).

ويعرفها "Kent" بأنها جملة الوسائل التي تنتهجها الإدارة النقدية لمراقبة عرض النقد لبلوغ هدف اقتصادي معين، كما يرى "Prather" بأنها تشمل تنظيم عرض النقد (العملة والائتمان) عن طريق سياسات ملائمة تتخذها السلطات النقدية سواء كان بالبنك المركزي أو الخزينة. (الدوري و السامرائي، 2013، صفحة 186)

كما يعرفها الباحث حسين بن هاني "بأنها التدابير والإجراءات التي تتخذها السلطات النقدية لإدارة كمية النقود وتنظيم عملية إصدارها، بما يكفل سرعة وسهولة تداول وحدة النقود، وتنظيم السيولة العامة للاقتصاد الوطني لتحقيق أهداف معينة" (كنعان، 2012، صفحة 450).

ومن خلال التعاريف السابقة نفهم لماذا أطلق عليها بالمفهوم الضيق لكونها ركزت على تنظيم كمية النقد وتداولها في الاقتصاد، وبالتالي يمكن أن نستخلص من خلالها العناصر المكونة للسياسة النقدية وهي: (سعودي، 2017، صفحة 55)

- السياسة النقدية هي مجموعة من الإجراءات والتدابير التي تتغير بتغير الهدف المنشود من الدولة؛
- وجود سلطة مشرفة على رسم وإدارة السياسة النقدية تتمثل في البنك المركزي (بنك الجزائر في حالة الجزائر)؛
- تهدف السياسة النقدية إلى تحقيق أهداف تحددها السلطة النقدية؛
- التأثير على الكتلة النقدية من خلال استخدام أدوات معينة بهدف المحافظة على استقرار الأسعار وسعر الصرف.

ثالثاً: المفهوم الواسع: أما بمفهومها الواسع فهي تشمل جميع الإجراءات المتخذة من قبل الحكومة والبنك المركزي وكذا الخزينة بهدف التأثير على النقد والائتمان إضافة للاقتراض الحكومي بمعنى حجم وتركيب الدين الحكومي لما له من انعكاسات على عرض النقد. فهذا يعني أن السياسة النقدية تشمل كذلك السياسة المالية وبالأخص ما يتعلق بالدين العام فالبنك المركزي يهتم بجميع العمليات المتعلقة بتحديد نوع وحجم الإصدار الخاص بالقروض الحكومية وآجالها وأسعار الفائدة عليها والتي تعرف بسياسة الدين العام. (الدوري و السامرائي، 2013، صفحة 186)

كما نجد أن السياسة النقدية عادة ما تأخذ في تطبيقها شكلين متباينين، فتكون إما سياسة انكماشية أو توسعية وهذا مرده لنعوية الخلل المراد علاجه وللخصائص الاقتصادية المميزة للدولة، ومنه نقول بأن:

- **السياسة النقدية الانكماشية (التقييدية):** تكون في حالة الاقتصاد الذي وقع في وضع تضخمي بحيث تفوق فيه السيولة الحد المرغوب فيه ولمعالجة هذا الوضع ولتجنب زيادة الفجوات التضخمية تلجأ السلطة النقدية لسياسة نقدية تقييدية من خلال رفع سعر الفائدة الرئيس وكذا سعر صرف العملة المحلية وهذا من أجل تخفيض حجم الكتلة النقدية المتداولة وتقليل حجم الائتمان الممنوح وبالتالي كبح نمو الناتج المحلي الخام ومنه خفض معدل التضخم.

- **السياسة النقدية التوسعية:** وهي حالة معاكسة للحالة الأولى، بحيث يسعى خلالها البنك المركزي إلى زيادة المعروض النقد (وسائل الدفع) في الاقتصاد من خلال تخفيض سعر الفائدة الرئيس وبالتالي زيادة حجم الائتمان ومنه حجم الاستثمارات فيرتفع الإنتاج وتقل البطالة.

الفرع الثاني: قنوات انتقال آثار السياسة النقدية:

لتمكن السلطة النقدية من بلوغ هدفها الرئيسي وهو المحافظة على استقرار المستوى العام للأسعار، وجب عليها اختيار قناة النقل المناسبة التي تؤثر من خلالها على المتغيرات الاقتصادية: الاستهلاك، الأسعار، الاستثمار وصولاً إلى الإنتاج، ويوجد

شبه إجماع على أن هناك خمس قنوات رئيسية ينتقل من خلالها أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي تتمثل في: (جديدن و بن حاسين، 2019)

أولاً: قناة سعر الفائدة: تعتبر معدلات الفائدة قناة تقليدية لنقل أثر السياسة النقدية، حيث يعتبر سعر الفائدة تكلفة بالنسبة للمستثمرين وعائدا للمقرضين فإذا كان اتجاه السياسة النقدية توسعي، هنا ينبغي على البنك المركزي الزيادة في حجم المعروض النقدي الذي سيؤدي بدوره إلى خفض أسعار الفائدة التي بدورها ستؤدي إلى التوسع في الاستثمار وبالتالي زيادة الإنتاج ومنه نقول إن التغيير في سعر الفائدة يعد قناة للتأثير في الائتمان والإنتاج والعكس صحيح.

ثانياً: قناة الائتمان: إذا كان اتجاه السياسة النقدية توسعي معناه زيادة المعروض النقدي الذي سيؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة أي التقليل من تكلفة الاقتراض وبالتالي انخفاض نسبة القروض المتعثرة ما سيزيد من ربحية البنوك ويشجعها على التوسع في منح الائتمان وبالتالي زيادة الاستثمار وارتفاع الناتج المحلي.

ثالثاً: قناة سعر الأصول: اعتبر النقديون في تحليلهم لأثر السياسة النقدية على الاقتصاد يكون عبر قناتين: (خلف الله، 2018، صفحة 80)

- قناة توبين للاستثمار: أو ما يعرف بمؤشر **Tobin q** ، حيث أن انخفاض أسعار الفائدة على القروض سيؤدي إلى ارتفاع أسعار الأصول، مما سيؤدي إلى ارتفاع المؤشر **q** ويعني هذا أن السعر السوقي للمؤسسات مرتفع مقارنة مع سعر استبدال رأس المال، مما سيشجع المؤسسات على الاستثمار فيزاد الإنتاج.

- قناة أثر الثروة على الاستهلاك، حيث تنخفض الثروة بانخفاض قيمة الأوراق المالية فنخفض موارد المستهلكين وينخفض معها الاستهلاك وبالتالي ينخفض الإنتاج.

رابعاً: قناة سعر الصرف: تعمل بالموازاة مع سعر الفائدة بحيث نجد أن انخفاض سعر الفائدة الحقيقي سيؤدي إلى التخفيض من قيمة العملة وبالتالي جعل أسعار السلع المحلية أكثر تنافسية ما سيؤدي إلى تدفق العملات الأجنبية إلى الداخل نتيجة ارتفاع الصادرات وبالتالي الإنتاج، فهذه القناة تعد عملة لوجهين فمن جهة تؤثر على الصادرات ومن جهة أخرى تستقطب الاستثمار الأجنبي (قدي، 2003، صفحة 77).

خامساً: قناة التوقعات: تعتمد فعالية السياسة النقدية على مصداقية البنك المركزي وقدرته على تثبيت التوقعات، كما ترتبط هذه القناة بقناة أخرى، وهي قناة المخاطرة: فعندما تكون أسعار الفائدة منخفضة، يميل المستثمرون إلى المشاريع الأكثر المخاطرة من أجل كسب عوائد عالية. (Galiana, 2015, p. 4)

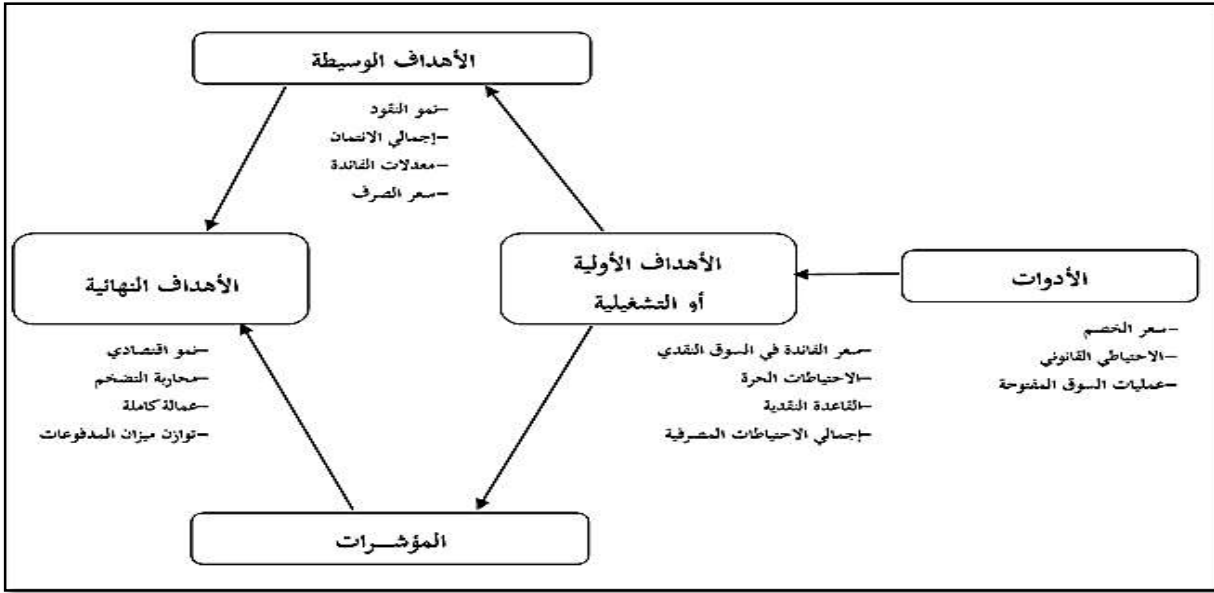
المطلب الثاني: أهداف السياسة النقدية وأدواتها:

تقوم استراتيجية السياسة النقدية على تحديد الأدوات النقدية الواجب استخدامها في التأثير على الأهداف الأولية التي اختارتها ومن ثم التأثير على الأهداف الوسيطة التي تمكننا من بلوغ الأهداف النهائية المخطط لها بناء على السياسة الاقتصادية العامة، لذا سنتطرق في هذا المطلب لأهداف السياسة النقدية والأدوات النقدية المستخدمة في تحقيقها.

الفرع الأول: أهداف السياسة النقدية:

لتنمك السياسة النقدية من تحقيق أهدافها النهائية والتي عرفت بالمرجع السحري "لنيكولا كالدور" فلا بد لها أولاً من تحديد الأدوات التي تمكنها من التحكم في كمية النقود المتداولة في الاقتصاد وسعر الفائدة الرئيس وهذا للتأثير في مختلف معدلات أسعار الفائدة وكذا سعر الصرف ما يضمن لها التوازن الداخلي والخارجي، وهو ما نوضحه في الشكل الموالي:

الشكل رقم (1-1): أهداف السياسة النقدية



المصدر: (سندس، 2018، صفحة 57).

ومنه نستنتج أنه لبلوغ الأهداف النهائية لا بد أولاً المرور بالأهداف الأولية ثم الوسيطة وهو ما نبينه فيما يلي:

أولاً: الأهداف الأولية: تمثل بداية الاستراتيجية للسياسة النقدية، فهي متغيرات يسعى البنك المركزي للتحكم فيها من أجل التأثير في الأهداف الوسيطة وتتكون من مجموعتين من المتغيرات هي:

1-مجمعات الاحتياطات: وتشمل القاعدة النقدية ومجموع احتياطات البنوك واحتياطات الودائع الخاصة والاحتياطات غير المقترضة والتي يمكن تفصيلها كما يلي: (بلواني، 2012)

القاعدة النقدية = النقود المتداولة + الاحتياطات المصرفية؛

احتياطات البنوك = الاحتياطات الاجبارية + الاحتياطات الإضافية + نقود حاضرة في خزائن البنوك؛

احتياطات الودائع الخاصة = إجمالي الاحتياطات - الاحتياطات الاجبارية على ودائع الحكومة والودائع في البنوك الأخرى؛

الاحتياطات غير المقترضة = إجمالي الاحتياطات - الاحتياطات المقترضة.

2- حالة سوق النقد: وتمثل المجموعة الثانية من الأهداف الأولية وتتضمن كل من الاحتياطات الحرة، معدل الأرصدة البنكية وأسعار الفائدة في سوق النقد التي يمارس عليها البنك المركزي سلطته الرقابية، فهي تعكس قدرة تأثير المقترضين في شروط الائتمان.

أما الاحتياطات الحرة = احتياطات البنوك الفائضة لدى البنك المركزي - صافي الاقتراض (ما اقترضته البنوك من البنك المركزي). (دودو، 2021/2020، صفحة 9)

ثانياً: الأهداف الوسيطة: تمثل المتغيرات النقدية التي يمكن للبنوك المركزية أن تؤثر فيها بصورة مباشرة كما يؤدي ضبطها وتنظيمها إلى بلوغ الأهداف النهائية ولتكون الأهداف الوسيطة أكثر فاعلية يشترط توافرها على معايير وهي: (خليل، 2012، صفحة 154)

- القابلية للقياس: كلما كان الهدف الوسيط قابل للقياس وبصورة دقيقة دل ذلك على أن السياسة النقدية في الاتجاه الصحيح لتحقيق الهدف النهائي.

- القدرة على السيطرة: على البنك المركزي أن تكون له السيطرة التامة على أي متغير تم اختياره كهدف وسيط للسياسة النقدية.

- القدرة على التنبؤ بالأثر على الهدف النهائي: يعد من أهم المعايير، بحيث نجد أن للمتغير المستخدم كهدف وسيط أثر يمكن التنبؤ به على الهدف النهائي.

وبالتالي يمكن حصر الأهداف الوسيطة التي تعتمد عليها البنوك المركزية في بلوغ أهدافها النهائية في: (قدي، 2003، الصفحات 64-78)

1- هدف معدل الفائدة: اعتمد الكينزيون معدل الفائدة كهدف وسيط لما له من تأثير على التوازنات الداخلية والخارجية كما يعتبر من أهم قنوات نقل السياسة النقدية فمن خلاله يتم التأثير على المعروض النقدي ومنه ينتقل إلى الائتمان ليصل إلى الاستثمار وبالتالي الإنتاج.

2- هدف معدل سعر الصرف مقابل العملات الأخرى: يعد سعر صرف العملة المحلية مؤشر هام يعكس الوضع الاقتصادي للبلاد، فيهدف من خلال التأثير عليه المحافظة على القدرة الشرائية كما يمكن الاعتماد عليه في مجابهة التضخم من خلال الرفع في قيمة العملة أو التقليل من الإنفاق على الواردات وتوجيهه صوب السلع المحلية بالتخفيض في قيمتها وبالتالي يمكن القول إن قناة سعر الصرف يمكن من خلالها بلوغ هدف التضخم أو توازن ميزان المدفوعات.

3- هدف المجمعات النقدية: اعتمد النقديون على القاعدة النقدية كهدف وسيط للسياسة النقدية، ودعوا إلى ضرورة تثبيت أو المحافظة على تقارب نسبة نمو الكتلة النقدية مع معدل نمو الناتج الحقيقي في الاقتصاد الواحد، فنجد أن النظرية النقدية قد نصت على ضرورة ثبات نسبة نمو الكتلة النقدية من 3% إلى 5% واعتبروا أن الكتلة النقدية هي المتغير الفاعل في الحفاظ على التوازن الاقتصادي، كما بين فريدمان ثلاث مزايا لمنهج التثبيت وهي:

- يحول دون أن يصبح عرض النقود مصدراً لعدم الاستقرار؛

- ضمان ثبات معدل نمو الكتلة النقدية، يمكن السياسة النقدية من الحد من الآثار السلبية التي قد تنجم من مصادر أخرى؛

- إن تطبيق مبدأ ثبات معدل زيادة العرض النقدي من شأنه أن يضمن ثبات المستوى العام للأسعار في الأجل الطويل.

ثالثاً: الأهداف النهائية: ليس هناك اتفاق من حيث عددها ذلك أن التشريعات النقدية تتباين من حيث التوسع والتصنيف في هذه الأهداف؛ إلا أننا نجد نوع من الاجماع بين الأهداف النهائية للسياسة النقدية والأهداف الرئيسية للسياسة الاقتصادية والتي تتمثل في: (دودو، 2021/2020، الصفحات 11-12)

1-تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار: الذي أصبحت البنوك المركزية في الدول المتطورة تعتبره اليوم الهدف النهائي الوحيد، باعتبار أنه المؤثر في مستوى العمالة والإنتاج كما أنه دليل على استقلالية البنك المركزي إضافة إلى أنهم يعتبرون التضخم ظاهرة نقدية بحته لا يمكن معالجتها إلا من خلال التحكم في النقد والائتمان.

2-العمالة الكاملة: للسياسة النقدية دور فعال في تخفيض معدلات البطالة عن طريق زيادة الطلب الفعال، باعتبار أنه بزيادة المعروض النقدي تنخفض أسعار الفائدة مما يؤدي إلى تشجيع الاستثمار ما من شأنه أن يقلص البطالة ويرفع من الاستهلاك فيرتفع الدخل.

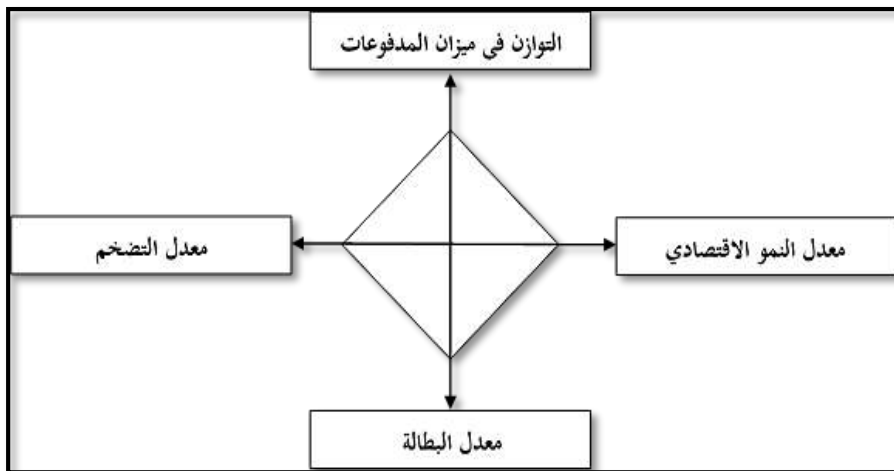
3-النمو الاقتصادي: بإمكان السياسة النقدية أن تساهم في الرفع من معدلات النمو الاقتصادي في البلاد شريطة توفر عوامل أخرى مهمة كالشروات الطبيعية، التكنولوجيا الصناعية، العامل البشري الكفاء، الاستقرار السياسي والاجتماعي مع تبني سياسة مالية متوافقة غير معارضة للسياسة النقدية.

4-توازن ميزان المدفوعات: تعمل السياسة النقدية على تقليل العجز في الميزان التجاري من خلال الاعتماد على أداة سعر الخصم والذي من خلال رفعه يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة فيقل الاقبال على الائتمان فتتخفف أسعار السلع المعروضة محليا لانخفاض الطلب الداخلي وهو ما سيشجع الطلب الخارجي عليها فترتفع الصادرات. كما أن ارتفاع أسعار الفائدة محليا قد يشجع المستثمرين الأجانب على توظيف أموالهم في البنوك المحلية ما يساهم بدخول العملة الصعبة، وهو ما يساهم بتخفيف عجز الميزان التجاري.

ومن خلال ما سبق ذكره يمكن تلخيص الأهداف النهائية للسياسة النقدية في المربع السحري لنيكولا كالدور في الشكل

التالي:

الشكل رقم (1-2): مسار الأهداف النهائية للسياسة النقدية -المربع السحري لنيكولا كالدور-



المصدر: (شاوش اخوان، شعباني، و هادف، 2020)

ويتبين من خلال الشكل أن هناك مشكل واحد قد يواجه واضعي السياسة الاقتصادية هو التصادم الذي قد يحدث بين أهداف السياسة النقدية حيث أن الاقتراب من هدف قد يؤدي إلى الابتعاد عن هدف آخر، كما أننا نجد معظم الدول النامية خاصة العربية منها تسعى سياستها النقدية إلى تحقيق أهداف أخرى إضافية مثل: (قدي، 2003، صفحة 55)

- تحقيق الاستقرار النقدي؛
- ضمان قابلية صرف العملة والحفاظ على قيمتها الخارجية؛
- المساهمة في إنشاء أسواق مالية ونقدية متطورة؛
- تحقيق التوازن الداخلي والخارجي.

وهو ما نلمسه من خلال الأمر 10-04 المؤرخ في 26 أوت 2010 المعدل والمتمم للأمر رقم 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003 والمتعلق بالنقد والقرض، الذي ينص في مادته 35 " تتمثل مهمة بنك الجزائر في الحرص على استقرار الأسعار باعتباره هدفا من أهداف السياسة النقدية وفي توفير أفضل الشروط في ميادين النقد والقرض والصرف والحفاظ عليها لنمو سريع للاقتصاد مع السهر على الاستقرار النقدي والمالي". (الجريدة الرسمية، 2010، العدد 50، صفحة 11)

لذا أصبح واجبا على واضعي السياسة النقدية اختيار هدف وحيد، وهو ما تم بالفعل حيث حصرت جل البنوك المركزية للدول المتقدمة أهداف السياسة النقدية في هدف رئيسي وحيد متمثل في -استقرار المستوى العام للأسعار- مع مراعاة الأبعاد المختلفة له مع باقي الأهداف الأخرى، حيث حددت معظم الدول الصناعية أهدافا للتضخم ما بين 1% و3%.

الفرع الثاني: أدوات السياسة النقدية:

يعتمد البنك المركزي في تنفيذه للسياسة النقدية على مجموعة من الأدوات والإجراءات التي تؤثر مباشرة في عرض النقود وحجم الائتمان كما ونوعا وتوجيههما لما يحقق الأهداف المرجوة منهما، فتنقسم أدوات السياسة النقدية إلى أدوات غير مباشرة ذات تأثير كمي وأخرى مباشرة ذات تأثير نوعي حيث تستطيع السياسة النقدية التأثير بهما على النشاط الاقتصادي بطريقة توسعية أو انكماشية حسب ما يقتضيه الوضع الاقتصادي.

أولا: الأدوات غير المباشرة: هي أدوات كمية تستخدم للتأثير في الحجم الكلي للنقود المتداولة ولحجم الائتمان الممنوح في الاقتصاد فهي تشمل: عمليات السوق المفتوحة التي تؤثر في القاعدة النقدية، التغيير في سعر الخصم الذي يؤثر على كمية القروض المخصصة إضافة لمتطلبات الاحتياطي القانوني الذي يؤثر في المضاعف النقدي.

1- سياسة معدل إعادة الخصم (Re-discount Rate): تعد من أقدم الأدوات التي استخدمتها البنوك المركزية لمراقبة الائتمان، فأول من اعتمد عليه بنك إنجلترا بداية من سنة 1847، ثم فرنسا سنة 1857 لتليهما الولايات المتحدة الأمريكية ابتداء من 1913.

أما في الجزائر فلم يعتمد على هذه السياسة إلا في 1972/01/01، ويعرف سعر الخصم بأنه السعر الذي يتقاضاه البنك المركزي نظير إعادة خصم الأوراق التجارية وأذونات الخزانة للبنوك التجارية وبالتالي فهو يمثل سعر فائدة للبنك المركزي مقابل تقديمه لقروض للبنوك التجارية.

يعتبر سعر الخصم من الأدوات الرئيسية التي تعتمد عليها البنوك المركزية وهذا مرده للأسباب التالية: (خليل، 2012، صفحة 94)

- تخفيض سعر الخصم يؤدي لتوفير السيولة للبنوك التجارية ما سيمكنها من التوسع في منح الائتمان وهذا كرد فعل لزيادة إقبالها على خصم الأوراق التجارية التي مجوزتها؛

- الرفع من سعر الخصم قد يؤدي إلى خفض حجم القروض الممنوحة باعتبار أن سعر الخصم يعد تكلفة للبنوك التجارية وارتفاعه حتما سيؤدي بها لرفع سعر فائدة الإقراض وهو ما من شأنه أن يقلص من طلبات القروض سواء من المستثمرين أو الأفراد؛

- كما أن لسعر الخصم دور مزدوج فمن جهة يعد مصدر التمويل الأقل تكلفة للبنوك التجارية - باعتبار البنك المركزي الملجأ الأخير للإقراض -، ومن جهة ثانية يمكنها من تعديل حجم احتياطياتها النقدية لدى البنك المركزي عند حدوث الاختلالات.

إلا أن فعالية سياسة سعر الخصم تستوجب عدم وجود أي مصادر أخرى تمويلية (تمويل ذاتي، قروض أجنبية) للبنوك التجارية داخل الاقتصاد عدا البنك المركزي، كما يمكن القول بأن رفع سعر الخصم لا يعني بالضرورة كبح التوسع في الائتمان فالبنوك التجارية تعلم بأن هناك أصحاب مشاريع يقبلون على طلب القروض ويتحملون تكلفة ارتفاع أسعار الفائدة لقدرتهم على تعويضها سواء برفع الإنتاجية والزيادة في أسعار السلع. وفي حالة خفض سعر الخصم بهدف توسيع الائتمان قد لا ينجح في ذلك إذا رأى أصحاب المشاريع بأن طلب السيولة لا يعود عليهم بعائد كبير، كما أن إقبال البنوك للاقتراض من البنك المركزي يكون بقدر محدود باعتباره الملجأ الأخير للإقراض وبالتالي فلا يكون هناك تأثير كبير على حجم الائتمان الممنوح وعلى توسع القاعدة النقدية.

ومما ذكرنا نستنتج أنه لنجاح سياسة سعر الخصم لا بد من توفر: (مصطفى، 2014، صفحة 382)

- أن تؤثر أسعار إعادة الخصم في توقعات الأرباح لدى المستثمرين؛
- اتساع سوق النقد بوجه عام وسوق الخصم بوجه خاص وهذا يتطلب معاملات كبيرة بالأوراق التجارية؛
- عدم وجود موارد مالية إضافية تعتمد عليها البنوك التجارية سوى باللجوء للبنك المركزي؛
- مستوى النشاط الاقتصادي الموجود داخل الدولة.

من الملاحظ أن سياسة سعر الخصم لم تلقى الإجماع بقبولها أو رفضها، إلا أننا نجد لها اليوم تأثير معنوي على البنوك التجارية وأصبحت تستأنس به وتعتبره مؤشر يدل على توجه البنك المركزي في سياسة الائتمان التي ينتهجها.

2- سياسة السوق المفتوحة (Open Market Operations): ويقصد بعمليات السوق المفتوحة تدخل البنك المركزي في السوق المالي بائعا أو مشتريا للأوراق المالية بصفة عامة والسندات الحكومية بصفة خاصة بهدف التأثير على حجم الكتلة

النقدية وفق متطلبات الوضع الاقتصادي، فتعد من أهم أدوات السياسة النقدية في الاقتصادات الرأسمالية لأنها تمكن السلطة النقدية من التحكم في السوق سواء من حيث ضخ السيولة أو امتصاصها وبالتالي الاستجابة السريعة لعمليات السوق. (مصطفى، 2014، صفحة 383)

فهذه الأداة تعد الأكثر استعمالاً وانتشاراً خاصة في الدول المتقدمة، فقد اعتبرها "فريدمان" الأداة الأكثر نجاعة وفعالية في التأثير على المعروض النقدي، أما "كينز" بدوره اعتبرها الأكثر فعالية مقارنة بالأدوات الأخرى كما اعتبرها أداة غير تضخمية إلا أنه أقر بمحدوديتها وبضرورة مرافقتها بسياسة مالية مع ضرورة توفر أسواق نقدية ومالية متطورة ومنظمة.

أما عن طريقة تأثير سياسة السوق المفتوحة فهي تخضع لتوجه السلطة النقدية والوضع الاقتصادي المراد معالجته، فإذا اعتمدت سياسة توسعية للخروج من حالة الركود الاقتصادي هنا يدخل البنك المركزي السوق المالي مشترياً للأوراق المالية فيمكن البنوك التجارية من رفع احتياطياتها وبالتالي زيادة قدرتها على منح الائتمان باعتبار أن زيادة المعروض النقدي تؤدي إلى خفض أسعار الفائدة مما يرفع من حجم الاستثمار والدخل والعمالة، أما إذا اعتمدت سياسة انكماشية فيحدث عكس السياسة السابقة من خلال بيع البنك المركزي للأوراق المالية الذي سيؤدي إلى خفض احتياطيات البنوك التجارية وبالتالي خفض قدرتها على منح الائتمان ما سيقلل من الاستثمار والدخل والعمالة. (مصطفى، 2014، صفحة 384)

وعليه نجد أن سياسة السوق المفتوحة من الأدوات الأكثر فاعلية للتأثير في القاعدة النقدية للدول المتقدمة وهذا مرده لأمرين هما:
- وجود سوق متطور للأوراق المالية أي البورصة؛
- حيابة البنك المركزي لعدد كاف من الأوراق المالية يمكنه من التدخل في السوق المالي ما اقتضت الضرورة لذلك.

أما بالنظر للدول النامية التي تتصف بضيق السوق المالي أو حتى انعدامها في بعضها كالجائر مثلاً، إضافة لامتلاك البنوك التجارية في هذه الدول لاحتياطيات فائضة لدى البنك المركزي وعليه فسياسة السوق المفتوحة الرامية للتحكم في حجم الائتمان تصبح غير مجدية في هذه الحالة وقد يلجأ البنك المركزي لقرارات سياسية أكثر منها نقدية للتأثير على القاعدة النقدية.

3- سياسة الاحتياطي القانوني (Required Reserve Ratio): وتعني النسبة التي يقرها البنك المركزي على الودائع البنكية، لتوضع هذه الاحتياطيات لدى البنك المركزي على شكل أرصدة أو نقود سائلة، فهي تمثل الحد الأدنى لما يجب أن يحتفظ به البنك التجاري من احتياطيات سائلة مقابل ما يلتزم به من ودائع، وقد أعطى القانون الحرية التامة للسلطة النقدية للتغيير في هذه النسبة بما يتلاءم والوضع المالي والاقتصادي فهي تهدف إلى ضمان توفر السيولة في البنك من جهة وحماية لحقوق المودعين من جهة ثانية.

تعد الولايات المتحدة الأمريكية أول من طبق هذه السياسة وكان ذلك سنة 1933 لتأمين طلبات السحب من المودعين لتصبح بها أداة تستخدم لمراقبة السيولة المصرفية (قدي، 2003، صفحة 84)، ثم توسعت فطبقتها فرنسا سنة 1967. أما في

الجزائر فتم تطبيقها بعد صدور قانون النقد والقرض سنة 1990 وتم تعديل ما يتعلق به بموجب النظام 02/2004 المؤرخ في 2004/03/04. (خليل، 2012، صفحة 99)

أما عن كيفية تأثيرها فالبنك المركزي يلجأ إليها للتأثير على حجم احتياطات البنوك التجارية حسب حالة الاقتصاد (ركود أو تضخم)، فلمعالجة حالة الركود يخفض البنك المركزي من نسبة الاحتياطي القانوني مساهما بذلك في زيادة احتياطات البنوك التجارية وبالتالي حثها على التوسع في منح الائتمان لتشجيع الاستثمار، أما في حال العكس بوجود معدلات تضخم مرتفعة عندها يرمي البنك المركزي للتقليل من احتياطات البنوك التجارية بهدف كبح التوسع الائتماني أي تخفيض حجم الاستثمار فيقل الطلب على السلع والخدمات فتتخفف الأسعار. (خليل، 2012، صفحة 100)

وعند تقييمنا لفعالية سياسة الاحتياطي القانوني نجد:

- هذه السياسة قد تكون مجدية في حالة التضخم بحيث نجد أن استحابة البنوك لسياسة الرفع من حجم احتياطاتها الاجبارية ستكون بخفض القروض والاستثمارات وحجم الودائع، أما في حالة الركود فهذه السياسة نتيجتها غير مضمونة بحيث نجد أن قرار التوسع في منح الائتمان ليس بيد البنك لوحده لكن يعود إلى قرار المستثمر ومدى رغبته في طلب القرض في ظل حالة الركود وهو ما يتطلب اتخاذ إجراءات أخرى وتقديم تحفيزات إضافية لتشجيع على الاستثمار.

- تكون هذه السياسة فعالة إذا قامت بتثبيت معدل الاحتياطي القانوني عند مستوى معين ولمدة طويلة وهذا ما دعا له "فريدمان" لأن الاستقرار يدعم الثقة بين البنوك والبنك المركزي ويكرس العمل التعاوني لإنجاح السياسة النقدية، على عكس التغيير المستمر الذي يخلق حالة من الارتباك وبالتالي يوتر العلاقات بما لا يخدم السياسة المسطرة.

وعلى الرغم من الانتقادات التي وجهت لهذه السياسة خاصة من الدول المتقدمة لعدم مرونتها وبأنها لا تفرق بين البنوك الكبيرة والصغيرة، إلا أننا نجد أنها أكثر فاعلية في الدول النامية لسهولة تطبيقها كما تعد أقل كلفة من سياسي معدل إعادة الخصم والسوق المفتوحة نظرا لافتقار هذه الأخيرة لأسواق نقدية ومالية نشطة.

فنجد أن البنوك المركزية أصبحت تعتمد اليوم بشكل كبير على الأدوات النقدية غير المباشرة في تنفيذ سياساتها وهذا لما تتماز به من خصائص، إذ نجد أنها تحدد وفق قوى العرض والطلب في السوق الذي يمثل فيه سعر الفائدة المعيار الأساسي لعمل هذا السوق إضافة إلى قدرتها على التكيف السريع والتعديل التلقائي كما تضمن التوزيع الأمثل للأسواق وللائتمان من جهة والتنسيق بين السياسة النقدية والسياسة المالية وسياسة سعر الصرف من جهة ثانية.

ثانيا: الأدوات المباشرة: تعد أدوات ذات تأثير نوعي يلجأ إليها البنك المركزي بهدف توجيه الائتمان إلى القطاعات التي تشهد ضعفا أو تحتاج إلى دعما ماليا من أجل تحسين أدائها ضمن النشاط الاقتصادي، وتأخذ هذه الأدوات عدة صور منها: (خليل، 2012، الصفحات 165-167)

1- سياسة تأطير الائتمان: هو إجراء تنظيمي تقوم بموجبه السلطات النقدية بتحديد سقف للقروض الممنوحة من البنوك التجارية وفق نسب محددة إداريا خلال السنة وفي حالة الاخلال بهذه الإجراءات تتعرض البنوك إلى عقوبات، فاتباع هذه

السياسة تهدف السلطة النقدية من خلالها إلى توجيه الائتمان نحو القطاعات الحيوية في الاقتصاد أو لخلق استثمارات جديدة في قطاعات تعد بديلة حسب السياسة الاقتصادية المسطرة.

إلا أن تطبيق هذه السياسة قد تنجم عنه عدة مشاكل أهمها: (خليل، 2012، صفحة 166)

- إذا تم تحديد سقف القروض بمستوى أقل مما يحتاجه السوق قد يؤدي ذلك لارتفاع أسعار الفائدة؛
- عدم التأكد من نجاح هذه السياسة لصعوبة معرفة مدى نجاعة المشاريع التي حظيت بالتمويل؛
- سياسة تأطير القروض استفادت منها مشاريع القطاع العام على حساب القطاع الخاص؛

2-السياسة الانتقائية للقروض: قد ينتهج البنك المركزي سياسة انتقائية في منحه للقروض بأن يجعل قراراته كفيلة بإعطاء كل التسهيلات التي من شأنها أن تساهم في توجيه القروض للقطاعات التي يراها أكثر مردودية للاقتصاد الوطني، ويمكن أن تأخذ هذه السياسة الأشكال التالية:

- إقرار معدل خصم مفضل؛
- إمكانية إعادة خصم الأوراق التي تتوفر فيها الشروط الضرورية لهذه العملية؛
- إعادة خصم الأوراق المالية فوق مستوى السقف؛
- تغيير مدة استحقاق القروض ومعدل فوائدها.

فسياسة انتقاء القروض لها فعالية في توجيه القروض صوب القطاعات المرغوب فيها، إلا أن ذلك لم يمنع ظهور بعض العراقيل التي تنقص من فعاليتها منها:

- تشجع على زيادة المديونية، كما قد تساهم في ارتفاع الأسعار في بعض القطاعات؛
- كما يمكن أن تنشأ عنها مشاكل إدارية، كتحويل الأموال من قطاعات ذات الامتياز إلى قطاعات أخرى أو ظهور المستثمرين الوهميين الذين أغرتهم الامتيازات في الحصول على قروض.

إضافة لما ذكر من أدوات للسياسة النقدية مباشرة أو غير مباشرة، نجد أن هناك بعض البنوك المركزية استحدثت وسائل جديدة تمكن من تفعيل أدواتها بغية تحقيق أهدافها ونذكر من أهمها:

3-سياسة الاقناع الأدبي: وهي عبارة عن إرشادات وتعليمات ونصائح يقدمها البنك المركزي للبنوك التجارية بهدف مراقبة الائتمان وتوجيهه، ويعتمد نجاح هذه السياسة على طبيعة العلاقة الموجودة بين البنك المركزي والبنوك التجارية.

4-الإيداع المسبق للاستيراد: هذه السياسة تفرض على المستوردين دفع مبالغ وارداتهم إلى البنك المركزي في شكل ودائع ولمدة محددة، وبمأن التاجر بطبيعة الحال لا يرغب في تجميد أمواله الخاصة فليلجأ إلى القروض لتمكنه من إيداع مبالغ الواردات وهو ما من شأنه أن يؤثر على حجم القروض الممنوحة للقطاعات الإنتاجية وعلى أسعار السلع المستوردة، كما يمكن أن يعتمد البنك المركزي على هذه السياسة في تقليص سيولة الاقتصاد أو الرفع منها.

5- الرقابة على شروط البيع بالتقسيط: أصبحت هذه السياسة كثيرة الاستعمال اليوم من طرف البنوك المركزية، إلا أن نجاحها مرتبط بمدى توفر مؤسسات غير مصرفية تقوم بعملية البيع بالتقسيط. فمن خلالها يمكن للبنك المركزي أن يتحكم بالطلب الاستهلاكي برفعه أو خفضه حسب الوضع الاقتصادي حالة انتعاش أو كساد. (غري، 2018، صفحة 88)

المطلب الثالث: فعالية السياسة النقدية وشروط نجاحها:

تعتمد فعالية السياسة النقدية بالأساس على مدى استقلالية البنك المركزي من حيث تسطيره للأهداف وتحديد الأدوات النقدية الواجب استخدامها إضافة لوجوب توفر بعض الشروط المرتبطة بالوضع الاقتصادي، لذا سنتطرق في هذا المطلب لفعالية السياسة النقدية والشروط الواجب توفرها لنجاحها.

الفرع الأول: فعالية السياسة النقدية:

تستمد السياسة النقدية فعاليتها من الأدوات المطبقة والأهداف المسطرة، فكلما كان التقارب بينهما زادت الفعالية، ولتحقيق ذلك لا بد أن تتميز أدوات السياسة النقدية بالمرونة أي سرعة الاستجابة للتغيرات التي تطرأ على النشاط الاقتصادي وهو ما يعني أنها قابلة للتعديل ما دعت الحاجة لذلك، كما يمكن أن يتم استخدامها بشكل واسع أو ضيق.

وتُقيّم الفعالية بالمقارنة بين النتيجة المتحصل عليها والهدف النهائي المحدد مسبقاً، وهو ما يعني مدى قدرة أدوات السياسة النقدية على نقل آثارها للنشاط الاقتصادي بغية تحقيق أهداف السياسة النقدية. وتتوقف هذه الفعالية على ما يلي: (خليل، 2012، صفحة 169)

-مدى استقلالية البنك المركزي، والنظام الاقتصادي السائد؛

-كفاءة السلطة النقدية، ومرونتها في الاستجابة لتعديل الأخطاء أثناء التنفيذ؛

-تجنب التعارض مع السياسة المالية؛

-المرجعية الفكرية والنظرية الاقتصادية المعتمد عليها في إعداد وتنفيذ مختلف مراحل السياسة النقدية.

وهو ما يقودنا إلى ضرورة التفريق بين فعالية السياسة النقدية في الدول المتقدمة والدول النامية من خلال:

أولاً: فعالية السياسة النقدية في الدول المتقدمة:

تعد السياسة النقدية فعالة عند تنفيذها في الدول المتقدمة نظراً لتوفر شروط نجاحها من جهة وكذلك للدور الفعال الذي يقوم به سعر الفائدة باعتباره المعدل الرئيس والتوجيهي للسياسة النقدية في ظل توفر أسواق رأس مال متطورة.

كما نجد أن دول العالم أصبحت تتجه إلى تطبيق سياسات نقدية في إطار جهوي على غرار دول الاتحاد الأوروبي التي حددت معايير التقارب بين اقتصاداتها في اتفاقية ماستريخت سنة 1992 والتي من أهم بنودها نجد: (خليل، 2012، صفحة 173)

- ألا يتجاوز عجز الموازنة 03% من الناتج الداخلي الخام؛
 - ألا يتجاوز الدين العمومي 60% من الناتج الداخلي الخام؛
 - ألا يتجاوز فرق معدل التضخم 1,5% بين معدلات الدول الثلاث الأكثر أداء.
- أما الآن فأصبحت السياسة النقدية أما تحديات جديدة فرضتها العولمة المالية نتيجة تأثير حركة رؤوس الأموال الخارجية أكثر من تأثير المعاملات الجارية.

ثانيا: فعالية السياسة النقدية في الدول النامية:

إن محاولة العديد من الدول النامية تطبيق السياسة النقدية وفق مختلف ما ورد من أفكار في النظريات النقدية وقف حائلا أمام فعاليتها، باعتبار أن هذه النظريات كانت وليدة الأزمات التي تخللت النظام الرأسمالي وكانت تسعى لإيجاد الحلول المناسبة له، في حين نجد أن اقتصادات معظم الدول النامية لها من الخصائص ما يضعف السياسة النقدية أو يتنافى والنظريات النقدية ومن أهمها نجد (خليل، 2012، الصفحات 174-175):

- تخلف الجهاز المصرفي وحادثة نشأته، مع الاعتماد أكثر على النقود القانونية في التداول؛
- غياب وضعف الأسواق المالية ما يقف حائلا أمام تطبيق سياسة إعادة الخضم والسوق المفتوحة وعمليات الائتمان؛
- عدم فعالية تأثير البنك المركزي على البنوك التجارية، باعتبارها جميعها مملوكة للدولة؛
- ضعف التمويل طويل الأجل الموجه للإنتاج، والاهتمام بالربح السريع (قطاع التجارة)؛
- العادات والتقاليد الاجتماعية والمعتقدات الدينية في ظل تهميش دور البنوك الإسلامية؛
- عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي، وتخلف الأسواق وتأخر الإصلاحات (الاقتصادية، المالية،....)؛
- الاعتماد بشكل كبير على التمويل التضخمي بسبب عجز الموازنة المستمر؛
- تأثير التبادل غير المتكافئ نتيجة ارتباط اقتصادات الدول النامية بالدول المتقدمة.

وعليه يمكن أن نستنتج بأن السياسة النقدية للدول النامية تهدف إلى المحافظة على استقرار الأسعار وتثبيت سعر الصرف الخارجي وكلاهما مرتبط بالتجارة الخارجية وهو ما يجعل ميزان المدفوعات لهذه الدول عرضة للصدمات والاختلالات بسبب عدم مرونة الجهاز الإنتاجي الداخلي وهو ما يعرض اقتصادات هذه الدول للتضخم.

الفرع الثاني: شروط نجاح السياسة النقدية:

لضمان نجاح السياسة النقدية وبالتالي تحقيق أهدافها بفعالية وبأقل التكاليف، لا بد من توفر مجموعة من الشروط التي تختلف من دولة لأخرى وذلك حسب النظام الاقتصادي ومستوى أدائه الذي يتطلب بدوره القيام بإصلاحات تشمل مختلف القطاعات (النقد والقرض، الاستثمار، الضرائب،....) مع ضمان استقلالية البنك المركزي ومساندة السياسة المالية للسياسة النقدية، ومن أهم الشروط الواجب توفرها لإنجاح السياسة النقدية نجد: (خليل، 2012، صفحة 176)

- بنك معلومات شامل ودقيق، يشمل كل المتغيرات الاقتصادية والنقدية والمالية؛
- تنوع هيكل النشاط الاقتصادي بين القطاع العام والخاص، مؤسسات كبيرة وصغيرة... إلخ.
- مرونة الجهاز الإنتاجي؛
- نظام سعر صرف مرن غير ثابت؛
- مناخ الاستثمار وسياسته من حيث: القوانين المنظمة، الرسوم والضرائب، الحرية الاقتصادية، دور القطاعين النقدي والمالي؛
- أهمية وفعالية المنظومة البنكية.

المبحث الثاني: السياسة النقدية غير التقليدية: المفهوم، قنوات الانتقال، الأهداف.

ازدادت المشكلات الاقتصادية تعقيدا وتشابكا خاصة المالية والنقدية منها وهذا في ظل العولمة وترابط الأسواق المالية العالمية فيما بينها، ما وضع البنوك المركزية أمام تحد كبير لإدارة السياسة النقدية بأكثر فعالية الأمر الذي تطلب منها ابتكار أدوات نقدية جديدة تتماشى والوضع الاقتصادي الذي فرضته الأزمة المالية العالمية 2008، لما عجزت أدوات السياسة النقدية التقليدية عن معالجتها، أين ظهر نوع جديد من أدوات السياسة النقدية وكان أبرزها -التييسير الكمي- وأطلق عليها بغير التقليدية كونها طبقت بشكل غير مسبق من طرف البنوك المركزية وهذا بصفة استعجالية واستثنائية بهدف احتواء آثار الأزمة المالية العالمية.

المطلب الأول: نشأة السياسة النقدية غير التقليدية، مفهومها وأدواتها:

اعتمدت البنوك المركزية الرائدة في العالم على تدابير غير اعتيادية لإدارة سياستها النقدية وهذا لمواجهة الأزمة المالية التي تعرضت لها اقتصاداتها، معتمدة على مجموعة من التسهيلات أفضت إلى توسيع حجم أصول ميزانيتها مقابل ضخها للسيولة بهدف تحفيز الطلب الكلي، لذا سنحاول في هذا المطلب التعرف على نشأة السياسة النقدية غير التقليدية، مفهومها وأدواتها من خلال:

الفرع الأول: نشأة السياسة النقدية غير التقليدية ومفهومها:

اقترن مصطلح السياسة النقدية غير التقليدية بالأزمات المالية العالمية هذا ما يعني أنها سياسة استثنائية ومؤقتة تنتهي بانتهاء الأزمة، لذا سنتطرق في هذا الفرع لنشأة السياسة النقدية غير التقليدية وإلى مفهومها.

أولاً: نشأة السياسة النقدية غير التقليدية:

تعود نشأة السياسة النقدية غير التقليدية من خلال أداة التيسير الكمي إلى أزمة الكساد العالمي 1929-1933 حين تم تطبيقها لأول مرة سنة 1932 من قبل الرئيس الأمريكي روزفلت، أين تم اللجوء لطبع كتلة نقدية ليس لها مقابل في جانب الخصوم في ميزانية الاحتياطي الفيدرالي، من أجل ضخها في الاقتصاد الأمريكي كإجراء من شأنه أن يجد من أزمة الذعر التي شهدتها المصارف الأمريكية نتيجة السحب المفرط للودائع من طرف الأعوان الاقتصاديين، لتعاود تطبيقها مرة ثانية سنة 1961 بشكل "عملية تويست" (Kanga, 2017) إلا أن ما ميز عملية التيسير الكمي آنذاك أنه تم تطبيقها دون وجود لخلفية نظرية فكرية أو اقتصادية، حيث تزامنت مع بداية التخلي على النظام النقدي- الصرف بالذهب- بداية 1932 (هاني و وعيل، 2018، صفحة 253) والتحول نحو نظام الإصدار الحر الذي يستوجب غطاء للكتلة النقدية وليس له حدود في الإصدار النقدي الورقي.

إن استخدام التيسير الكمي يعد رجوعاً أو تفعيلاً لنظرية فريدمان التي كانت سائدة في الثمانينات حيث نصت أنه على الحكومة أن تتحكم في كمية النقد المتداول من أجل تحقيق الاستقرار الاقتصادي ومنع التضخم المفرط أو الانكماش، وتشير هذه النظرية إلى أن هناك علاقة بين الأساس النقدي والودائع المصرفية حيث أن زيادة القاعدة النقدية يمكن أن يؤدي إلى زيادة الائتمان المقدم من البنوك إلى الشركات والأسر (Josh Ryan-Collins, 2013). وعليه يمكن أن يشكل فح السيوالة الأساس المفاهيمي للتيسير الكمي حيث إن تخفيض الفائدة الاسمية إلى مستوى قريب من الصفر مع انخفاض التضخم لمستويات سالبة يؤدي إلى عدم السيطرة على الفائدة الحقيقية مما يجعل السياسة النقدية التقليدية غير فعالة (Blinder, 2010).

ومن الجانب العملي كانت تجربة اليابان أول تجربة عملية للسياسة النقدية غير التقليدية وكان ذلك على فترتين: الأولى بدءاً من سنة 1991 إلى 1995 عن طريق استخدام أداة سعر الفائدة الصفرية وهي التجربة التي فتحت المجال أمام كل من الاقتصاديين الدكتور ريتشارد فيرنر أستاذ العمليات المصرفية الدولية في كلية الإدارة بجامعة ساوثهامبتون (المملكة المتحدة) الذي صاغ لأول مرة عبارة **التيسير الكمي** سنة 1994 وهذا خلال العروض التقديمية لمستثمري المؤسسات في طوكيو، كما اقترح أن يقوم البنك المركزي بالشراء المباشر للأصول المتعثرة من البنوك والاقراض المباشر للشركات والحكومة وشراء سند الإذن التجاري والديون الأخرى وأدوات حقوق الملكية من الشركات. والتوقف عن إصدار سندات حكومية لتمويل متطلبات اقتراض القطاع العام (زرقي، زرقي، و مكيدش، 2020، صفحة 152)، وكل من Paul Krugman و Athanasios Orphanides لتحليل أثر السياسة النقدية في ظل معدلات فائدة منخفضة كتمهيد لدراسة السياسة النقدية غير التقليدية، حيث اعتبر "كروغمان" من الأوائل الذي تطرقوا للسياسة النقدية غير التقليدية من خلال تحليله للاقتصاد الياباني الذي وقع في مصيدة السيولة في سنوات التسعينات، أين أقر بإمكانية استخدام سياسة نقدية غير تقليدية في ظل مصيدة السيولة من خلال تطبيق

سياسة نقدية توسعية طويلة الأجل بهدف تحفيز ارتفاع الأسعار وتخفيض أسعار الفائدة لما دون الصفر مع قدرة البنك المركزي في التأثير على التوقعات المستقبلية للأعوان الاقتصاديين (دودو، 2021/2020، صفحة 26)، وهو ما شجع اليابان على القيام بدورة ثانية من السياسات النقدية غير التقليدية مع استمرار ركودها الاقتصادي امتدت من سنة 2001 إلى غاية 2013 عن طريق أداة التيسير الكمي لتليها بعد ذلك كل من: الولايات المتحدة الأمريكية، إنجلترا والاتحاد الأوروبي.

ثانيا: مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية:

لا يوجد إجماع على تعريف شامل لمفهوم السياسة النقدية غير التقليدية، وعليه يمكن تعريفها من إما من جانب الأهداف المرجوة منها أو الأدوات المستخدمة في تطبيقها كما يلي:

1- من جانب الأدوات المستخدمة: تعرف على أنها سياسة نقدية تستخدم زمن الأزمات من خلال تنفيذ مجموعة من الأدوات متمثلة في: دعم ائتماني معزز، تسهيلات ائتمانية، تيسيرات كمية، وتدخلات في العملة وفي أسواق الأوراق المالية، وكل ذلك بهدف حماية الاقتصاد الحقيقي من تداعيات الأزمة المالية. (Joyce, Miles, Scott, & Vayanos, 2012, p. 276)

- كما يمكن تعريف السياسة النقدية غير التقليدية على: أنها قيام البنك المركزي بدور الوساطة في عمليات الائتمان، مع سهولة حصوله على الأموال عن طريق إصدار سندات الحكومة بلا قيود وذلك بهدف تحفيز الاقتصاد. (صاري، 2016، صفحة 470)

2- من جانب المستهدفات: بأنها مجموعة من الوسائل والإجراءات غير المعتادة في السياسة النقدية التقليدية تستخدمها السلطة النقدية للتأثير في النشاط الاقتصادي، لتحقيق أهداف اقتصادية محددة، خلال فترة زمنية معينة وعليه فهي تهدف للتأثير على متغير اقتصادي حقيقي محدد مثل (النمو، التضخم، التشغيل....). (صاري علي، 2013، صفحة 60)

وعليه فمن خلال التعريفات السابقة يمكن أن نستنتج بأنه أطلق على السياسة النقدية بغير التقليدية لأنها اعتمدت على أدوات مستحدثة غير مسبوقة من خلال تطبيق البنوك المركزية لتدابير نقدية توسعية مكنتها من القيام بعملية الوساطة المالية وبالتالي تمويلها للاقتصاد بشكل مباشر، وهو الأمر غير الاعتيادي إذ يجب أن يكون فقط في ظروف استثنائية ولمدة محدودة.

فهذه التدابير الاستثنائية تعتبر من جهة استمرار للسياسة النقدية التقليدية لكن بأدوات غير تقليدية، كما يمكن أن تكون كبديل نظري لها حالة فشلها في حل المشاكل الاقتصادية من جهة ثانية.

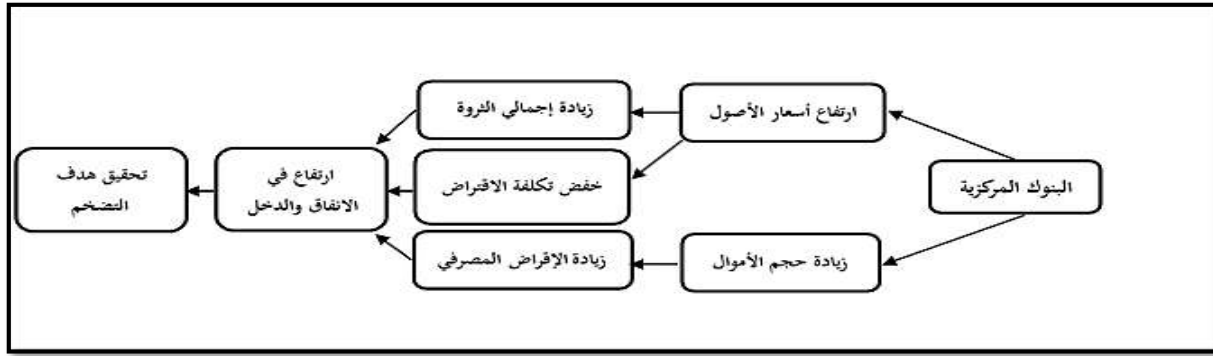
الفرع الثاني: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية:

استخدمت البنوك المركزية أثناء مجابقتها لتداعيات الأزمة المالية العالمية 2008، أدوات استثنائية غير اعتيادية في تطبيقها للسياسة النقدية فأصبح يطلق عليها بأدوات السياسة النقدية غير التقليدية ومن أهمها نجد:

أولاً: التيسير الكمي (Quantitative easing):

هو أحد أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، حيث بدأت البنوك المركزية في استخدامه لتحفيز الاقتصاد عندما أصبحت السياسة النقدية التقليدية غير فعالة باقتراب أسعار الفائدة قصيرة الأجل من الصفر (مصيدة السيولة). فعمدت للتأثير على أسعار الفائدة طويلة الأجل من خلال التسهيلات الكمية. فينطوي QE على قيام البنك المركزي بضخ مبالغ مالية جديدة بشكل مباشر في الاقتصاد بشرائه للأصول المالية طويلة الأجل وبالتالي رفع أسعارها وخفض أسعار الفائدة طويلة الأجل لتشجيع الاستثمار وتحفيز النشاط الاقتصادي (AKACEM & SELKA, 2015, p. 41). فمن خلال هذه الأداة يمكن للتوسع النقدي أن يؤثر بشكل أفضل على التضخم المستهدف والإنفاق الاسمي. فقناة النقل لتنفيذ التيسير الكمي هي نظام معقد من المعاملات يتم تصورها في الشكل التالي:

الشكل رقم (1-3): قنوات نقل سياسة التيسير الكمي



المصدر: (Ásgeirsdóttir, 2014, p. 9)

بحيث تقوم البنوك المركزية بشراء الأصول (السندات، الأوراق المالية) من البنوك التجارية والمؤسسات المالية بشكل واسع ما يؤدي إلى رفع أسعارها وانخفاض عائدها وفي المقابل ترتفع احتياطات البنوك والمؤسسات المالية الأمر الذي يعزز النشاط المالي، بحيث تقل تكلفة الاقتراض لكل من الشركات والأسر وبالتالي يزداد الإقراض المصرفي وهذا يعني ارتفاع الإنفاق والاستثمار ما سيؤدي إلى زيادة في إجمالي ثروة الاقتصاد وبالتالي يمكن الوصول للتضخم المستهدف، وهو الهدف الرئيسي للتيسير الكمي.

ثانياً: التسهيل النوعي (Qualitative Facility):

التيسير النوعي هو شبيه بعملية "السوق المفتوحة" كما يعتبر تسهيل ائتماني انتقائي لأن البنك المركزي هنا يركز على توسيع الأصول الخاصة الموجودة في ميزانيته على حساب قاعدته النقدية فيهدف من خلاله لرفع سيولة أسواق التمويل قصيرة الأجل عن طريق شرائه للأوراق المالية (سندات، أسهم) خاصة أو عامة مقابل إصدار نقدي جديد وبالتالي المساهمة في زيادة توافر الائتمان للقطاع الخاص. (Galiana, 2015)

ثالثاً: سياسة أسعار الفائدة الصفرية (Zero interest rates policy):

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. وهو ما تنشده البنوك المركزية من خلال أسعار الفائدة الصفرية (علي، 2016)، كما تساهم هذه الأخيرة 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 (J.Baumol & S.Blinder, 1998).

رابعاً: التسهيل الائتماني (Credit Facility):

ويطلق عليه التسهيل (المباشر) للائتمان، يتمثل في زيادة عرض النقود من خلال شراء سندات الخزانة والأصول المالية للقطاع الخاص على المدى الطويل عندما يقارب سعر الفائدة للصفر. فبفضل هذا التسهيل النقدي يمكن للسياسة النقدية أن تستمر في خفض أسعار الفائدة على المدينين المتوسط والطويل، وبالتالي تمرير هذه الزيادة في المعروض النقدي إلى المستهلك العائلي وإلى المؤسسات (AKACEM & SELKA, 2015, p. 43).

خامساً: عملية تويست (Operation Twist):

أقرها مجلس الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2011، وهذا من أجل تجنب الآثار السلبية الناتجة من عمليات التسهيلات الكمية والمتمثلة في التضخم، فهي عملية مبادلة بسيطة كأن يقوم الاحتياطي الفيدرالي بشراء سندات الخزانة طويلة الأجل لكن لا تمول من خلال طبع النقود كما في حالة التيسير الكمي، لكن من بيع أوراق الخزانة قصيرة الأجل. وهذا ما يُمكن من تحقيق هدفين في آن واحد: تجنب أو على الأقل الحد من خطر التضخم، والاستمرار في خفض سعر الفائدة على المدى الطويل (في شراء كمية كبيرة من الأصول طويلة الأجل)، وهذا ما يشجع العائلات والمؤسسات على الانفاق، فيحفز الطلب الكلي وبالتالي تجنب الركود الاقتصادي. (AKACEM & SELKA, 2015, p. 43)

سادساً: التدخل بلا حدود في سعر الصرف، حرب العملات (The currency war):

عاد مصطلح حرب العملات للظهور من جديد بعد الأزمة المالية لسنة 2008، بعدما فقد الدولار دوره الأساسي سواء كعملة للاحتياط أو للتبادل التجاري الدولي وبروز دور الذهب من جديد كمخزون للفترات الصعبة. فظهر مصطلح حرب العملات عندما أصدر الكاتب الصيني "سونج جونج بنج" سنة 2007 كتاب سماه "حرب العملات"، يتهم فيه أمريكا بخفض قيمة الدولار وهذا من أجل تدمير الاقتصاد الصيني (صاري علي، 2013).

وبالتالي نقول أن حرب العملات هو كل إجراء تقوم به دولة معينة يؤدي إلى تخفيض قيمة عملتها مقابل العملات الدولية الأخرى، مما يسمح لها بتعظيم صادراتها وتحقيق فوائض في الميزان التجاري، وبالتالي سيكون لهذا التخفيض آثار إيجابية على الدول التي نفذته وأخرى سلبية على الدول التي تتعامل معها، ومن ثم أصبحت أداة سعر الصرف من أهم أدوات الحماية التجارية لتأثيرها الفعال على متغيرات الاقتصاد الكلي سواء ما تعلق بحجم التجارة الخارجية، الاحتياطات الدولية، رصيد ميزان

المدفوعات وبالتالي زيادة القدرة التنافسية للدول المصدرة ورفع معدلات نموها، ما جعل بعض الدول تستهدفه لتحقيق أهدافها الاقتصادية (شري و علاوي، 2014).

المطلب الثاني: قنوات انتقال السياسة النقدية غير التقليدية وشروط تنفيذها:

لتنمك السياسة النقدية غير التقليدية من تحقيق أهدافها المتمثلة في تحفيز الطلب الكلي مع تحقيق معدل التضخم الهدف والذي حددته معظم البنوك المركزية أثناء الأزمة بـ 2%، وجب اختيارها لقنوات فعالة تضمن تأثيرها السريع في الاقتصاد الحقيقي مع توفر مجموعة من الشروط، وهو ما نوضحه من خلال:

الفرع الأول: قنوات انتقال السياسة النقدية غير التقليدية إلى الاقتصاد الحقيقي:

تهدف البنوك المركزية من تطبيقها للسياسات النقدية غير التقليدية إلى التأثير في متغيرات الاقتصاد الحقيقي للقضاء على الأزمة الاقتصادية أو التخفيف من حدتها بغية الوصول إلى الاستقرار الاقتصادي باستخدام مجموعة من القنوات يمكن إنجازها فيما يلي:

أولاً: قناة النقود: إن ضخ النقود في الاقتصاد مقابل الأصول يرفع من سيولة ميزانيات القطاع الخاص، فهذه هي القناة الأساسية التي من خلالها يؤثر التوسع النقدي على الإنفاق ومنه على التضخم.

ثانياً: قناة التوقعات (Policy signaling): وتمثل في توقعات السوق المستقبلية، بحيث يجب أن يكون لقناة التوقعات تأثير أكبر على الاستحقاق المتوسط منها على معدلات الاستحقاق طويلة الأجل، والالتزام بإبقاء المعدلات منخفضة حتى يتعافى الاقتصاد وتتمكن البنوك المركزية من بيع الأصول المتراكمة (Krishnamurthy & Vissing-Jorgensen, 2011).

ثالثاً: قناة إعادة توازن المحافظ الاستثمارية: شراء البنك المركزي للأصول يرفع من أسعارها وكذلك أسعار الأصول الأخرى، وبالنسبة للمستثمرين ما لم يكن المال هو البديل المثالي للأصول التي تم بيعها، فقد يحاولون إعادة توازن محافظهم الاستثمارية بواسطة شراء أصول أخرى التي هي بدائل أفضل أو ما يعرف بتنوع المحفظة. فارتفاع أسعار الأصول يعني انخفاض عائداتها، مما يؤدي بالشركات والأسر إلى العزف عن السوق المالي والتوجه نحو البنوك لانخفاض تكاليف الاقتراض وهو ما يعمل على تحفيز الإنفاق (Michael Joyce, Matthew Tong, & Robert Woods, 2011, p. 201).

رابعاً: قناة السيولة: تعمل قناة السيولة في أوقات ركود السوق المالي-عندما تعجز السوق المالي عن التمويل حينها قد يطلب المستثمرون عوائد أعلى على الأصول لتعويضهم عن المخاطر الناجمة عن غياب مشتريين جاهزين لشراء الأصل إذا رغبوا في بيعه. عندها مكنت عمليات الشراء الواسعة للأصول من طرف البنوك المركزية من تحسين أداء الأسواق من خلال زيادة السيولة وتشجيع التداول (Bowdler & Radia, 2012, p. 611).

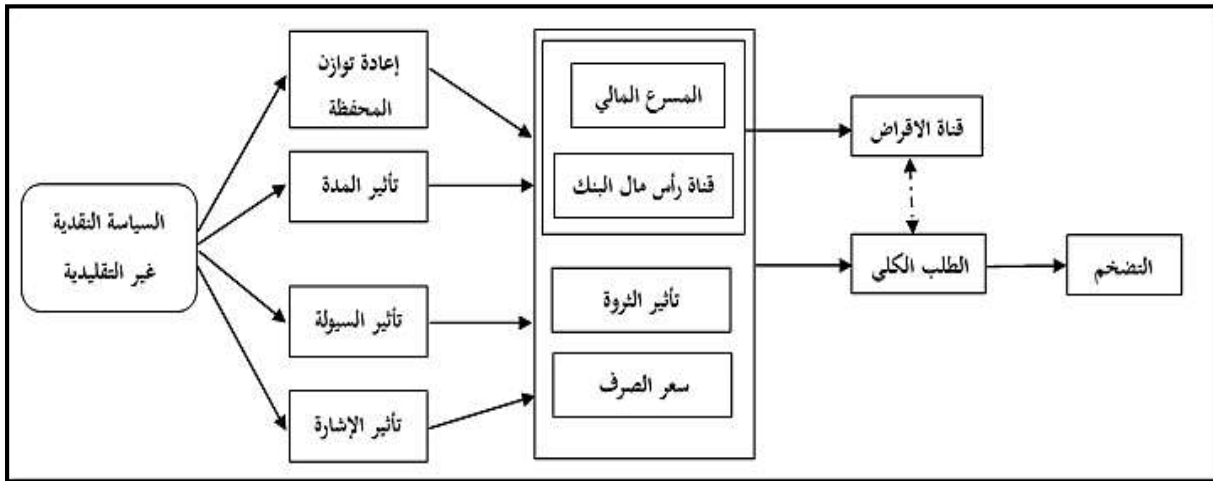
خامسا: قناة الثقة: الشراء الواسع للأصول يزرع الثقة في المتعاملين ما يؤدي لارتفاع أسعار هذه الأصول، فهذه السياسة تؤدي إلى تحسين النظرة الاقتصادية وتعزز ثقة المستهلكين فتحفزهم أكثر على الإنفاق (Michael Joyce, Matthew Tong, & Robert Woods, 2011, p. 202).

سادسا: قناة سعر الصرف: يمكن أن تؤثر سياسة التيسير الكمي بشكل كبير على أسعار صرف العملات، حيث كانت معدلات الفائدة الاسمية في مستويات منخفضة عندما تم تطبيقها، ونخص بالذكر عملية التيسير الكمي التي أطلقها البنك الفيدرالي الأمريكي في لجنة السوق المفتوحة لدعم الاقتصاد الأمريكي خلال سنة 2008، كانت نيتها عملية ضخمة لبيع السندات وحركية كبيرة لرؤوس الأموال شهدتها مختلف دول العالم مما سبب تدفق هائل للدولارات رغبة في الاستفادة من معدلات النمو الكبيرة وسرعة دوران رأس المال خاصة في الاقتصادات الناشئة (حوالي 150 مليار دولار كل شهر)، مما ساهم في بيع عملاتها مقابل الدولار وزيادة الطلب عليها في سوق الصرف وبالتالي ارتفاع قيمتها مقابل الدولار، هذا ما وضع صادرات الدول الناشئة في وضع تنافسي ضعيف لأنه من الناحية النظرية انخفاض قيمة العملة المحلية يؤثر إيجابا على تنافسية صادرات الدولة بالمقابل هناك ارتفاع في أسعار السلع المستوردة مما يعزز توقعات التضخم - ارتفاع معدلات التضخم المستورد (وليد و صديقي، 2018).

سابعا: قناة الاقراض المصرفي: عندما يقوم البنك المركزي بشراء الأوراق المالية طويلة الأجل من البنوك والمؤسسات المالية، فإن ذلك سيرفع من حجم احتياطياتها خاصة الأصول السائلة لديها فيشجعها على التوسع أكثر في منح القروض للشركات والأفراد (يونسي و مدوخ، 2019).

ومنه يمكن إيجاز هذه القنوات في الشكل التالي:

الشكل رقم (1-4): قنوات انتقال السياسة النقدية غير التقليدية



المصدر: (Kanga, 2017, p. 13)

وفي الأخير يمكن القول إن تطبيق سياسة التيسير الكمي قد تختلف من دولة لأخرى نتيجة لاختلاف طبيعة الاقتصاد والعوامل والظروف المؤثرة فيه، وعليه فحسب اختيار قناة النقل المناسبة من شأنه أن يعزز فرص نجاح سياسة التيسير الكمي.

الفرع الثاني: الشروط الواجب توفرها لتنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية:

- تعد تدابير السياسة النقدية غير التقليدية مستقلة تماما عن أدوات السياسة النقدية التقليدية كما تهدف إلى تفعيل سياسة سعر الفائدة في أوقات التشغيل غير الطبيعية للأسواق النقدية والمالية، ومع اختلاف الأوضاع الاقتصادية بين مختلف دول العالم وجب توفر خمس شروط أساسية لضمان تنفيذ هذه التدابير نذكر منها: (Trichet, 2013, pp. 273-238)
- لا بد أن تكون التدابير المتخذة متناسبة قدر الإمكان مع درجة التفكك والاضطراب التي يعاني منها السوق التي تسعى إلى إنقاذها، وفي أغلب الحالات لا بد من تفصيل وتقييم لحجم الاجراءات من أجل تجنب التعطيل الكلي للأسواق. إذ يجب على البنك المركزي ألا يتردد في توسيع أو تقليص نطاق أدواته غير التقليدية وبخاصة مدة التوفير غير الاعتيادي للسيولة اعتمادا على حجم الخلل في النظام المالي.
 - يجب أن تكون التدابير مصحوبة برسائل قوية (مفهومة ومباشرة) للبنوك التجارية لحثها على معالجة مشاكل التمويل وإصلاح موازاناتها على المدى المتوسط، باعتبار أن البنوك هي الأداة الرئيسية التي يستخدمها البنك المركزي لإعادة التمويل "غير التقليدي".
 - يجب أن تكون التدابير مصحوبة برسائل واضحة وسريعة إلى الدول المعنية كلما دعت الحاجة إلى ذلك، على غرار رسالة البنك المركزي الأوروبي في أوت 2011 التي وجهها إلى دول الاتحاد الأوروبي يحثهم فيها على تكثيف الرقابة للسياسات الاقتصادية والخاصة بالموازنات العامة التي تنتهجها الدول كل على حدا لتفادي فشل التدابير نفسها و / أو خلق بيئة مالية من شأنها أن تمهد الطريق لصعوبات إضافية في المستقبل.
 - في حالة أوروبا، يتمثل الشرط الإضافي في مطالبة المؤسسات الأوروبية وكذا الحكومات الشروع وبشكل جماعي في تحسين تسييرها الاقتصادي بما في ذلك الرقابة الدقيقة للسياسات الاقتصادية والميزانية لكل دولة على حدا. وهو نفس النهج الذي سار عليه البنك المركزي الأوروبي الذي دعا الدول الأعضاء إلى ضرورة تحسين الإدارة الاقتصادية وكان صريحا في هذا الشأن ودليل ذلك القرارات التي اتخذها منذ بداية الأزمة.
 - يعد هذا الشرط الأخير جدا هام، فبقدر ما تؤدي هذه الاجراءات غير التقليدية المطبقة من طرف البنوك المركزية لاقتصادات الدول المتقدمة إلى تغيير هيكلية في البيئة النقدية والمالية للاقتصاد العالمي. فهي تسعى جاهدة إلى الدفاع صراحة عن الإصلاحات الضرورية للتمويل العالمي والتعديل الضروري للاحتلالات العالمية في إطار مجموعة العشرين، والمساهمة الحاسمة للمؤسسات المالية والدولية والتعبئة الفعالة للبنوك المركزية ومجلس الاستقرار المالي.
- إلا أن هذه الشروط قد تكون كافية لوحدها للدول المتقدمة في تنفيذها للسياسة النقدية غير التقليدية، أما بالنسبة للدول النامية فيجب دعمها بشروط إضافية نذكر منها:
- يجب توجيه هذه التدابير لدعم جانب العرض خاصة ما يتمثل في المشاريع الاستثمارية والبنى التحتية ذات العوائد السريعة وعدم الاكتفاء بتحفيز الطلب الكلي؛
 - توفر جهاز إنتاجي مرن للدولة قادر على امتصاص الزيادة في الأسعار التي قد تنتجها الكتلة النقدية المصدرة بدون غطاء حقيقي؛
 - ضخ النقود في الاقتصاد يجب أن يكون بكميات وفي فترات مدروسة ومحددة مسبقا حسب احتياجات الاقتصاد تجنباً للآثار التضخمية؛

- يجب أن يكون هناك تعاون بين جميع السياسات الاقتصادية (سياسة الاستثمار، سياسة سعر الفائدة، سياسة الإقراض، سياسة الانفاق...) لنضمن التنفيذ الجيد لهذه التدابير وبالتالي تحقيق أهدافها بأقل مخاطر.

فنستنتج بأن تطبيق البنوك المركزية للتدابير غير التقليدية للسياسة النقدية دون مراعاة لتوفر شروط تنفيذها ومدى ملاءمتها لبنية الاقتصاد المراد تنشيطه ستكون نتائجها سلبية خاصة من حيث ارتفاع الأسعار وانخفاض قيمة العملة المحلية وتراجع معدلات النمو الاقتصادي.

المطلب الثالث: السياسة النقدية غير التقليدية: الفروقات والتطبيع:

أعتمدت السياسة النقدية غير التقليدية من قبل أهم البنوك المركزية العالمية (البنك الاحتياطي الفيدرالي، بنك اليابان، بنك إنجلترا، بنك الاتحاد الأوروبي) في ظروف استثنائية بعد أن فقدت أدوات السياسة النقدية التقليدية نجاعتها، ما يعني أن هناك فرق بين أدوات السياستين، سنتطرق في هذا المطلب لأهم الفوارق الموجودة بين السياستين التقليدية وغير التقليدية ثم بعد ذلك للاستراتيجية الواجب اتباعها للخروج من هذه السياسة غير التقليدية.

الفرع الأول: أهم الفروقات بين السياسة النقدية غير التقليدية والتقليدية:

لنتمكن من التفريق بين التدابير (غير التقليدية والتقليدية) للسياسة النقدية سنركز على سياسة التيسير الكمي باعتباره من أهم أدوات السياسة النقدية غير التقليدية والأكثر تطبيقاً في العالم بعد الأزمة المالية لسنة 2008 وأطلق عليه غير التقليدية نظراً لاختلافه عن أدوات السياسة النقدية التقليدية في العناصر التالية: (Bowdler & Radia, 2012, pp. 606-607)

- 1- يركز التيسير الكمي على شراء السندات طويلة الأجل وبيع السندات قصيرة الأجل؛
- 2- ينطوي التيسير الكمي على شراء الأصول وحقن النقود بمعناها الواسع في الاقتصاد ومحاوله التأثير على الفائدة طويلة الأجل على عكس السياسة التقليدية التي تركز على الفائدة قصيرة الأجل؛
- 3- عند استخدام التيسير الكمي يكون البائعون للأصول على الغالب ليس البنوك وإنما المؤسسات المالية مثل (صناديق التقاعد وشركات التأمين) الذين تتركز استثماراتهم في السندات الحكومية طويلة الأجل والرهون العقارية؛
- 4- يؤدي التيسير الكمي إلى توسيع ميزانية البنوك المركزية بشكل كبير لأن كميات السندات المشتراة تكون كبيرة جداً وعملية شراء الأصول لا تكون عن طريق طبع النقود وإنما من خلال زيادة حساب احتياطات البنوك التجارية.

كما يمكننا أن نميز اختلاف التدابير غير التقليدية عما عرف من أدوات نقدية تقليدية من خلال:

أولاً: الفرق بين سياسة التيسير الكمي وعملية السوق المفتوحة:

يعد التيسير الكمي شبيهاً بعمليات السوق المفتوحة في جانب منه، والمتمثل في دخول البنك المركزي مشترياً للأوراق المالية من السوق المالي ويختلف عنها في عدة نقاط نوضحها في الجدول التالي:

الجدول رقم (1-1): الفرق بين عملية التيسير الكمي وعمليات السوق المفتوحة

عمليات التيسير الكمي	عمليات السوق المفتوحة
القيمة المالية تكون كبيرة وتمتد لعدة سنوات.	القيمة المالية تكون أقل وتمتد لفترة زمنية قصيرة من أسبوع لعدة شهور.
تستخدم في حالة الأزمات المالية عندما يكون الاقتصاد في حالة مصيدة السيولة (معدلات الفائدة صفرية أو بقيم قريبة من الصفر) بهدف تخفيض معدلات الفائدة طويلة الأجل وزيادة سيولة سوق الأصول وبالتالي تحفيز الطلب الكلي.	تستخدم في الحالة الطبيعية للاقتصاد هدفها التأثير على معدلات الفائدة قصيرة الأجل وقيم صغيرة جدا.
يقوم البنك المركزي بشراء الأوراق المالية طويلة الأجل المستهدفة بغض النظر عن درجة مخاطرها (سندات الرهن العقاري وسندات الشركات).	شراء سندات الخزينة قصيرة الأجل الأقل خطورة (السندات الحكومية).
تقدر على الدفع بمعدلات الفائدة طويلة الأجل لمستويات أقل حتى ولو اقتربت معدلات الفائدة قصيرة الأجل من الصفر.	عجزت عن فعل ذلك.
الهدف الوسيط هو الكتلة النقدية.	الهدف الوسيط هو أسعار الفائدة.

المصدر: (جاري، شلال، و بن طالي، 2019، صفحة 196)

ثانيا: العلاقة بين سياسة التيسير الكمي والاصدار النقدي:

أطلقت وسائل الاعلام والبنوك المركزية والمحللون الماليون على التيسير الكمي مصطلح "طباعة النقود" وأنها صيغة جديدة للإصدار النقدي، ومع ذلك أعلنت البنوك المركزية أن استخدام الأموال التي تمت طباعتها حديثا مختلفة في التيسير الكمي حيث يتم استخدامها في شراء السندات الحكومية أو موجودات مالية أخرى. في حين أن مصطلح "طباعة النقود" عادة ما يعني استخدام تلك الأموال المطبوعة حديثا في تمويل مباشر للعجز المالي الحكومي أو لسداد الديون الحكومية. (جاري، شلال، و بن طالي، 2019، صفحة 197)

ويحظر على البنوك المركزية في معظم الدول المتقدمة قانونا شراء الديون الحكومية بصورة مباشرة من الحكومة، إذ يجب شراؤها من السوق الثانوي. وبموجب هذه العملية يتم ذلك بخطوتين: تباع الحكومة السندات للقطاع الخاص ثم يشتريها البنك المركزي، وقد أطلق عليها العديد من المحللين مصطلح "تنقيد الديون"، والفرق الجوهرى بين التيسير الكمي وتنقيد الديون هي أنه مع التيسير الكمي يقوم البنك المركزي بطباعة النقود لتحفيز النشاط الاقتصادي عكس الثاني الذي يتم لتمويل الانفاق الحكومي.

وقد أعلنت العديد من البنوك المركزية عن نيتها في إعادة بيع السندات الحكومية ومختلف الموجودات المالية في السوق عندما يتعافى الاقتصاد العالمي وهو ما يعني عكس عملية التيسير الكمي. والطريقة الوحيدة الفعالة لتحديد ما إذا كان البنك المركزي قد قام بتنقيد الديون هي مقارنة أدائه النسبي مع أهدافه المعلنة، حيث عملت العديد من البنوك المركزية على الوصول إلى التضخم المستهدف لهذا من المحتمل أن يقوم البنك المركزي بتنقيد الديون إذا استمر في شراء السندات الحكومية عندما

يكون التضخم فوق المعدل المستهدف وللحكومة مشاكل مع التمويل بالاقتراض (عبد العزيز شويش و بشرى عبد الباري، 2014، صفحة 132).

الفرع الثاني: تطبيع السياسة النقدية (Normalization of Monetary Policy):

يقصد بتطبيع السياسة النقدية، استراتيجية الخروج من الإجراءات غير التقليدية من خلال رفع معدل الفائدة الأساس (المدير) للبنك المركزي إلى مستويات طبيعية وهذا بعد ما تم خفضها وقت الأزمة، وهذا من أجل أن يكون هناك نهج حذر ومتدرج للسياسة النقدية. فمعدل الفائدة الطبيعي هو الذي يضمن تحقيق معدل النمو المرغوب فيه في الناتج الوطني وأن تكون العمالة عند مستوى التشغيل الكامل مع استقرار التضخم باقترابه من المعدل المستهدف. فانخفاض معدل الفائدة عن المعدل الطبيعي يطلق على السياسة النقدية بأنها سياسة متكيفة Accommodative، أما ارتفاعه عن المعدل الطبيعي تكون السياسة النقدية انكماشية. (Brainard, 2015) Contractionary Monetary Policy.

ففي 29 أكتوبر 2014 أعلن البنك الفيدرالي انتهاء التيسير الكمي وأن البنك سوف يتحول من السياسة النقدية المحفزة إلى السياسة المتشددة (Raffinot, 2015, p. 4). وبعد الانتهاء من التيسير الكمي يقوم البنك المركزي برفع الفائدة قصيرة الأجل ويتحقق ذلك عندما يكون العائد المتوقع على رفع الفائدة أكبر من التكاليف المتوقعة لذلك يتم متابعة مجموعة من المتغيرات، وتسمح عملية التطبيع للبنك المركزي إلى الرجوع للأدوات التقليدية حيث تصبح أكثر فاعلية (Fischer & Chairman, 2015)

فنجد ثلاث طرق تُمكن البنك المركزي من رفع معدل الفائدة وبالتالي الخروج من سياسة التيسير الكمي (عباس و بسمان، 2017، صفحة 123) وهي:

- 1- يمكن للبنك المركزي سحب الأموال (السيولة التي حقنها في الاقتصاد) على مرة واحدة، وهو الأمر الذي من شأنه أن يسبب حالة ركود وانكماش؛
- 2- يمكن للبنك الإبقاء على الوضع الحالي وترك النقود في النظام لمدة أطول حتى يصل التضخم للمعدل المستهدف ومن ثم يتم سحب الأموال. وقد يكون هذا الخيار الأكثر خطورة بحيث قد يؤدي إلى ارتفاع حاد في التضخم كما حدث في الولايات المتحدة سنة 1970؛
- 3- يمكن للبنك المركزي الخروج من سياسة التيسير الكمي بشكل متدرج وفق برنامج حذر ودقيق يراعي يأخذ في الحسبان سلوك كل المتغيرات المالية والاقتصادية على المدينين القصير والمتوسط. ويعد هذا الخيار هو الأنسب.

وعند إتمام عملية الخروج من سياسة التيسير الكمي يمكن للبنوك المركزية التخلص من الأصول التي قامت بشرائها وفق

أحد الطرق (Kawai, 2015, p. 11) التالية:

- 1- عدم استبدالها عند حلول موعد استحقاقها؛
- 2- بيعها مرة أخرى؛
- 3- رفع الفائدة على الاحتياطات؛
- 4- بالنسبة للرهون العقارية يجب الإبقاء عليها وعدم بيعها كما لا يستثمر في الدفعات الرئيسية.

لكن وبعد الانتهاء من عملية شراء الأصول فإذا ارتفعت أسعار الفائدة بشكل كبير فإن البنك المركزي سوف يتعرض لخسائر كبيرة نتيجة انخفاض قيمة الأصول التي قام بشرائها (Rogoff, 2015, p. 3).

المطلب الرابع: أهداف السياسة النقدية غير التقليدية ومخاطرها:

اعتمدت البنوك المركزية بعد الأزمة المالية 2008 على تدابير غير تقليدية كان الهدف الرئيسي منها تحفيز اقتصاداتها وتجنّبها حالة الركود إلا أن الإفراط في استخدامها قد ينجر عنه بعض المخاطر وهو ما سنوضحه في هذا المطلب من خلال:

الفرع الأول: أهداف البنوك المركزية من تطبيق سياسات نقدية غير تقليدية:

على الرغم من اختلاف التدابير غير التقليدية المطبقة من طرف البنوك المركزية نتيجة التباين في البنى الهيكلية لاقتصاداتها، إلا أنها اتفقت على تنفيذ الإجراءات الثلاث التالية: (دودو، 2021/2020، الصفحات 30-31)

- 1- ضخ الأموال في الاقتصاد بشكل مكثف وهذا للرفع من كمية النقود المتداولة؛
- 2- التأثير المباشر في أسعار الفائدة الرئيسية قصيرة الأجل بتخفيضها لأدنى مستوياتها أو حتى جعلها مساوية للصفر في بعض الأحيان؛
- 3- التدخل في سوق الائتمان من خلال شرائها المباشر واللامحدود للسندات من سوق الإصدار وبالتالي توفر السيولة وتحمل لوحدها المخاطر وهو ما يعرف بالتميسير الائتماني.

فهذه الإجراءات غير التقليدية مكنت الدول المصنعة التي طبقتها على اقتصادها إلى تحقيق الأهداف التالية (صاري علي، 2013):

- 1- ضمان توفر السيولة وبالتالي تسهيل شروط منح الائتمان سوى للأسر الاستهلاكية أو لقطاع الأعمال وهو ما من شأنه أن يساهم في زيادة الطلب الكلي؛
- 2- زيادة الطلب الاستهلاكي انعكس بالإيجاب على معدلات النمو والبطالة وبالتالي تجنب حالة الركود الاقتصادي؛
- 3- كما مكنتها من رفع صادراتها بجعل منتجاتها أكثر تنافسية في الأسواق العالمية بتخفيضها لعملائها المحلية وهو ما عرف بحرب العملات.

الفرع الثاني: مخاطر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية:

لكل سياسة آثار جانبية إلا أن حدتها تختلف من اقتصاد لآخر باختلاف: القوانين والتشريعات، الهيكل الاقتصادي، الثقافة الاقتصادية، اتساع السوقين المالي والنقدي ...، لذا نقول إن تطبيق مثل هذه الإجراءات غير التقليدية قد تنجر عنه بعض المخاطر إذا لم يحسن استغلالها ومن أهمها نذكر (يونسي و مدوخ، 2019):

- إن توسع البنك المركزي في شراء السندات الحكومية يؤدي إلى ارتفاع الدين العام، وهو ما حدث في إنجلترا بارتفاع الدين الحكومي إلى 100% من الناتج المحلي الإجمالي؛

- إن استمرار ارتفاع الطلب على الأوراق المالية، دون استثناء وبكميات كبيرة من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع أسعارها (القيمة السوقية) وهو ما يشير بإمكانية حدوث فقاعات في أسعار الأوراق المالية، كما حدث سابقا في أسعار العقارات وكانت سببا رئيسيا في الأزمة المالية لسنة 2008؛

- يعد اللجوء لهذه الإجراءات غير تقليدية أمرا سهلا وغير مكلف كما يضمن تمويلا سريعا للاقتصاد فهو إذن حل استعجالي لظرف استثنائي، إلا أن الخطر يكمن في استغلال الحكومات والسلطات النقدية لهذه السياسة غير التقليدية لمدة طويلة ومحاولة جعلها هي السياسة العامة وبالتالي سوف لن تكلف نفسها عناء القيام بإصلاحات هيكلية جذرية لاقتصاداتها ليتسنى لها تسريع عمليات الخروج منها وبأقل الأضرار؛

- شراء البنك المركزي للأوراق المالية الحكومية منها والخاصة بشكل واسع ولمدة طويلة سيؤدي إلى تضاعف حجم ميزانيته وبما تحويه من أوراق مالية عالية المخاطر، عندها يصبح الخروج من السياسة برفع أسعار الفائدة من جديد يشكل خطرا مباشرا على البنك المركزي ويمثل خسارة له؛

- إن التطبيق واسع النطاق لسياسة التيسير الكمي في الدول المتقدمة ستكون له انعكاسات سلبية على الأسواق المالية للدول الناشئة التي تربطها معها علاقات مباشرة، نتيجة تدفق رؤوس الأموال لهذه الأخيرة من المستثمرين في الأوراق المالية الباحثين عن عوائد أكبر في أسواقها المالية والذين قد يسحبون أموالهم وبصورة فجائية عند نهاية هذه السياسة في دولهم؛

- قد تؤدي التدابير التوسعية المعتمدة من طرف البنوك المركزية في إطار السياسة النقدية غير التقليدية إلى المساس باستقلاليتها إذا ما تم توجيه الأموال التي اشترت بها الأوراق المالية طويلة الأجل لسد عجز الموازنة فقط مما يؤدي لارتفاع معدلات التضخم دون تحقيق معدلات النمو والتشغيل المستهدفة، لذا وجب على البنوك المركزية تحديد أهدافها بدقة والعمل على تحقيقها.

فنستنتج في الأخير بأن كبرى البنوك المركزية في العالم قامت بتنفيذ تدابير غير تقليدية في ظروف استثنائية فرضتها الأزمة المالية العالمية 2008، أين كانت اقتصاداتها قريبة من الإفلاس وعجزت أدوات السياسة النقدية التقليدية عن إيجاد الحلول ببلوغ أسعار الفائدة بما لمعدلات صفرية.

فتدخل البنك المركزي بصورة مباشرة في العملية التمويلية للاقتصاد بضخه لمبالغ مالية ضخمة عن طريق تسهيلات كمية وائتمانية، افضت إلى توسيع ميزانيته من جهة وتوفير السيولة اللازمة للاقتصاد وبعث الثقة بين المتعاملين الاقتصاديين من جهة ثانية، لتصبح هذه الإجراءات التوسعية السمة الغالبة لمعظم دول العالم بسبب نقص السيولة وتراجع معدلات النمو العالمي بانتقال آثار الأزمة من الدول المتقدمة إلى الدول الناشئة.

لذا وجب التحذير بأن للسياسة النقدية غير التقليدية شروط خاصة يجب توفرها في الاقتصاد لضمان فعاليتها، وبأنها سياسة ظرفية لا يمكن أن تستدام بل توضع وتطبق وفق برنامج زمني يضمن العودة للأدوات التقليدية في أحسن الظروف الاقتصادية.

المبحث الثالث: تحليل أثر المعروض النقدي على النشاط الاقتصادي في إطار النظريات النقدية:

تعد النظرية النقدية جزءاً من النظرية الاقتصادية فهي تهدف إلى تفسير كل الظواهر المتعلقة بالنقود وتحليل الآثار المترتبة عن التغيرات في المعروض النقدي على مختلف المؤشرات الاقتصادية الكلية. فتطور النظرية النقدية كان مترامناً مع تطور أفكار مختلف المدارس الاقتصادية، وعليه سنتطرق في هذا المبحث إلى مبادئ وأفكار أهم النظريات النقدية في الفكر الاقتصادي وكيفية تحليلها لتأثير التغير في المعروض النقدي على النشاط الاقتصادي.

المطلب الأول: النظرية النقدية التقليدية (التحليل الكلاسيكي):

والتي تعرف بـ النظرية الكمية للنقود، إذ يعتبر الاقتصادي الفرنسي **جان بودان (Jaun Bodin)** صاحب النسخة الأولى للنظرية الكمية للنقود سنة 1568 من خلال كتابه "الاقتصاد السياسي" (كنعان، 2012، صفحة 93) الذي أشار فيه إلى وجود علاقة نسبية بين كمية الذهب التي تدفقت إلى أوروبا من قبل المستعمرات الإسبانية والمستوى العام للأسعار في الاقتصاد، ليأخذ من بعده عدد من الاقتصاديين بهذا التفسير مثل **دافيد هيوم (David Hume)** سنة 1752 وبعد ذلك **ريكارد كونتيون (Richard Cantillon)** سنة 1757، ليحاول بعدها الاقتصادي **سيمون نيو كامب صياغتها** في شكل رياضي سنة 1886 إلا أنها لم تنتشر إلا بعد ما جاءت صيغة الاقتصادي الأمريكي **إيرفينغ فيشر (Irving Fisher)** سنة 1911 (خلف الله، 2018، صفحة 18)، وأصبح يعتمد عليها اليوم من أجل تحديد محددات التضخم في المدى الطويل (Gregory N, 2010, p. 130).

كما استند التحليل الكلاسيكي على عدة فرضيات من أهمها:

- قانون المنافذ لـ **جون باتيست ساي (Jean B.Say)** 1832-1767، الذي يعد من أهم نظريات الفكر الكلاسيكي، وحسبه يعتبر أن النقود تعتبر حجاباً يخفي حقيقة التبادل الحقيقي الذي يتم بين السلع فهو يرى أن أي سلعة تخلق منفذاً لسلعة أخرى أي أن العرض يخلق الطلب (Samuelson, 1985, p. 78).

- أما **ريكاردو (Ricardo)** 1923-1872، فاعتبر أن القيمة التبادلية للمنتجات متناسبة مع العمل المبذول لإنتاجها وعليه فإذا كانت الأسعار النسبية معرفة بكمية هذا العمل فالأسعار المطلقة دالة لكمية النقود، بمعنى أن الزيادة في كمية النقود ليس لها تأثير إلا على المستوى العام للأسعار.

- و**جون ستيوارت ميل (Jean S. Mill)** 1817، الذي رفض فكرة أن الفائض في النقود يؤدي إلى ارتفاع فوري وتناسي للأسعار، فالتأثير التضخمي لا يمكن أن يظهر إلا عند استخدام هذه النقود الإضافية.

فمع كل من الاقتصاديين الثلاثة: ساي وريكاردو وميل وضع الاقتصاد الكلاسيكي علاقة ميكانيكية بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار.

فالنظرية الكمية في تحليلها للظواهر الاقتصادية تُفترق وتفصل بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد النقدي وهو ما يقودنا إلى أن أي زيادة في المعروض النقدي لها تأثير أوتوماتيكي على الأسعار دون التأثير على الإنتاج والتبادل (بلقاسمي، 2014،

صفحة 9)، ومنه نستنتج أن الكلاسيك خلصوا إلى أن الزيادة في المستوى العام للأسعار مرتبط بالتغير في كمية النقود، وعليه فإن السياسة النقدية في التحليل الكلاسيكي يمكن استنتاجها من خلال نظرية كمية النقود.

الفرع الأول: معادلة التبادل لفيشر:

وضعت في البداية على يد الاقتصادي الإنجليزي (David Hume)، ثم طورت في القرن العشرين على يد الأمريكي (Irving Fisher) الذي أعاد صياغتها سنة 1911، وحسبه فإن النقود تعد وسيلة تبادل (دفع) والكمية المتداولة منها تحدد مستوى الأسعار (Souad, 2006, p. 49). وتكتب بالصيغة التالية (Gregory Mankiw, p. 842):

$$M \cdot V = P \cdot Y \dots \dots \dots (1)$$

وتفيد هذه المعادلة بأن كمية النقود المتداولة مضروبة في سرعة دورانها مساوية للناتج الاسمي.

PY : الناتج الاسمي = الناتج الحقيقي X المستوى العام للأسعار.

V : معدل الدوران أو التداول المتوسط للوحدات النقدية خلال فترة زمنية معينة، واللازم لإتمام الصفقات المتعلقة بالدخل (Landais, 2008, p. 20).

وتقوم هذه المعادلة على أن أي تغير في المعروض النقدي من طرف البنك المركزي في ظل الاستقرار النسبي لسرعة دوران النقود عبر الزمن (فرضية التحليل الساكن)، وحيادية النقود بحيث لا تؤثر على الإنتاج كما أن الاقتصاد يوجد عند مستوى التشغيل التام سيؤدي إلى تغير المستوى العام للأسعار ونوضح ذلك من خلال:

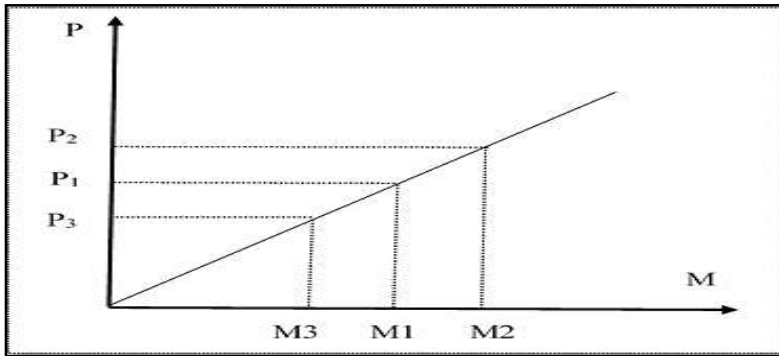
$$\Delta P = \Delta M \cdot \frac{v}{t} \dots \dots \dots (2)$$

وبقسمة (2) على (1) نحصل على المعادلة:

$$\Delta P / P = \Delta M / M$$

أي أن التغير في كمية النقود يؤدي إلى تغير نسبي في المستوى العام للأسعار، وبالتالي يمكن التعبير عن هذه العلاقة بيانيا كما يلي:

الشكل رقم (1-5): العلاقة بين كمية النقود المعروضة والمستوى العام للأسعار



المصدر: (سندس، 2018، صفحة 46).

الفرع الثاني: معادلة الأرصدة النقدية لكامبريدج:

تعتبر الوجه الثاني لمعادلة التبادل حيث تم تطويرها بعد الانتقادات التي وجهت إليها وساهم في صياغتها كل من: ألفرد مارشال وبيجو، لتسمى بمعادلة الأرصدة النقدية.

-فمارشال 1842-1924 : يرى بأنه في كل مجتمع توجد نسبة معينة من الدخل يفضل الأفراد الاحتفاظ بها في شكل أرصدة نقدية وهو ما أطلق عليه بالترفضيل النقدي، وفي هذه الصيغة الحديثة استغني عن سرعة الدوران ليحل محلها نسبة التفضيل النقدي K والتي تعني طلب النقد والاحتفاظ به كأرصدة لغرض (التبادل، الاحتياط أو مستودع للقيمة)، ويرى مارشال أن المستوى العام للأسعار يكون ثابتا إذا ما تساوت الكمية المطلوبة من النقود مع الكمية المعروضة منها وهذا وفق المعادلة التالية: (سندس، 2018، صفحة 80)

$$M = K(P.y)$$

حيث تمثل:

M : كمية النقود المعروضة ، K : نسبة الدخل التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها بصورة سائلة $K = \frac{1}{v}$ بحيث :
 y : الدخل الحقيقي ، P : المستوى العام للأسعار ، $(P.y)$: الدخل النقدي.
 ومنه نجد أن دالة الطلب على الأرصدة النقدية هي:

$$M_d = K(P.Y)$$

ونلاحظ أنه كلما ارتفعت الأسعار يرفع الأفراد طلبهم على النقود بحيث تبقى قدرتهم الشرائية (القيمة الحقيقية للطلب على النقود) ثابتة، أي لا وجود للخداع النقدي.

كما أن مارشال يرى بأن العلاقة بين المعامل K والمستوى العام للأسعار عكسية، فنجد أنه إذا فضل الأفراد الاحتفاظ بالنقود عوض انفاقها على شراء السلع والخدمات فهذا يؤدي إلى زيادة عرض هذه الأخيرة ومن ثم انخفاض أسعارها، والعكس يحدث إذا قرر الأفراد التخلي عن الاحتفاظ بالنقد سائل ما يؤدي لزيادة الانفاق ومنه ارتفاع المستوى العام للأسعار.

وبافتراض مدرسة كامبريدج لثبات المعامل K وللدخل الحقيقي في الأجل القصير فهذا يؤدي إلى أن أي زيادة في المعروض النقدي ستؤدي حتما لزيادة تناسبها في المستوى العام للأسعار مما يؤدي لارتفاع الطلب على النقود إلى أن يتساوى مع عرضه ويتحقق التوازن، وبالتالي فهي تتفق مع المدرسة الكلاسيكية في التأثير التناسلي للتغير في كمية النقود على المستوى العام للأسعار.

فمن خلال ما سبق نجد بأن التحليل الكلاسيكي ركز على استخدام السياسة النقدية لوحدها دون اللجوء إلى السياسة المالية في معالجة الاختلالات لتحقيق التوازن الاقتصادي وهذا من خلال افتراضه بأن الطلب على النقود هو مشتق من الطلب على السلع والخدمات التي تقتنى بالنقود، كما افترضت ثبات الإنتاج لبلوغ مستوى التشغيل التام وكذا ثبات سرعة تداول النقد وهذا في الأجل القصير ما يعني أن التحليل الكلاسيكي يعد تحليلا ساكنا، كما اعتبر التغير في عرض النقود متغيرا مستقلا يؤدي إلى تغيرات طردية تناسبية في المستوى العام للأسعار. فهذه الفرضيات اعتبرت غير واقعية إذ لا يمكن أن نعتبر دور النقود حيادي في الاقتصاد لما له من دور فعال كما أن سرعة التداول غير ثابتة إضافة لإهمالها للدور الرئيسي الذي يلعبه سعر الفائدة

وتأثيره في قرار الاستثمار وطلب النقود، وهو الأمر الذي كشفتته أزمة الكساد العالمي سنة 1929 ومهدت لظهور التحليل الكينزي.

المطلب الثاني: النظرية النقدية الكينزية (التحليل الكينزي):

ظهر التحليل الكينزي بعد فشل التحليل الكلاسيكي في معالجة أزمة الكساد العالمي سنة 1929 وكان ذلك على يد الاقتصادي الإنجليزي جون مينارد كينز (John Maynard Keynes) في كتابه "النظرية العامة للاستخدام والفائدة والنقود" سنة 1936، الذي أحدث من خلاله ثورة في الفكر الاقتصادي واستطاع أن يقدم حلولاً عملية لأزمة الكساد آنذاك.

فاعتمد كينز في تحليله الاقتصادي على فرضيات تختلف تماماً عن فرضيات التحليل الكلاسيكي، والتي نوجزها فيما يلي: (خلف الله، 2018، صفحة 26)

- استحدث أدوات تحليل جديدة في نظريته العامة، فاعتبر سعر الفائدة ظاهرة نقدية كما أن معدل الفائدة يتحدد من خلال عرض النقد والطلب عليه، فكينز يرى بأن سعر الفائدة مرتبط مباشرة بالادخار والاستثمار عند مستوى التوظيف الكامل؛
- اعتمد على مبدأ الطلب الفعال ومن ثمة تحليل التقلبات الحاصلة بين الطلب الكلي والعرض الكلي بدلا من التقلبات في عرض النقود، فهو يرى بأن حجم كل من الإنتاج والبطالة والدخل يتوقف على حجم الطلب الكلي الفعال؛
- ركز على دراسة الطلب على النقود باعتبارها مخزن للثروة (تفضيل السيولة)، ومنه حدد ثلاث دوافع لطلب النقد وهي: للمعاملات، للاحتياط وللمضاربة وهذا على عكس التحليل الكلاسيكي الذي اعتبرها وسيلة تبادل فقط ولا يوجد لها أي تأثير على النشاط الاقتصادي؛

- رفض كينز في تحليله قانون المنافذ "لساي" القائل بأن العرض يخلق الطلب أي أن السلع تخلق منفذا لها في الأسواق وبالتالي فالتوازن الاقتصادي أمر حتمي عند مستوى التشغيل التام، بل دعا لضرورة تدخل الدولة من خلال تحفيز الطلب الفعال لبلوغ حالة التوازن المنشودة.

ومن هنا نرى بأنه ميّز بين حالتين للاقتصاد هما: حالة ما قبل الوصول للتوظيف الكامل، وحالة ما بعد تحقيق التوظيف الكامل.

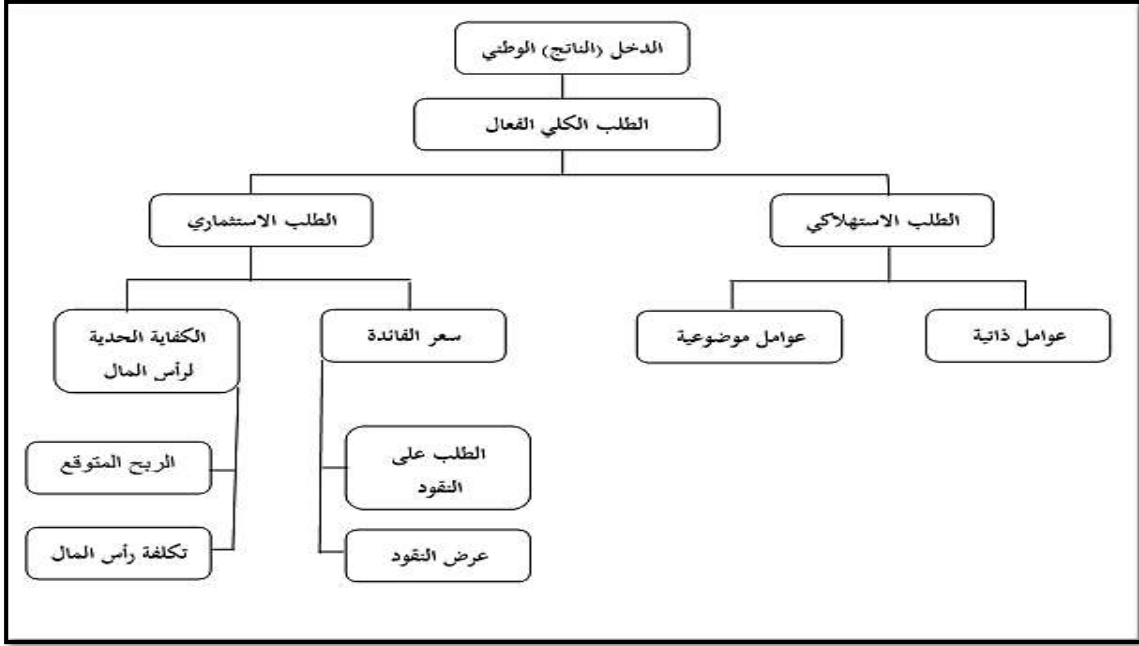
أولاً: الحالة الأولى: عندما يكون الاقتصاد دون مستوى التوظيف الكامل، هنا يرى كينز بأن الزيادة التي تحدث في الطلب الكلي الفعال تكون لها زيادة مقابلة في عرض السلع والخدمات لوجود طاقات عاطلة يمكن استغلالها وبالتالي فزيادة الطلب الفعال تكون مصحوبة بزيادة في الأسعار لكن غير مؤثرة (مقبولة). ومع اقتراب الاقتصاد من وضع التوظيف الكامل هنا تبدأ بوادر التضخم (التضخم الجزئي) بالظهور وهذا راجع لنقص المرونة بين زيادة الطلب الكلي وإمكانية زيادة العرض الكلي بما يوافقه لنقص الموارد وشحها بعد استغلالها في مراحل الإنتاج السابقة وعليه أي زيادة في الطلب ولعدم القدرة على رفع الإنتاج بنفس القدر ينعكس ذلك على المستوى العام للأسعار.

ثانياً: الحالة الثانية: بلوغ الاقتصاد لوضع التوظيف الكامل ببلوغ الأجهزة الإنتاجية والموارد الاقتصادية لأقصى طاقتها، ومنه أي زيادة في الطلب الكلي يتمخض عنها زيادة مباشرة في الأسعار، وهنا نكون بصدد وقوع الاقتصاد في حالة فجوة تضخمية

بحيث يتجاوز الطلب الكلي العرض الكلي وهو ما ينتج عنه زيادة في الدخل غير مرغوب فيها لأنها تمثل زيادة نقدية غير حقيقية لا يقابلها أي إنتاج فعلي. ويرى كينز أن هذه الزيادة في الطلب الكلي هي نتيجة للزيادة في عرض النقود.

وعليه يمكن أن نلخص النموذج الكينزي في تحليله للمتغيرات الاقتصادية في الشكل التالي:

الشكل رقم (1-6): النموذج الكينزي لتحليل المتغيرات الاقتصادية



المصدر: (غربي، 2018، صفحة 37)

ومنه نستنتج أن كينز في تحليله ركز على الاقتصاد النقدي لا العيني وبالتالي كان أكثر شمولا من سابقه (الكلاسيك) حيث اعتبر النقود مخزنا للقيمة إضافة لكونها وسيلة تبادل، كما حدد ثلاث دوافع رئيسية لطلب النقود تمثلت في: دافع الاحتياط، المعاملات والمضاربة، أما نظريته للسياسة الاقتصادية الواجب تطبيقها في حالة الكساد والركود الاقتصادي فقد تبنى سياسة الطلب الفعال والتي تكون بزيادة الانفاق الاستهلاكي والحكومي وكذا الاستثماري، فهو يرى بأن التغير في عرض النقود يكون تأثيره غير مباشر على النشاط الاقتصادي بفعل أداة سعر الفائدة، ومنه فاتخاذ قرار انتهاج سياسة نقدية سيعود لمدى فعاليتها وهذا مرتبط بالطلب على النقود ومرونته مع أسعار الفائدة باعتبار أن قرار الاستثمار أو الادخار مرتبط بأسعار الفائدة والعائد المتوقع منها.

وعلى الرغم من عقلانية التحليل الكينزي لأسباب أزمة الكساد العالمي حيث استطاع أن يقدم أفكار جديدة أخرجته من حالة الركود، إلا أنه لم يستطع أن يضمن عدم ظهور أزمات جديدة ما دفع ببعض الاقتصاديين إلى انتقاد التحليل الكينزي وهو ما مهد لظهور التحليل النقدي.

المطلب الثالث: النظرية النقدية الحديثة (التحليل النقدي):

استطاعت مدرسة شيكاغو التي يترأسها "ميلتون فريدمان" أن تعيد الحياة للنظرية الكمية للنقود وهذا بصياغتها بشكل جديد وحديث سنة 1956 (منشورات جامعة دمشق، 2010، صفحة 89). فاهتمت بدور النقود في النشاط الاقتصادي من خلال تمييز النظرية الكمية للنقود واعتبارها كأداة للسياسة الاقتصادية بصفتها الرابط بين السياسة النقدية ومقدار الانفاق الكلي في الاقتصاد الوطني (خلف الله، 2018، صفحة 42). وعلى هذا الأساس نجد أن النظرية النقدية الحديثة قد اعتمدت في تحليلها النقدي على مبادئ وأسس أهمها:

- يعد عرض النقود في الاقتصاد متغيراً مستقلاً، أما الطلب عليها فهو المتغير التابع، ومنه فعرض النقود هو المتغير الفاعل في تحديد مستوى الإنتاج الكلي والدخل؛

- في الأجل القصير تؤدي زيادة عرض النقود إلى زيادة الإنتاج والدخل، أما على المدى الطويل فتؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار؛

- كما اعتبر فريدمان التضخم ظاهرة نقدية بحتة تعكس الاختلال الحاصل بين عرض النقود والطلب عليها، كما أرجع سبب الارتفاع في المستوى العام للأسعار للعلاقة الموجودة بين هذا الارتفاع وكمية النقود المتداولة التي تتحدد وفق: (حسون، 2004، صفحة 93)

- تغيير النسبة بين كمية النقود والنتاج الوطني الحقيقي (نصيب الوحدة المنتجة من الناتج المحلي من كمية النقود)؛

- التغيير في سرعة دوران النقود، أو عكسها أي ما يرغب الأفراد الاحتفاظ به.

فهذه الميكانيزمات حسب فريدمان ترتبط بعرض النقود والطلب عليها، وباعتبار أن عرض النقد تتحكم فيه السلطات النقدية، فاهتم بدراسة دالة الطلب على النقود لمعرفة تأثيرها على المستوى العام للأسعار.

اعتبر فريدمان الطلب على النقود كأى طلب على الأصول الأخرى (حسن، 1999، صفحة 34)، وعليه توصل إلى أن الطلب على الأصول المالية يعتمد على:

أولاً: الموارد المتاحة للمستثمر والتي تمثل الثروة الفردية؛

ثانياً: العوائد المتوقعة من الأصول الأخرى مقارنة بعائد الأصل محل الطلب وعلى هذا الأساس حدد فريدمان دالة الطلب على النقود كما يلي: (غربي، 2018، صفحة 49)

$$\frac{M}{P} = (Y, r_1 - r_0, r_2 - r_0, h - r_0)$$

$\frac{M}{P}$: يمثل الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية.

اعتمد فريدمان في معادلته على مفهوم جديد للدخل، أطلق عليه الدخل الدائم (Y) وعرفه بأنه متوسط الدخل المتوقع في المدى البعيد واعتمد عليه للتعبير عن الثروة الفردية التي تتغير أو تتراكم من خلال التغيرات الحاصلة على الدخل والملاحظ هنا أن الطلب على النقود يرتبط طردياً مع الدخل الدائم (سندس، 2018، صفحة 52).

كما أن فريدمان حدد الأصول المالية بثلاثة أنواع فقط وهي النقود، السندات والأسهم حيث نجد:
 r_0 : يمثل العائد المتوقع على النقود، r_1 : يمثل العائد المتوقع على السندات، r_2 : يمثل العائد المتوقع على الأسهم.

ويعتمد الطلب على الأرصد الحقيقية على العائد المتوقع من السندات والأسهم مقارنة بالعائد على النقود، كما يرتبط الطلب على النقود بعلاقة عكسية مع هذين المتغيرين، فكلما زاد العائد على السندات أو الأسهم مقارنة بالعائد على النقود ازدادت تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالأرصدة النقدية فينخفض الطلب عليها.

أما المتغير $n-r_0$ فهو يمثل العائد المتوقع من السلع والخدمات (مثل الموجودات والعقارات) مقارنة بالنقود، فالمعدل n يمثل معدل ارتفاع أسعار هذه السلع أو معدل التضخم المتوقع والذي يعتبر كسباً رأسمالياً مقارنة بالاحتفاظ بالنقود ويؤثر عكسياً على الطلب على النقود.

كما أضاف متغير آخر لدالة الطلب على النقود $h-r_0$ يمثل نسبة الثروة البشرية إلى الثروة المادية ويرى أن علاقة هذا المتغير بالطلب على النقود علاقة طردية، فارتفاع هذه النسبة يحفز الأفراد على الاحتفاظ بنسبة أكبر من دخولهم كأرصدة نقدية حتى يتمكنوا من مجابهة تلك الفترات التي يكون فيها سوق العمل في حالة ركود.

مما سبق يتبين لنا أن فريدمان قد ضمن دالته عدة بدائل للاحتفاظ بالنقود، متمثلة في أسعار فائدة أو معدلات للعائد عليها، كما اعتبر النقود سلعة بديلة للسلع الأخرى وعلى الأفراد الاختيار بينهما عندما يقررون مقدار الأرصد النقدية التي يحتفظون بها وهذا يعني أن أي زيادة في كمية النقود يمكن أن يكون لها تأثير مباشر على الانفاق الكلي، بحيث زيادة كمية النقود أكثر مما يرغب الأفراد الاحتفاظ به يؤدي إلى زيادة الانفاق على السلع والخدمات.

كما خلص في الأخير إلى أن التغيرات في أسعار الفائدة ليس لها تأثير على الأرصد الحقيقية المحتفظ بها التي تتغير تبعاً للتغير المتوقع في الدخل على المدى البعيد وبذلك تتحول دالة الطلب على النقود لفريدمان إلى الشكل المختصر التالي:

$$\frac{M}{P} = (Y_p)$$

$\frac{M}{P}$ تمثل الأرصد الحقيقية / (Y_p) : يمثل الدخل الدائم.

وهو ما أكد أن دالة الطلب لفريدمان هي دالة مستقرة يمكن التنبؤ من خلالها بالطلب على النقود بدقة كبيرة من خلال استبعاد تأثيرات أسعار الفائدة.

المطلب الرابع: نظرية التوقعات الرشيدة (مدرسة النيو كلاسيك):

ظهرت في مطلع السبعينات من القرن الماضي ومن أهم روادها نجد: لوكاس R.Lucas ، سارجو Sargent ، بارو Barro ، وولاس Wallace الذين سميوا بـ الكلاسيك الجدد وهذا بعد الانتقادات التي وجهت للفكر الكينزي خاصة من طرف فريدمان الذي أثبت قصور التحليل الكينزي في معالجة الفجوات التضخمية.

فنظرية التوقعات الرشيدة اعتمدت في تحليلها على مبادئ النظرية النقدية الحديثة، إلا أنها ترى بأن رشادة الأعوان والأفراد الاقتصادية في ظل وفرة المعلومات عن هيكل الاقتصاد ستمكنهم من التوقع المسبق للتغيرات التي ستحصل في السوق لكل من (الأسعار، التضخم، الأجور..إلخ). وبالتالي فهم يحددون سلوكياتهم على ضوء المعلومات المتاحة ومدى مصداقية السلطة النقدية فكلما كانت العلاقة التي تربطها بالأعوان والأفراد مبنية على التعاون والثقة كلما كانت التوقعات صائبة وبالتالي السلوكيات سليمة، فهذه النظرية تعتمد على مبادئ أساسية أهمها:

-حيادية النقود؛

-توفر المعلومات بالشكل الكافي عن الاقتصاد ولجميع الأعوان على حد سواء؛

-التوازن الدائم للسوق بسبب مرونة الأسعار والأجور؛

-توقعات رشيدة من طرف الأعوان، وبالتالي فإن أي تغير في السياسة سيؤدي لا محالة لتغير في سلوكياتهم؛

فهذه المدرسة استطاعت أن تقدم أفكار جديدة للنظرية النقدية، إلا أنها بالغت في فرضياتها خاصة ما تعلق بـ الرشادة الاقتصادية التي يصعب تحقيقها في الدول النامية التي تتميز بنقص المعلومات وعدم توفرها بالشكل الكافي ما يجعل هذا المبدأ صعب التطبيق وبعيد عن الواقع (بوزعور، 2008، الصفحات 102-103).

خلاصة الفصل:

من خلال هذا الفصل تطرقنا إلى الإطار النظري للسياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية، حيث بداية عرضنا مبادئ وأفكار أهم النظريات النقدية في الفكر الاقتصادي وكيفية تحليلها لتأثير التغيير في المعروض النقدي على النشاط الاقتصادي، إذ تبين أن الآراء والأفكار اختلفت حول فعالية السياسة النقدية ويدور هذا الاختلاف حول مدرستين نقديتين فالأولى الكينزيين يرون بأن السياسة النقدية قليلة الفعالية وبالتالي ضعيفة التأثير على النشاط الاقتصادي لأنه حسبهم الطلب على النقود مرنة تامة لسعر الفائدة وبالتالي زيادة عرض النقود ليس له تأثير على الطلب الكلي. في حين يرى النقديين وعلى رأسهم فريدمان أن هناك علاقة مباشرة بين التغيير في المعروض النقدي والتغيير في الانفاق الكلي ومن ثم الانتاج في الأجل القصير كما يرى بأن التضخم يعد ظاهرة نقدية بحتة لا يمكن معالجتها إلا بأدوات نقدية.

أما بالنسبة للسياسة النقدية فهي غير ثابتة وتختلف من اقتصاد لآخر حسب الاستراتيجيات المسطرة والأهداف المنشودة من طرف السلطة النقدية، فالسياسة النقدية تكون فعالة كلما حُسن اختيار الأداة المطبقة والقناة الناقلة لتأثيرها إضافة للهدف الوسيط الذي من خلاله يتم التأثير في الهدف النهائي الوحيد.

إلا أن الأزمة المالية العالمية الأخيرة لسنة 2008 كشفت على محدودية الأدوات التقليدية للسياسة النقدية، ما دفع بالبنوك المركزية إلى الاعتماد على إجراءات غير اعتيادية لإدارة سياستها النقدية، معتمدة على مجموعة من التسهيلات أفضت إلى توسيع حجم أصول ميزانياتها مقابل ضخها للسيولة بهدف تحفيز الطلب الكلي، وهي ما أصبح يطلق عليه بالسياسة النقدية غير التقليدية.

فنجاح هذه السياسة يتطلب أن يكون التوسع النقدي وفق برنامج زمني مدروس محدد مسبقاً وأن تتجه الأموال المصدرة بموجبه إلى الاقتصاد الحقيقي وأن يكون ذلك لمدة استثنائية تتبع بآليات الخروج المتدرجة لتجنب نكسات جديدة.

فهذه السياسة غير التقليدية لا تعني نهاية الأدوات التقليدية وبأنها ستحل محلها بصفة دائمة، بل تم اعتمادها وتطبيقها في ظروف استثنائية لتعزيز وتفعيل السياسة النقدية التقليدية.

الفصل الثاني:

لتجارب الدولية في السياسات
لنقدية غير التقليدية

تمهيد:

أولى العديد من الباحثين الاقتصاديين الاهتمام في دراساتهم وأبحاثهم بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 بالسياسات النقدية غير التقليدية التي طبقتها كبرى البنوك المركزية العالمية، من خلال عرضهم لمختلف تطبيقاتها وتحليلهم للنتائج المحققة منها، فتمكنوا من تقييم أدائها على الاقتصادات التي طبقت فيها وقدموا العديد من التوصيات لتكون دروس مستخلصة لباقي الدول المقبلة على تطبيق مثل هذه السياسات غير التقليدية.

وبمأن لكل دراسة مرجعية تنطلق منها، حاولنا في دراستنا هذه الإلمام ببعض الدراسات السابقة ذات العلاقة والترابط بدراستنا، فتفاوتت الدراسات بين دراسات ذات علاقة بتجربة دول أجنبية في السياسة النقدية غير التقليدية والدروس المستخلصة منها ودراسات ذات علاقة بتجربة الجزائر في تطبيقها لسياسة التمويل غير التقليدي كأداة للسياسة النقدية غير التقليدية، ومن هذا المنطلق قسم الفصل إلى مبحثين كالآتي:

- المبحث الأول: التجارب الدولية للسياسة النقدية غير التقليدية: الدوافع، البرامج والآثار؛
المبحث الثاني: الدراسات السابقة حول الآثار الاقتصادية للسياسات النقدية غير التقليدية.

المبحث الأول: التجارب الدولية للسياسة النقدية غير التقليدية: الدوافع، البرامج والآثار:

أدت الأزمة المالية العالمية الأخيرة ببعض الدول المتقدمة خاصة الولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا، اليابان والاتحاد الأوروبي إلى انتعاج اتجاه حديث للسياسة النقدية باستخدام أدوات غير تقليدية تجنب اقتصاداتها الانهيار والركود وسارت على نهجها القليل من الدول النامية، فوسعت من موازنتها العامة وضخت السيولة في الاقتصاد بهدف تحفيز الطلب الكلي اعتماداً على دعم ائتماني معزز، تسهيلات ائتمانية، تيسيرات كمية وتدخلات في العملة وفي أسواق رأس المال بهدف حماية الاقتصاد الحقيقي من تداعيات الأزمة المالية (Joyce, Miles, Scott, & Vayanos, 2012)، ليقوم البنك المركزي بدور الوساطة لتسهيل الحصول على الائتمان عن طريق إصدار سندات الحكومة بلا قيود بهدف تحفيز الاقتصاد (Gertler & Karadi, 2010)، ليشهد النشاط الاقتصادي العالمي استقراراً بمعدل نمو قدره 3,8 % سنة 2017 وهي أكبر وتيرة منذ سنة 2011.

المطلب الأول: تجارب الدول المتقدمة في السياسة النقدية غير التقليدية:

عمدت العديد من البنوك المركزية خلال الأزمة المالية 2008 لاستعمال أدوات غير تقليدية في سياستها النقدية عوضت بها الأدوات التقليدية خاصة أداة معدل الفائدة التي وصلت لمحدوديتها باقتراجه من الصفر، لذا سنعرض فيما يلي تجارب بعض الدول المتقدمة التي اعتمدت سياسات نقدية غير تقليدية من أجل تحفيز اقتصاداتها ومواجهة الأزمات التي تعرضت لها:

الفرع الأول: تجربة بنك اليابان (BOJ) للسياسة النقدية غير التقليدية:

طبق **BOJ** السياسات النقدية غير التقليدية بدءاً من سنة 1990 لكن بصورة بطيئة، أين خفضت الحكومة اليابانية معدل الفائدة الرئيسي إلى 0,5 % سنة 1995، ليصل بعدها إلى أدنى مستوى له 0,03 % سنة 1999 (فتيحة و راشد، 2016، صفحة 17).

أولاً: دوافع بنك اليابان في اعتماد السياسة النقدية غير التقليدية:

شهدت سنة 2000 ارتفاع المعدل العام للأسعار بـ 2,8 %، كما ارتفع معدل الفائدة الإسمي إلى 0,25 % الأمر الذي تطلب تفعيل هذه السياسة كأداة لمواجهة حالة الركود الاقتصادي الذي بدأ سنة 2001 واستمر حتى بعد 2006 أين وصلت أسعار الفائدة إلى 0 % (schenkelberg & watzka, 2012). فبنك اليابان كان من خلال تطبيقه لبرنامج التيسير الكمي سعى لتطبيق مجموعة من الأهداف منها: (Ugai, 2007)

- 1- العمل على تخفيض معدلات الفائدة طويلة الأجل وتقليل حالة عدم التأكد بشأن معدلات الفائدة قصيرة الأجل؛
- 2- توفير السيولة للأسواق من خلال إعادة توازن محفظة الأصول للمؤسسات المالية والبنكية؛
- 3- تقليل علاوة المخاطر على الأصول ودفع المستثمرين إلى استخدام السيولة التي حصلوا عليها للاستثمار في الأصول الأخرى؛
- 4- العمل على رفع مؤشر أسعار المستهلكين إلى المستوى المستهدف.

ثانيا: برنامج بنك اليابان في تطبيقه للسياسة النقدية غير التقليدية:

لجأت اليابان لتدابير التيسير النقدي للتغلب على الانكماش المزمع الذي لازم اقتصادها، ففي 19 مارس 2001 بدأ **BOJ** في تطبيق سياسة التيسير الكمي بضخ 5 تريليون ين ليرتفع المبلغ بعدها ويصل إلى ما بين 30 و35 تريليون ين سنة 2004 ما انعكس بالإيجاب على مؤشر نيكي الياباني فبعدما تراجع بنسبة 28% بين 2002 و2004 عاود المؤشر بالارتفاع بنسبة 20% في مارس 2006 بفضل ضخ السيولة في الاقتصاد (Ásgeirsdóttir, 2014)، أما بخصوص البرنامج الذي نفذه **BOJ** في تطبيقه لسياسة التيسير الكمي يتمثل فيما يلي:

جدول رقم (2-1): برنامج بنك اليابان في تطبيق سياسة التيسير الكمي

الرقم	التاريخ	العملية (البرنامج)
01	من (2001-2004)	- رفع الحساب الجاري من 5 تريليون ين إلى 35 تريليون خلال 4 سنوات.
02	19 ديسمبر 2008	- تبدأ التسهيلات الكمية بـ 1.4 تريليون ين شهريا من مشتريات سندات الحكومة اليابانية (JGB)، أما معدل الفائدة الرئيسي الهدف المنخفض من 0.3% إلى 0.1%.
03	19 فيفري 2009	- التسهيلات توسعت بمد سندات الشركات بقيمة 1 تريليون ين.
04	18 مارس 2009	- ارتفعت مشتريات (JGB) الشهرية إلى 1.8 تريليون ين، ليمتد البرنامج طوال سنة 2009.
05	1 ديسمبر 2009	- يقدم البنك 10 تريليون ين في شكل قرض لمدة 3 أشهر مقابل ضمانات بنسبة 0.1%.
06	17 مارس 2010	- توسعت العمليات ذات السعر الثابت (FROs) إلى 20 تريليون ين.
07	30 أوت 2010	- تمت إضافة 10 تريليون ين من القروض في 6 أشهر إلى صناديق الاستثمار.
08	5 أكتوبر 2010	- تم إنشاء 3.5 تريليون ين تضاف إلى سندات الحكومة اليابانية وسندات الخزينة.
09	4 أوت 2011	- توسعت في برنامج شراء الأصول (APP) والعمليات ذات السعر ثابت (FROs) بـ 5 تريليون ين، كما ارتفعت القروض لمدة 6 أشهر بمقدار 5 تريليون ين.
10	أكتوبر 2011 - فيفري 2012	- تم تمديد برنامج شراء الأصول (APP) بمبلغ 15 تريليون ين ياباني.
11	12 جويلية 2012	- تخفيض أسعار الفائدة بمقدار 5 تريليون ين، ورفع برنامج التيسير بمقدار 10 تريليون ين.
12	30 أكتوبر 2012	- سيشتري بنك اليابان 10 تريليون ين إضافية من الدين العام، و1 تريليون ين من الأصول الخاصة.
13	20 ديسمبر 2012	- ارتفعت آخر عمليات التيسير الكمي لبرنامج شراء الأصول (APP) بمقدار 5 تريليونات ين في بنك اليابان، و5 تريليونات ين في أذون الخزينة.

المصدر: (Fawley & Neely, 2013, p. 59)

ثالثا: نتائج تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية-برنامج التيسير الكمي-في اليابان:

على ضوء البيانات السلبية للاقتصاد الياباني تعهد **BOJ** بمراجعة برنامجه للتحفيز النقدي بأن يتبنى في سياسته للتيسير الكمي تمويل الانفاق الحكومي بما يضمن استقرار معدلات التضخم، ويتوقع الاقتصاديون أن تصدر الحكومة سندات لأجل 50 عاما وإذا تعهد بنك اليابان الاحتفاظ بها لفترة طويلة فسيكون ذلك شكلا من أشكال طبع النقود، لكن بعض الاقتصاديين يخشون أن تقود هذه الخطوة إلى بلوغ التضخم مستويات مرتفعة جدا وبالتالي خفض غير متحكم فيه لقيمة العملة.

وسع **BOJ** برنامج التحفيز النقدي بزيادة طفيفة في مشتريات صناديق المؤشرات وهذا استجابة لضغوط الحكومة وأسواق رأس المال باتخاذ إجراءات أكثر جرأة من أجل تحفيز النمو وتوجيه وتيرة التضخم نحو المعدل المستهدف 2%.

الشكل رقم (1-2): نتائج تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية-برنامج التيسير الكمي-في اليابان



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات البنك الدولي. <https://data.albankaldawli.org>

فبلغ الناتج المحلي الإجمالي لليابان سنة 2015 نحو 500 تريليون ين، وهذا يعني أن اليابان لديها هدف بزيادة الناتج المحلي الإجمالي بنحو 100 تريليون ين على مدى الأربع سنوات المقبلة وسيتبع ذلك الحفاظ على معدل نمو سنوي يقدر بـ 3%، ومع ذلك فقد تمكنت خلال سنة 2015 من زيادة الناتج المحلي الإجمالي فقط بنسبة 0,5% الذي يعد ضعيفا مقارنة بما كان متوقعا.

فأصبحت الحكومة اليابانية تتوقع تحقيق عجزا أوليا يقدر بـ 9,2 تريليون ين إذا ظل النمو ضعيفا، وبالتالي ستفشل في الوصول إلى هدفها المتمثل في تحقيق فائض أولي في الميزانية إلى غاية سنة 2024 (الحوالي، 2016).

وبالنظر للمؤشرات الكلية الاقتصادية للاقتصاد الياباني نستنتج أن سياسة التيسير الكمي التي طبقتها **BOJ** لم تحقق أهدافها المرجوة، فعلى الرغم من نمو الكتلة النقدية الذي انتقل من 0,73% سنة 2008 إلى 2,41% سنة 2018 إلا أن معدلات التضخم بقيت سالبة ولم تصل إلى 2%، فبلغت سنة 2018، 0,99% أما معدلات النمو بقيت دون 2% لتسجل سنة 2018، 0,78%، كما نجد أن سعر صرف الين قد تراجع مقابل الدولار الأمريكي فبعدها كان 80 ين يقابله 1 دولار

سنة 2012 أصبح سنة 2018، 110 ين مقابل 1 دولار. عدا معدلات البطالة فقد تم التحكم بها فنجد أنها انخفضت من 5% سنة 2010 إلى 2.44% سنة 2018، وهو ما يوضحه الشكل (2-1).

الفرع الثاني: تجربة بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي (FED):

أدت الأزمة المالية لسنة 2008، والركود الاقتصادي الذي تلاها إلى خفض أسعار الفائدة عند مستوى الصفر فلم يستطع البنك الفيدرالي الأمريكي تحفيز الطلب من خلال خفض أسعار الفائدة أكثر، لذلك استجاب للأزمة المالية من خلال تدابير غير تقليدية متمثلة في سياسة التيسير الكمي والتي يظهر تأثيرها المباشر في جانب الأصول لميزانية البنك الفيدرالي حيث غيرت مكونات محفظته من خلال بيعه لسندات الخزينة وشراء أصول أخرى أقل سيولة بهدف توفير المزيد من السيولة للأسواق المالية (Blinder, 2010, p. 467).

أولا: دوافع بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في اعتماد السياسة النقدية غير التقليدية:

بعد أزمة الرهن العقاري انعدمت الثقة بين البنوك والأفراد، لتشهد الولايات المتحدة الأمريكية إعلان الوصاية على وكالات الرهن العقاري الأمريكية الرئيسية "فاني ماي وفريدي ماك" في 7 سبتمبر وإفلاس "بنك ليمان براذرز" الاستثماري في 14 سبتمبر 2008، لتمتد نداءات الاستغاثة إلى كل من شركة واشنطن ميتال وشركة التأمين "AIG" (Frederic, Christian, Pierre-cyrille, Dominique, & Ragot, 2010, p. 661).

هذا ما أدى بالبنك الفيدرالي إلى تخفيض سعر الفائدة إلى 1% واتباع سياسة نقدية غير تقليدية من خلال سيطرته على أسعار الفائدة قصيرة الأجل التي يؤدي خفضها إلى رفع كل من الاستهلاك والاستثمار بشكل عام ومن ثمة النشاط الاقتصادي، لكن بوصول معدلات الفائدة قصيرة الأجل لمستويات قريبة من الصفر في أواخر 2008 فلم يعد بالإمكان خفضها أكثر، فأصبح السبيل الوحيد لتقديم حوافز إضافية هو خفض أسعار الفائدة طويلة الأجل وهو أحد أهداف "التيسير الكمي" فمشتريات البنك الفيدرالي تخلق طلبا إضافيا على السندات الحكومية طويلة الأجل مما يرفع أسعارها ويخفض أسعار الفائدة المرتبطة بها، أما الهدف الثاني فهو ضمان استقرار التوقعات المرتبطة بمعدلات التضخم لمنع وصول انكماش الأسعار إلى الأجر، وقد دفع هذا بالبنك الفيدرالي لتوسيع ميزانيته العمومية بشكل كبير لضمان إبقاء التوقعات مستقرة، أما ثالثا: أراد البنك الفيدرالي تشجيع المستثمرين على امتلاك أصول ذات مخاطر أكبر عبر إزالة السندات الحكومية طويلة الأجل الآمنة نسبيا من السوق، حيث إن الزيادة الناتجة في أسعار الأسهم والمنازل من شأنها أن تزيد من ثروة الأفراد مما سيعزز استهلاك القطاع الخاص، وقد كان هذا هو الهدف من المرحلتين الأخيرتين من التيسير الكمي.

ثانيا: برنامج البنك الفيدرالي في تطبيق سياسة التيسير الكمي:

بدأ البنك الفيدرالي بمضاعفة ميزانيته قبل أزمة سبتمبر 2008، أين قام بضخ ما يقارب 700 مليار دولار من خلال مشاركته في عمليات السوق المفتوحة من خلال شرائه لسندات حكومية طويلة الأجل بمعدل 10 مليون دولار شهريا، ليلعب

إجمالي ما يحتفظ به البنك الفيدرالي إلى غاية نهاية 2013 من سندات الخزنة الأمريكية طويلة الأجل ما يعادل 2 تريليون دولار (Schaible, 2014, p. 6). واتبع البنك الفيدرالي سياسة التيسير الكمي وفق برنامج محدد انفصله كما يلي:

جدول رقم (2-2): برنامج البنك الاحتياطي الفيدرالي في تطبيق سياسة التيسير الكمي

المرحلة الأولى من سياسة التيسير الكمي (QE1):
بدأت في شهر نوفمبر سنة 2008، هدفت بالأساس لشراء سندات الرهن العقاري من (Freddie Mac و Fannie Mae) بما يعادل 100 مليون دولار شهريا، لتفضي نهاية هذه المرحلة إلى امتلاك البنك الفيدرالي 1.25 تريليون دولار من سندات الرهن العقاري المسترجعة و300 مليون دولار من السندات الحكومية و175 مليون دولار من ديون الوكالات.
المرحلة الثانية من سياسة التيسير الكمي (QE2):
انطلق فيها ابتداء من نوفمبر 2010 واستمرت إلى غاية جوان 2011، ليقوم في بدايتها بشراء 600 مليار دولار إضافية من سندات الخزنة الأمريكية، ليعلن بعدها قيامه بشراء 400 مليار دولار من سندات الخزنة بأجل استحقاق طويلة الأجل من 6 إلى 30 سنة وبيع ما يساويها من السندات قصيرة الأجل ذات الاستحقاق أقل من 3 سنوات، ولن يتم إعادة استثمار مشتريات سندات (MBS) في شراء سندات الخزنة بل تستثمر في سندات (MBS) في حد ذاتها وتستمر هذه الوتيرة إلى غاية 2012 بمعدل 45 مليار دولار شهريا.
المرحلة الثالثة من سياسة التيسير الكمي (QE3):
أطلق فيها بدءا من سبتمبر 2012 واستمرت إلى ديسمبر 2013، حيث قام خلالها بشراء 85 مليار دولار من السندات مقسمة إلى: 45 مليار دولار سندات خزنة طويلة الأجل دون أن يكون لها تعقيم من سندات الخزنة قصيرة الأجل و40 مليار دولار سندات (MBS) طالما أن الوضع في سوق العمل لم يتحسن. ليقرر بدءا من ديسمبر 2013 الضغط على البرنامج عن طريق تخفيض كمية الأوراق المالية التي يتم شراؤها بمقدار 10 مليارات دولار شهريا (Schaible, 2014, p. 6)، ليلغ إجمالي ما تم ضخه إلى غاية نهاية البرنامج في نهاية 2014 إلى 4.4 تريليون دولار.

المصدر: (Fawley & Neely, 2013, p. 61)

ثالثا: نتائج تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية-برنامج التيسير الكمي-في الولايات المتحدة الأمريكية:

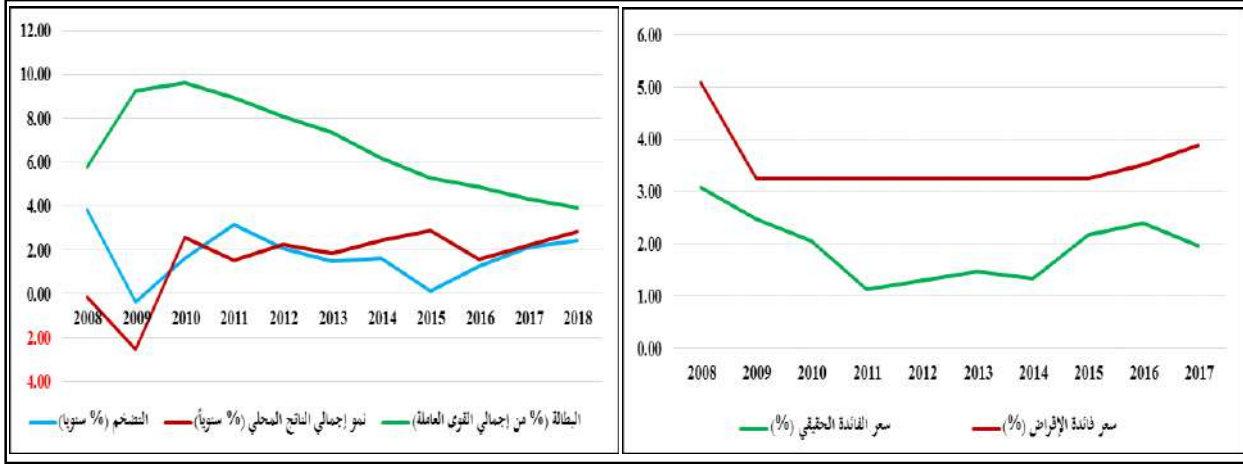
حذر الكثير من المراقبين في البداية من الآثار السلبية للتيسير الكمي على التضخم نتيجة اصدار كميات ضخمة من النقود شهريا، غير أنه وبعد تطبيق تلك السياسات لم يحدث أن واجه الاقتصاد الأمريكي طوال السنوات الخمس التي طبقت فيها هذه السياسة أية ضغوط تضخمية بل على العكس اتسمت تلك الفترات بتراجع معدلات التضخم عند مستويات دنيا أقل من تلك المستهدفة، فالدراسات التي تمت لتقييم برامج التيسير الكمي أشارت إلى أنه قد ترتب على تلك البرامج تراجع في معدلات عائد الأصول طويلة الأجل بصورة واضحة، كذلك انخفضت معدلات العائد على سندات الشركات والسندات المغطاة بالرهون العقارية، كما أفادت بأن البرنامج أسهم في رفع معدلات النمو فبعدما كان سالبا ويقدر بـ -0,14% سنة 2008 انتقل إلى 2,86% سنة 2018، إضافة إلى إنعاش سوق العمل الأمريكي بحيث انخفضت معدلات البطالة من 9,63% سنة 2010 إلى 3,93% سنة 2018.

ونتيجة لعمليات التيسير الكمي تزايدت عمليات الاقتراض سواء من جانب قطاع الأعمال لغرض الاستثمار أو من جانب القطاع العائلي لغرض الاستهلاك نتيجة لتراجع معدلات الفائدة. فالتضرر الأكبر من هذه العمليات بطبيعة الحال هم المدخرون والمودعون لأموالهم في النظام المصرفي والذين يحصلون على معدلات فائدة متدنية، وهذا ليس فقط في الولايات المتحدة الأمريكية بل في جميع دول العالم التي تربط عملاتها بالدولار كدول الخليج مثلا، أما أبرز الخاسرين من وقف البرنامج هم

بورصات الأوراق المالية حيث ستنتهي حقبة الأموال السهلة أو الرخيصة التي تعد المحرك الأساسي لسوق رأس المال في الوقت الحالي.

ويمكن توضيح ذلك من خلال الأشكال البيانية التالية:

الشكل رقم (2-2): نتائج تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية-برنامج التيسير الكمي-في و.م الأمريكية



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات البنك الدولي. <https://data.albankaldawli.org>

ليبدأ بعدها البنك الفيدرالي في التفكير للخروج من هذه السياسة من خلال التدابير التالية (Blinder, 2010, p.

:471)

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

الفرع الثالث: تجربة بنك المركزي الأوروبي (ECB):

يمكن اعتبار مبادرات البنك المركزي الأوروبي في التعامل مع الأزمات التي حدثت منذ سنة 2007، على أنها دعم ائتماني

معزز، ومزيج من سياستي التخفيف الكمي والنوعي (TRICHET, 2010).

أولاً: دوافع بنك المركزي الأوروبي في اعتماد السياسة النقدية غير التقليدية:

نتيجة للأوضاع الاقتصادية المقلقة التي شهدتها دول الاتحاد الأوروبي في نهاية سنة 2014 من انخفاض معدلات التضخم 0.27% سنة 2014، وتباطؤ النمو 1.4% لنفس السنة وارتفاع معدلات البطالة إلى أرقام قياسية 11.6%، أعلن مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي عن برنامج ضخم لعمليات التيسير الكمي في نهاية سنة 2014.

ثانياً: برنامج البنك المركزي الأوروبي (ECB) في تطبيقه لسياسة التيسير الكمي:

في الممارسة العملية، أجرى ECB سبع عمليات رئيسية يمكن وصفها بأنها غير تقليدية، بالإضافة إلى خفض أسعار الفائدة الرئيسية قام البنك المركزي الأوروبي بتنفيذ إجراء تخصيص معدل ثابت بالكامل لعمليات إعادة التمويل طويلة الأجل (FRFA)، والذي يسمح للبنوك بالحصول على تمويل غير محدود من البنك المركزي الأوروبي وهذا الإجراء يعد عملية إعادة تمويل رئيسية (RPO) يتم فيها توفير السيولة المطلوبة، بهدف دعم التمويل المصرفي قصير الأجل للتخفيف من التأثير السلبي المحتمل لمخاطر السيولة على توفير الائتمان للأسر والشركات في منطقة اليورو. ليطم بعدها استكمال عملية إعادة التمويل طويلة الأجل (FRFA) بتمديد فترة استحقاق عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل المستهدفة (LTRO) أولاً إلى ستة أشهر ثم إلى 12 و36 و48 شهراً، فهذه الإجراءات تسمح بتوفير السيولة للمؤسسات على مدى فترة أطول بمعدل منخفض وتخفيف شروط إعادة التمويل للبنوك، وفي هذا السياق، أطلق البنك المركزي الأوروبي أول برنامج شراء سندات مغطاة (CBPP1) في ماي 2009. (Kanga, 2017, p. 9)

لم يكن الانخفاض في أسعار الفائدة والتدابير السابقة كافياً لإعادة الثقة، خاصة مع إضافة أزمة الديون السيادية في ماي 2010 والأزمات المصرفية في منتصف 2011 إلى الأزمة المالية. فعلى سبيل المثال، أدت أزمة الديون السيادية إلى ارتفاع في سعر الفائدة على سندات اليونان وإيرلندا والبرتغال وإسبانيا وإيطاليا مما تسبب في قلق بشأن تجزئة منطقة اليورو، عندها بدأ BCE برنامج شراء سندات الدولة والقطاع الخاص (SMP) بهدف ضمان سيولة وعمق أسواق السندات المختلفة، كما قدم برنامج معاملات سوق المال (OMT) المتمثل في عملية شراء مباشرة للسندات الصادرة عن الدول الأعضاء في منطقة اليورو في ظل ظروف معينة.

أما الأزمة المصرفية فأدت لظهور البرنامج الثاني لشراء السندات المغطاة (CBPP2)، كما شرع ECB خلالها في اتخاذ تدابير لتخفيف شروط الوصول إلى نافذته من خلال توسيع قائمة الأصول التي يقبلها كضمان نظراً لارتفاع الطلب على الضمانات خلال الأزمة مما أثار مخاوف زيادة المخاطرة، كما بادر وبالتوافق مع البنوك المركزية الأخرى لتقديم مساهمات بالعملات الأجنبية واليورو للسماح للبنوك بإجراء معاملات بالعملة الأجنبية. ومن أجل تحقيق هدفه المتمثل في استقرار الأسعار بدأ ECB في نهاية سنة 2014 وبداية 2015 برنامج ضخم لشراء الأوراق المالية (80 مليار يورو شهرياً) من: السندات المغطاة (CBPP3) والأوراق المالية المدعومة بالأصول (ABSPP) والسندات السيادية (PSPP)، يتم تنفيذ هذه البرامج الثلاثة بشكل مشترك لمدة لا تقل عن العامين، بشرط عودة التضخم إلى مستوى قريب من 2%. (Kanga, 2017, pp. 9-10)

أخيراً بدأت بعض البنوك المركزية تعلن عن نواياها بشأن دعم تطور أسعار الفائدة الرئيسية، كما فعل البنك المركزي الأوروبي في جويلية 2013 من خلال كلمة السيد: "Mario Draghi" محافظ البنك المركزي الأوروبي الذي حتى ولو لم يقدم أجندة أو شروط واضحة إلا أنه بدأ يهدف لتوجيه توقعات وسلوكيات الوكلاء، بوضع تدابير تحت مسمى "التوجيه الاستراتيجي". (Kanga, 2017, p. 10)

ومن خلال الجدول الموالي نوضح قيمة مشتريات البنك المركزي الأوروبي ضمن برنامج عمليات إعادة التمويل طويل الأجل (LTRO):

جدول رقم (2-3): مشتريات ECB في برنامج عمليات إعادة التمويل طويل الأجل (LTRO)

الرقم	التاريخ	مبلغ العملية (مليار أورو)
01	2011/12/22	489.19
02	2012/03/01	529.53
03	2012/11/1	6.15
04	2012/11/29	7.37
05	2012/12/20	14.96
06	2013/01/16	10.46
المجموع.....		1.057,66

المصدر: (عبد العزيز شويش و عبد الباري احمد، 2014، صفحة 130)

وفي الأخير نوجز العمليات السبعة الرئيسية التي قام بها البنك المركزي الأوروبي في إطار تطبيقه لسياسات التيسير الكمي فيما يلي:

جدول رقم (2-4): برنامج البنك المركزي الأوروبي في تطبيقه لسياسة التيسير الكمي

1- تخصيص معدل ثابت بالكامل لعمليات إعادة التمويل طويلة الأجل (FRFA).
2- استكمال عملية إعادة التمويل طويلة الأجل (FRFA) بتمديد فترة استحقاق عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل المستهدفة (LTRO) أولاً إلى ستة أشهر ثم إلى 12 و36 و48 شهرًا.
3- أطلق البنك المركزي الأوروبي أول برنامج شراء سندات مغطاة (CBPP1) في ماي 2009.
4- بدأ البنك المركزي الأوروبي برنامج شراء سندات الدولة والقطاع الخاص (SMP) بهدف ضمان سيولة وعمق أسواق السندات المختلفة.
5- كما قدم برنامج معاملات سوق المال (OMT) المتمثل في عملية شراء مباشرة للسندات الصادرة عن الدول الأعضاء في منطقة اليورو في ظل ظروف معينة.
6- البرنامج الثاني لشراء السندات المغطاة (CBPP2).
7- بدأ البنك المركزي الأوروبي في نهاية عام 2014 وبداية عام 2015، برنامج ضخم لشراء الأوراق المالية (80 مليار يورو شهريا) من: السندات المغطاة (CBPP3) والأوراق المالية المدعومة بالأصول (ABSPP) والسندات السيادية (PSPP).

المصدر: من إعداد الباحث.

ثالثا: نتائج تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية-برنامج التيسير الكمي-على الاقتصاد الأوروبي:

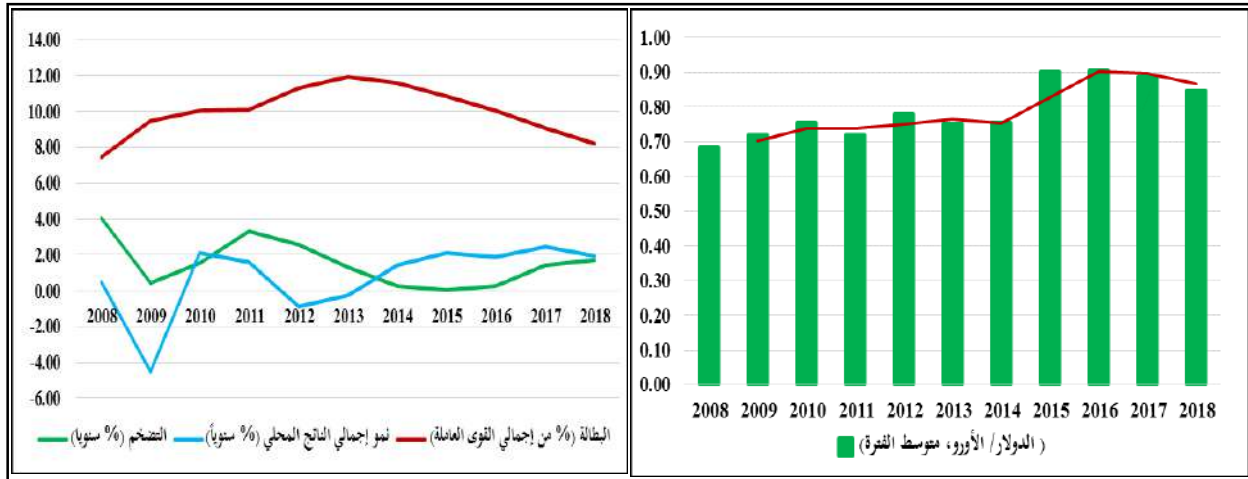
قام ECB بتخفيض سعر الفائدة من 4,25% إلى 1% من أكتوبر 2008 إلى ماي 2009، ما كان له التأثير الواضح للسياسات غير التقليدية في تغيير جانب الأصول للميزانية العامة للبنك المركزي الأوروبي حيث تضاعفت القاعدة النقدية (Ásgeirsdóttir, 2014, p. 30)، ما أدى بتراكم احتياطات البنوك التجارية فارتفعت النسبة بين تسهيلات ودائع البنك المركزي الأوروبي وحجم ميزانيته العامة التي كانت تقل عن 0,4% سنة 2006 إلى 9,7% في 2008 و15,14% سنة 2011، في حين الأوراق النقدية المتداولة بعدما كانت تزيد عن 55% سنة 2006 انتقلت إلى 30,8% في 2012، لذلك قرر ECB

تخفيض سعر الفائدة على ودائع البنوك إلى 0% في جويلية 2012 و -0.4% في مارس 2016 التي يهدف من خلالها بدفع البنوك نحو إقراض الأفراد والشركات. (Kanga, 2017)

وحقق ECB من وراء تطبيقه لسياسة التيسير الكمي أرباحا معتبرة بلغت سنة 2017 أكثر من مليار وربع المليار يورو، أما حجم الديون التي اشتراها البنك المركزي الأوروبي من القطاعين العام والخاص تعدت 4500 مليار يورو متخطيا بذلك سياسة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية واليابان ولو نظرنا لسنة 2015 فقط أين شرع في البرنامج الضخم نجد أن حجم المشتريات من الديون بلغ أكثر من 2400 مليار يورو أي بما يقارب الناتج المحلي الفرنسي وضعفي الناتج المحلي الإسباني (حمود، 2018).

وعلى مدى الثلاث سنوات اللاحقة (2015، 2016، 2017) أتت هذه السياسة بثمارها وحقت أغلب اقتصادات المنطقة معدلات نمو لا بأس بها حيث انتقل معدل النمو الوسطي لمنطقة اليورو من 0.47% سنة 2008 إلى 1.91% سنة 2018 ومعدل التضخم الوسطي اقترب من 1.8% سنة 2018، وهو ما نوضحه في الشكل التالي:

الشكل رقم (2-3): نتائج تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية-برنامج التيسير الكمي-على الاقتصاد الأوروبي



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات البنك الدولي. <https://data.albankaldawli.org>

الفرع الرابع: تجربة بنك إنجلترا (BOE):

كان BOE متردداً في البداية لتنفيذ سياسات نقدية غير تقليدية، بحيث اتخذ الخطوات الأولى في جانفي 2009 عندما أنشأت وزارة الخزانة لجنة السياسة النقدية (MPC)، التي خفضت سعر الفائدة إلى 0,5%، لتستنتج أنه وبدون تدابير غير تقليدية لا يمكن تحقيق هدف معدل التضخم المستهدف وهو 2%. (Ásgeirsdóttir, 2014, p. 36)

أولاً: دوافع بنك إنجلترا في اعتماد السياسة النقدية غير التقليدية:

بدأت لجنة (MPC) في سياسة التيسير الكمي من خلال: تسهيلات شراء الأصول (APF)، وهذا بهدف تخفيف شروط الائتمان من جهة، ومن ناحية أخرى لتحفيز الأسواق من خلال التيسير الكمي التقليدي. أما الهدف النهائي لبرنامج

التسهيلات الكمية لبنك إنجلترا هو تحفيز الطلب من خلال انخفاض تكلفة التمويل الخارجي وأسعار الأصول القوية وبالتالي زيادة نمو الإنتاج وتجنب الانكماش. (Joyce & Spaltro, 2014)

ثانياً: برنامج بنك إنجلترا في تطبيقه لسياسة التيسير الكمي (BOE):

بلغت قيمة المشتريات الأولى لبنك إنجلترا 50 مليار جنيه إسترليني في الأصول الخاصة وسندات الشركات، وتمويل عمليات الشراء التي أصدرها بنك إنجلترا على المدى القصير (سندات منخفضة المخاطر صادرة عن الحكومة البريطانية)، لذلك في البداية لم يتم اعتبار هذه الخطوة ضمن إجراءات التيسير الكمي لأنها لم ترفع من القاعدة النقدية، وعليه فالتدابير الأولى لم يكن لها التأثير المنشود لتحفيز النشاط المالي حيث بلغت المشتريات من الأصول في الربع الثاني من سنة 2009 بأقل من 3 مليارات جنيه إسترليني أي 6% فقط من الحد الأقصى البالغ 50 مليار جنيه إسترليني (Fawley & Neely, 2013). فكان من الواضح أنه يجب تفعيل المزيد من تدابير التيسير الكمي، كما هي مفصلة في الجدول التالي:

جدول رقم (2-5): برنامج بنك إنجلترا لعمليات التيسير الكمي

رقم العملية	التاريخ	مليار جنيه إسترليني	نوع الموجودات المشتريات
1	سبتمبر 2009	150	
2	أكتوبر 2010	75	
3	ديسمبر 2010	50	Gilts أي (سندات الخزانة + كمية محدودة من الأوراق ذات الجودة العالية التي يصدرها القطاع الخاص).
4	فيفري 2012	50	
5	جويلية 2012	50	
	المجموع.....	375	

المصدر: (عبد العزيز شويش و عبد الباري احمد، 2014، صفحة 131)

ففي مارس 2009 أعلن بنك إنجلترا أنه يستهدف زيادة قدرها 75 مليار جنيه إسترليني في القاعدة النقدية وهو مبلغ تم توسيعه في نوفمبر من نفس العام إلى 200 مليار جنيه إسترليني. فتخلى البنك عن السندات باعتبارها مقايضة للأصول وموّل الجولة الثانية من المشتريات باحتياطات البنك المركزي، حيث قام بشراء السندات المغطاة العالية الجودة (Gilts) فكانت هذه أول زيادة في شراء تسهيلات الأصول (APF) منذ ما يقارب العامين لترتفع التسهيلات النقدية في أكتوبر 2011 إلى 275 مليار جنيه إسترليني ثم إلى 375 مليار جنيه إسترليني سنة 2012 في ظل استمرار انخفاض معدلات النمو (Ásgeirsdóttir, 2014, p. 38).

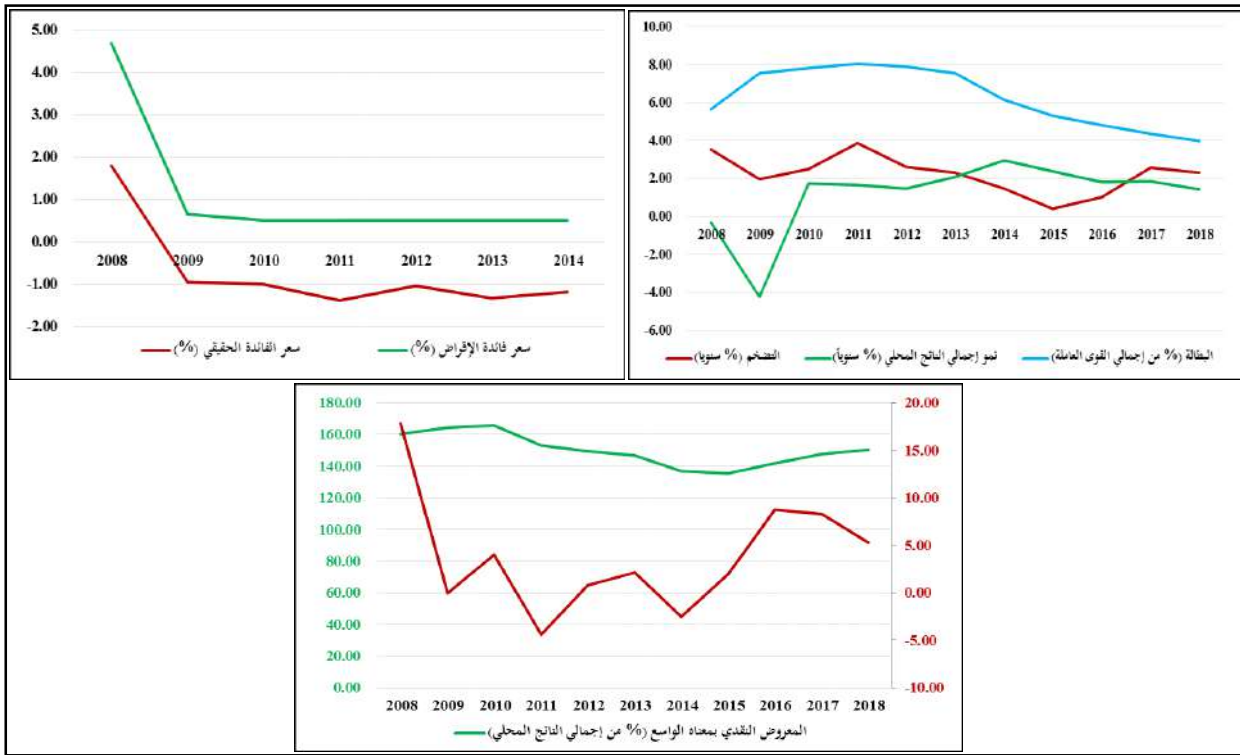
ومع نهاية سنة 2012، أصبح بنك إنجلترا يمتلك فقط 100 مليون جنيه إسترليني في سندات الشركات، مقابل 360 مليار جنيه إسترليني في شكل سندات الخزانة (Fawley & Neely, 2013, p. 80).

ثالثاً: نتائج تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية -برنامج التيسير الكمي- في إنجلترا:

يعد التيسير الكمي سبباً رئيسياً لتوسيع ميزانية BOE، الذي وبحلول نهاية سنة 2012 ظهرت آثار هذا التوسع على جانب الأصول في ميزانيته فكان له تأثير كبير على اقتصاد إنجلترا، حيث نشرت صحيفة "Bridges & Thomas" من

بنك إنجلترا ورقة تقارن بين ما كان يمكن أن تكون عليه التوقعات الاقتصادية دون الاجراءات غير التقليدية (Ásgeirsdóttir, 2014, p. 40)، حيث خلصت أنه وبفضل سياسة التيسير الكمي التي طبقها بنك إنجلترا تمكن من تحقيق معدلات نمو لإجمالي الناتج المحلي موجبة بلغت 2,04% سنة 2013 لتستقر عند 1,39% في 2018 بعدما كانت سالبة في 2008 (-0,34%)، في حين نجد أن معدلات البطالة هي الأخرى فبعدما سجلت أعلى معدل لها بـ 8,03% سنة 2011 تراجعت إلى 3,95% في 2018، أما بخصوص سعر صرف الجنيه الإسترليني فقد شهد انخفاضاً طفيفاً مقابل الدولار الأمريكي فبعدما كان 1 دولار يقابله 0,54 جنيه إسترليني سنة 2008 ليصبح سنة 2018 يقابله 0,74 جنيه إسترليني. وهو ما نوضحه في الأشكال التالية:

الشكل رقم (2-4): نتائج تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية -برنامج التيسير الكمي- في إنجلترا



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات البنك الدولي. <https://data.albankaldawli.org>

فمن خلال هذه التجارب التي تم عرضها نستخلص أن الدول المتقدمة طبقت سياسات نقدية غير تقليدية -سياسة التيسير الكمي- بعدما وصلت سياستها النقدية التقليدية لمحدوديتها (وصول أسعار الفائدة قصيرة الأجل للصفر)، بحيث حاولت برامج التيسير الكمي الخاصة بالبنوك المركزية الأربعة الرئيسية من خلال حقنها لما يزيد عن 4,7 تريليون دولار من السيولة في اقتصاداتها (صاري، 2018)، في البداية الحد من ضائقة السوق المالية لكن سرعان ما تم استخدامها لأهداف مختلفة: الوصول لمعدل تضخم مستهدف 2%، تحفيز الاقتصاد الحقيقي، واحتواء أزمة الديون السيادية الأوروبية.

فنجد أن البنوك المركزية ذات الاقتصادات التي تركز على الوساطة البنكية في التمويل -بنك اليابان والبنك المركزي الأوروبي - وجهت برامج التيسير الكمي للإقراض المباشر للنظام المصرفي، بينما البنوك المركزية التي كانت تعتمد على أسواق

رأس المال لتمويل اقتصاداتها - البنك الاحتياطي الفيدرالي وبنك إنجلترا - وجهت بكميات أكبر لعمليات شراء السندات العامة والخاصة أي تمويل السوق المالي ما مكنها من توفير السيولة للعائلات والمستثمرين بنفس القدر، وبالتالي تمكنت من تمويل القطاع الحقيقي ما انعكس بالإيجاب على مؤشرات الكلية، وفي الأخير يمكن أن نلخص عمليات التيسير الكمي للبنوك الأربعة في الجدول التالي:

جدول رقم (2-6): ملخص عمليات التيسير الكمي لـ: (BOJ، FED، ECB، BOE)

الدولة	الفترة	الهدف	القناة الناقلة
اليابان BOJ	2013-2001	-استهداف معدل تضخم 2%.	-الإفراض المصرفي. -قناة النقود.
الولايات. م. أ FED	2013-2008	-استهداف معدل تضخم 2%. -زيادة الطلب على السندات الحكومية. -استقرار التوقعات المرتبطة بمعدل التضخم. -تشجيع الاستثمار والاستهلاك (الطلب الكلي).	-قناة السيولة. -قناة إعادة توازن المحفظة. -قناة التوقعات. -قناة الثقة.
الاتحاد الأوروبي ECB	2015-2009	-استهداف معدل تضخم 2%. -دعم التمويل المصرفي قصير الأجل. -توفير الائتمان للأسر والمؤسسات. -توفير السيولة وتخفيض شروط الإئتمان.	-الإفراض المصرفي. -قناة النقود.
إنجلترا BOE	2012-2009	-استهداف معدل تضخم 2%. -رفع معدلات النمو.	-قناة السيولة. -قناة إعادة توازن المحفظة. -قناة التوقعات.

المصدر: من إعداد الباحث.

المطلب الثاني: تجارب الدول النامية في السياسة النقدية غير التقليدية:

على غرار تجارب الدول المتقدمة في السياسات النقدية غير التقليدية، نجد أن من أهم الدول النامية التي طبقتها فنزويلا لكن بمنحى مغاير من حيث آلية التطبيق والأهداف.

الفرع الأول: تجربة فنزويلا:

عمدت فنزويلا إلى تطبيق هذه السياسة غير التقليدية نظرا لتأزم وضعها المالي، وهذا بعد تراجع مداخيل الجباية البترولية بعد انهيار أسعار النفط عقب الأزمة المالية لسنة 2008، وما انعكس عنها من آثار سلبية على المستويين الاقتصادي والاجتماعي.

أولا: دوافع تطبيق هذه السياسة:

باعتبار فنزويلا من الدول المصدرة للنفط فقد تأثر اقتصادها جراء انهيار أسعاره في الأسواق العالمية مطلع سنة 2014، وانعكس بالسلب على مؤشرات الاقتصاد الكلي كون اقتصادها يفتقر للتنوع الإنتاجي ويعتمد بشكل كبير على مداخيل الجباية

البتروولية بنسبة تصل إلى 96%. فمن خلال تقرير نشرته مجلة "لاكابيتال" الفرنسية، ووفقا لمدير الدراسات الاقتصادية في معهد الاقتصاد العلمي والإدارة الفرنسي "إريك دور" فقد تمكن من تشخيص الأسباب التي أدت إلى انهيار الاقتصاد الفنزويلي نوضحها فيما يلي: (Gallant, 2019)

- **اقتصاد يفتقر للتنوع:** فنزويلا دولة غنية بالنفط حيث قدرت احتياطياتها بنحو 303 مليار برميل في نهاية 2017، ما دفع بالرئيس السابق "هوغو تشافيز" على الاعتماد أكثر على النفط على حساب قطاعات اقتصادية أخرى ما أنتج اقتصاد غير متنوع حيث يمثل النفط 90% من حصيلة صادراته ومع انهيار أسعاره تراجع الناتج المحلي الإجمالي وبالتالي عائدات البلاد بشكل كبير فهذه التبعية المفرطة للنفط تعد مشكلا بالنسبة للاقتصاد الفنزويلي، فضلا عن الإدارة السيئة للاقتصاد التي فضلا عن تسببها في الوضع المالي المتأزم لم تستطع الحفاظ على المورد المالي الوحيد للبلاد بل ساهمت في تراجعها من خلال إهمالها لتطوير صيانة المنشآت النفطية.

- **عجز مرتفع:** انهيار عائدات الصادرات على خلفية الأزمة المالية والاقتصادية العالمية في 2008 بفقدان أسعار النفط لثلاث أرباع قيمتها في غضون أشهر فقط لتبلغ 27,8 مليار دولار سنة 2015 بعدما سجلت 71,7 مليار دولار سنة 2014، في المقابل ارتفع العجز العام بشكل ملحوظ لعدم قدرة الدولة على التقليل من إنفاقها، الأمر الذي دفعها لطباعة النقود من أجل تغطية عجز الموازنة المتزايد.

ثانيا: تطبيق برنامج التسيير الكمي:

لجأت السلطات النقدية الفنزويلية إلى طبع النقود لتحقيق هدفين رئيسيين: يتمثل الأول في تغطية النفقات العامة وتمويل عجز خزينة الدولة جراء تراجع إيراداتها العامة، أما الهدف الثاني فتمثل في "إعادة بيعها مقابل الدولار الأمريكي في بورصات العملات الدولية لتسديد أقساط الديون الخارجية، ونظرا لارتفاع سعر الدولار بفعل المضاربات تطلب ذلك المزيد والمزيد من الطباعة". وقد بلغ المعروض النقدي من العملة الفنزويلية 15,9 تريليون بوليفار بحلول ماي 2017 مقابل 0,2 تريليون بوليفار سنة 2010 (النحاس، 2017).

ثالثا: آثار التطبيق:

ساءت الأحوال بوتيرة أسرع من المتوقع وهو ما انعكس بالسلب على أهم مؤشرات الاقتصاد الفنزويلي بحيث: - سجل التضخم سنة 2015 معدل 121,73% لتتوقف بعدها الحكومة الفنزويلية عن تقديم بيانات تطوره، ليتوقع صندوق النقد الدولي أن يصل معدل التضخم الجامح إلى 720% بحلول نهاية سنة 2017 (النحاس، 2017). - انخفاض حاد في قيمة العملة المحلية بنحو 99% من قيمتها مقابل الدولار الأمريكي متبوعة بانخفاض القدرة الشرائية، الأمر الذي دفع بالحكومة الفنزويلية إلى اعتماد نظام صرف ثلاثي وهذا وفقا: لسعر صرف البنوك المركزية، السعر في السوق السوداء، السعر المستخدم في الصادرات (النحاس، 2017).

- الناتج المحلي في تدهور: كانت فنزويلا من أغنى دول أمريكا اللاتينية بفضل احتياطياتها النفطية التي تعد من الأكبر في العالم، ولكن في ظل حكم الرئيس الراحل "هوغو تشافيز" الذي توفي سنة 2013 - خلفه الرئيس الحالي نيكولاس مادورو - أدى

الفساد وسوء الإدارة والمديونية الكبيرة إلى انهيار اقتصاد البلاد. فنجد أن الناتج الداخلي الخام قد انخفض من 242 مليار دولار سنة 2015 إلى 236 مليار دولار سنة 2016 ليبلغ 215 مليار دولار سنة 2017 ويتوقع أن يصل إلى 184 مليار دولار سنة 2018، أي أن الناتج المحلي الإجمالي ينمو بمعدلات سالبة.

- السكان يعانون من الجوع: بلغ عدد المهاجرين 1,5 مليون شخص منذ 2014، كما كشفت إحصاءات حكومية أن أكثر من 87% من الفنزويليين تحت خط الفقر (العربية.نت، 2019).

- كما تعاني من عجز في الميزانية العامة وقدرت الديون الخارجية بـ 120 مليار دولار سنة 2017 (العربية.نت، 2019)، الأمر الذي زاد من حدة معاناة الأفراد اليومية بحيث لم تتمكن الحكومة من تغطية نفقاتها الاجتماعية ما أدى إلى ندرة العديد من الاحتياجات اليومية (أدوية، غذاء)، إضافة لتآكل احتياطي الصرف ولم يتبقى سوى 9,7 مليار دولار.

ليقترح التقرير في الأخير حلولاً يمكنها أن تجنب الاقتصاد الفنزويلي المزيد من الانهيار منها (الجزيرة.نت، 2019):

- **القضاء على التضخم المفرط:** لتجاوز الوضع الاقتصادي الكارثي، ينبغي على فنزويلا في مرحلة أولى أن تتمكن من وضع حد للتضخم المفرط، ولتحقيق ذلك يجب "حذف العملة الوطنية لصالح عملة وطنية جديدة من شأنها أن تكون محل ثقة وتحافظ على قيمتها". ويضيف التقرير أن ذلك يكون باستعمال الذهب والعملات الأجنبية كأداة للتحوط، كما يمكن أن تستنسخ فنزويلا تجربة الإكوادور (سنة 2000) التي قامت بإزالة عملتها الوطنية لصالح الدولار وهو ما يعرف بـ "دولة" الاقتصاد وممكنها ذلك من القضاء على التضخم، شريطة ضمان دخول دولارات كافية إلى فنزويلا، كما أنه يوجد بديل "للدولة" يسمى مجلس العملة، حيث يقوم البنك المركزي بإصدار عملة خاصة تغطي بالعملات الأجنبية، خاصة منها الدولار الأمريكي.

- **إعادة هيكلة الديون:** ذكر التقرير أن ديون فنزويلا بحاجة إلى إعادة هيكلة، وهو ما يجب على الدائنين الدوليين في كراكاس القبول به كما يجب على صندوق النقد الدولي منح البلاد تسهيلات ائتمانية لضمان توفير واردات الغذاء والدواء. في حين تحتاج البلاد إلى تبرع بقيمة عشرين مليار دولار على الأقل، إلا أن الولايات المتحدة لن تقبل بهذا إلا بعد إنهاء حكم الرئيس "نيكولاس مادورو".

إضافة لما ذكر يجب على الحكومة الفنزويلية وقف سياسة التحكم في الأسعار والقيام بإصلاحات تعزز الاستثمار، وهو الشرط الأساسي لتنويع الاقتصاد، فضلا عن التخلي عن الايديولوجيات القائمة.

فمن خلال تجربة فنزويلا للتيسير الكمي نستخلص بأنها لم تحسن استخدام هذه الأداة النقدية غير التقليدية وهذا بسبب طبيعة بنيتها الاقتصادية التي تعتمد في إيراداتها على مداخيل الجباية البترولية وافتقارها لاقتصاد حقيقي، إضافة لهيمنة السياسة المالية على السياسة النقدية التي مصدرها تسلط الإرادة السياسية عوض التخطيط الاقتصادي الاستراتيجي، فالأموال المطبوعة في فنزويلا وجهت لتغطية عجز الموازنة المتراكم وهذا يعني تغطية الانفاق العام المتزايد ما أدخل الاقتصاد الفنزويلي في حلقة تمويلية مفرغة تعتمد على التمويل بالعجز فأصبح السبب الرئيسي لحالة الإفلاس والتضخم الجامح الذي يميز الاقتصاد الفنزويلي اليوم.

الفرع الثاني: تجربة مصر:

أولاً: دوافع تطبيق هذه السياسة:

بدأ البنك المركزي المصري يتوسع في طباعة النقود منذ ثورة 25 جانفي 2011، نتيجة الزيادة في الإنفاق الحكومي الذي تسبب بتفاقم العجز في الموازنة العامة للدولة وأدى إلى زيادة الطلب على النقد المتداول، وبعد وصول الرئيس عبد الفتاح السيسي إلى الحكم في جويلية 2013، واصلت الحكومة المصرية عملية طباعة النقود رغم حصولها على مساعدات مالية من السعودية والإمارات والكويت. (العربي الجديد، 2020)

ليشهد بعدها البنك المركزي توسعا في طباعة النقود على المكشوف في أبريل 2020، لمواجهة زيادة الطلب على النقد في التداول بسبب ارتفاع حجم الإنفاق الحكومي، خاصة إذا كان هذا الإنفاق في شكل زيادة في الأجور والمعاشات والتعويضات التي تدفعها الحكومة إلى الأفراد. (دوت مصر، 2017) من جهة، ومن جهة ثانية لمعالجة مشكل شح السيولة النقدية في ظل تداعيات تفشي فيروس كورونا الجديد، الذي أهلك الاقتصاد الضعيف بالأساس. (العربي الجديد، 2020)

ليرد البنك المركزي المصري على الانتقادات التي وجهت له بخصوص التوسع بطباعة النقود بدون غطاء نتيجة تفاقم عجز الموازنة العامة للدولة وسداد مرتبات الموظفين، على أنه يلتزم بمعايير اقتصادية وأهمها معدل النمو الحقيقي للنتائج المحلي الإجمالي ومعدل التضخم لتحديد حجم الإصدار النقدي، مشيراً إلى أنه يقوم سنويا بتقدير حجم النقد المصدر لسنة مالية مقبلة للوقوف على حجم الطلب المتوقع على النقود موزعا على شهور السنة، وأنه يتبع في ذلك أساليب إحصائية مختلفة. ويؤكد كذلك التزامه بالمعايير القانونية في عملية إصدار النقد، حيث يقابل أوراق النقد المصدرة بصفة دائمة وبقدر قيمتها رصيد مكون من الذهب والنقد الأجنبي والصكوك الأجنبية وسندات الحكومة المصرية وأذونها وأي سندات مصرية أخرى تضمنها الحكومة.

ويبين بأنه يقابل النقد المصدر وبكامل قيمته في نهاية سبتمبر 2016 غطاء إصدار يتكون من ذهب بنسبة 6,1%، وسندات الحكومة المصرية بنسبة 57,5%، والنقد الأجنبي وصكوك أجنبية بنسبة 36,4% ويعادل الغطاء المتاح للإصدار بميزانية البنك المركزي 1,4 مرة من النقد المصدر في سبتمبر 2016". (دوت مصر، 2017)

ثانياً: تطبيق برنامج التسيير الكمي:

تظهر بيانات البنك المركزي المصري أن قيمة ما تمت طباعته من نقود، منذ وصول السيسي إلى الحكم إلى غاية منتصف 2014، بلغت نحو 254,9 مليار جنيه. (العربي الجديد، 2020)

كما أظهرت بيانات "البنك المركزي المصري"، أن البنك طبع نقوداً بقيمة 84 مليار جنيه، (ما يعادل 5 مليار دولار)، خلال السنة المالية (2016-2017)، منها 46,5 مليار جنيه خلال النصف الأول من سنة 2017 حيث سجل شهر جوان ارتفاعاً في النقد المصدر بقيمة 17,6 مليار جنيه وهي أكبر زيادة شهرية منذ جوان 2013، ليبلغ حجم النقد المصدر نهاية جوان 2017، 453 مليار جنيه مقابل 369 مليار جنيه في جوان 2016. (دوت مصر، 2017)

- طبع ما قيمته 35,8 مليار جنيه سنة 2018 بزيادة قدرها 8 % عن سنة 2017، كما اشارت البيانات أن حجم النقد المصدر بلغ نهاية ديسمبر 2018 نحو 480,1 مليار جنيه مقابل 444.3 مليار جنيه في ديسمبر 2017. (بنكي، 2019)

- ليبلغ إجمالي النقد المصدر إلى 544,7 مليار جنيه، في ديسمبر 2019، مقابل 480,1 مليار جنيه في الشهر نفسه من العام السابق عليه، ما يكشف عن طباعة قرابة 64,6 مليار جنيه، خلال هذه الفترة لتدبير الاحتياجات المالية.

ثالثاً: آثار التطبيق:

يتوقع أن تتسبب الاجراءات النقدية التوسعية التي أقدم عليها النظام المصري في آثار سلبية على الاقتصاد أهمها:

- ستؤدي إلى تآكل جزء كبير من احتياطي النقد الأجنبي لدى البنك المركزي المصري بداعي المحافظة على سعر صرف الجنيه أمام الدولار إضافة لدعم البورصة بنحو 20 مليار جنيه عبر شراء الأسهم، فضلاً عن ضخ الأموال للشركات المتعثرة لدفع رواتب العمال ومنع تسريحهم.

- ارتفاع أسعار العملات الأجنبية أمام الجنيه المصري، بسبب تآكل احتياطي النقد الأجنبي لتراجع دخوله إلى مصر لا سيما من السياحة والصادرات وتحويلات المصريين العاملين في الخارج.

- لجوء الحكومة المصرية سنة 2020 إلى الاستدانة الخارجية من خلال طلبها لقروض إضافية من مؤسسات دولية بما يزيد عن 9 مليار دولار، وذلك بعد أيام من موافقة صندوق النقد الدولي على منحها قرضاً طارئاً بقيمة 2,77 مليار دولار للتعامل مع تأثير وباء كورونا.

- طبقت إجراءات متشددة تأثر منها الفرقاء ومحدودي الدخل تضمنت: تعويم سعر الجنيه ما أدى إلى اخياره أمام العملات الأجنبية، ورفع أسعار الكهرباء والمياه والوقود والنقل بنسب كبيرة. (العربي الجديد، 2020)

- إعلان البنك المركزي المصري بارتفاع الدين المحلي بنسبة 18% في مارس 2019 ليبلغ 4.204 تريليون جنيه مقابل 3.538 تريليون جنيه مارس 2018، إضافة لارتفاع الدين الخارجي بنسبة 20%، مارس 2019 وهذا في تصاعد مستمر للديون من دون توقف تولى الرئيس عبد الفتاح السيسي الحكم.

- لتأتي طباعة النقود بهذه الكمية غير المسبوقة، في الوقت الذي تظهر فيه مؤشرات اقتصادية انكماش القطاع الخاص نهاية 2019، مسجلة أبطاً وتيرة في أكثر من عامين، ووفق مؤشر "آي.إتش.إس ماركيت" لمديري المشتريات أظهر بأن المصانع بدأت إطفاءً تدريجياً لماكيناتها في ظل تكديس الإنتاج، الذي لا يجد مجالاً للتصريف مع انخيار القدرة الشرائية للمواطنين. (حسن، 2019)

- في سنة 2019، تجاوز الدين العام 90% من قيمة الدخل القومي وارتفعت الديون الخارجية إلى 103 مليارات دولار. (حسن، 2019)

- عرف معدل التضخم الأساسي تراجعاً إلى 5,9 % في جويلية 2019، بعدما سجل 6,4 % في جوان من نفس السنة إلا أن ذلك الإعلان لم يلاق أي تأثير في ظل الارتفاع الكبير في تكلفة المعيشة.

وعلقت وكالة رويترز على تلك المعدلات بأنها لا تتناسب مع الشكاوى المستمرة للمصريين من الارتفاع المتزايد للأسعار، والصعوبات الكبيرة في تلبية الحاجات الأساسية بعد قفزات متتالية في أسعار الوقود والدواء والمواصلات في ظل برنامج اقتصادي تقشفي.

ولعل تقرير الجهاز المركزي للتعبة والإحصاء خير مثال على تردي الأوضاع في مصر، حيث كشف التقرير عن ارتفاع معدل الفقر في البلاد، مشيراً إلى أن الفقر ارتفعت معدلاته خلال السنة المالية (2017-2018) إلى 32,5 % مقارنة بـ 27,8 % خلال السنة المالية (2015-2016). (محمد، 2019)

إن طباعة النقود من قبل البنك المركزي تعد عملية فنية ومعقدة اقتصادياً، فكل وحدة نقدية مطبوعة لا بد أن يقابلها إما: رصيد من احتياطي النقد الأجنبي، رصيد ذهبي أو سلع وخدمات حقيقية تم إنتاجها في المجتمع، حتى تكون النقود المتداولة في السوق ذات قيمة حقيقية وليست مجرد أوراق مطبوعة.

فلو نظرنا لتجارب الدول النامية نجدها بخلاف الدول المتقدمة حيث عادة ما يتم فيها تجاوز هذه القواعد وتطبع النقود بمعدلات تفوق المسموح به ما يؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم، وإذا تمدت الحكومات في طباعة النقود فالأفراد سيميلون إلى تخزين ثروتهم في شكل أصول عينية أو ذهب أو يتجهون للاحتفاظ بالعملة الأجنبية، فطباعة النقود دون غطاء يؤدي إلى نتيجة أساسية واحدة هي: ارتفاع الأسعار حيث يزيد المعروض النقدي دون أن تقابله زيادة مماثلة في السلع والخدمات.

وعليه فنقول إن لجوء الدول النامية إلى هذا النوع من التمويل سيمثل قيماً للتنمية بدل كونه آلية تمويلية لعجز الموازنة، إذ سيصبح اقتصادها يدور في حلقة مفرغة من التمويل بالعجز لانعدام الشروط والمناخ المناسب لنجاحها، كون معظم هذه الدول تحتاج لحلول استراتيجية واصلاحات هيكلية لا ظرفية، فاقتماداتها تتسم بالمشاشة وعدم المرونة في الإنتاج وافتقارها لأسواق مالية حقيقية إضافة لضعف أنظمتها المالية ومؤسساتها المصرفية وبالتالي عدم قدرتها على امتصاص الفوائض النقدية ما سينتج عنه التضخم وانهايار القدرة الشرائية للمواطن.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة حول الآثار الاقتصادية للسياسات النقدية غير التقليدية:

اقبال البنوك المركزية العالمية الكبرى على تطبيق إجراءات غير اعتيادية في السياسة النقدية بشكل غير مسبوق بعد الأزمة المالية العالمية سنة 2008، جذب إليه اهتمام الباحثين والدارسين في هذا الموضوع ما مكنهم من بناء خلفية فكرية واقتصادية لهذه الإجراءات وأطلق عليها بالسياسات النقدية غير التقليدية.

لذا سنحاول في هذا المبحث إبراز أهم الدراسات التي تناولت الموضوع سواء أكانت تتعلق بتجارب دول أجنبية أو بتجربة الجزائر للسياسة النقدية غير التقليدية وذلك بهدف معرفة النتائج المتوصل إليها والأدوات المستخدمة في التحليل من الإحاطة بها ومن ثم محاولة تقييمها وتبيان العلاقة بينها وبين الدراسة الحالية.

المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة المتعلقة بالتجربة الجزائرية للسياسات النقدية غير التقليدية:

تعددت الدراسات التي بحثت في تجربة الجزائر للسياسة النقدية غير التقليدية، وهذا بعد الصدمة المالية التي تعرضت لها بدءاً من سنة 2014 نتيجة انهيار أسعار النفط. فنجد دراسات ركزت على الجانب التحليلي والمفاهيمي للموضوع في حين دراسات أخرى اعتمدت على النمذجة القياسية لقياس أثر السياسة النقدية غير التقليدية على النشاط الاقتصادي بالجزائر. وعليه فمن خلال هذا المطلب سيتم عرض بعض الدراسات السابقة المتعلقة بالتجربة الجزائرية في السياسة النقدية غير التقليدية، والتي اعتمدنا عليها في التأسيس النظري والتطبيقي لدراستنا الحالية كما يلي:

الفرع الأول: الدراسات القياسية المتعلقة بتجربة الجزائر في السياسات النقدية غير التقليدية:

من أهم الدراسات القياسية المتعلقة بآثار السياسية النقدية غير التقليدية -التمويل غير التقليدي- على النشاط الاقتصادي بالجزائر نجد:

أولاً: دراسة (ريبي و رمضاني، 2020)، التنبؤ بمسار التضخم في إطار التمويل غير التقليدي في الجزائر -دراسة قياسية-، المجلة الجزائرية للعملة والسياسات الاقتصادية، جامعة الجزائر3، المجلد رقم 11.

اهتمت الدراسة بموضوع التضخم في الجزائر وحالة اللااستقرار التي يشهدها بسبب عدة عوامل أهمها ضعف الإنتاج الداخلي وعدم قدرته على تلبية الطلب الكلي المتزايد هذا من جهة، ومن جهة أخرى نجد تعارض السياسات (المالية، النقدية، التجارية) وانعدام التنسيق فيما بينها، لتقوم الحكومة باعتماد آلية التمويل غير التقليدي لتمويل عجز الموازنة المتراكم وهو الأمر الذي حذر منه الاقتصاديون بسبب آثاره السلبية المتوقعة على الاقتصاد الجزائري وبالأخص على التضخم، لذا هدفت الدراسة إلى التنبؤ بمسار التضخم في إطار التمويل غير التقليدي في الجزائر. محاولة الإجابة على الإشكالات المطروحة: ماهي الاتجاهات المستقبلية لمستويات التضخم في آفاق 2022 في الجزائر؟

ولأجل التنبؤ لسلوك التضخم في آفاق 2022 استخدمت الدراسة نموذج ARIMA-منهجية بوكس جنكينز (Box-Jenkins) وهذا بداية من الفصل الأول لسنة 2008 إلى غاية الفصل الرابع من سنة 2022 من خلال الاعتماد على بيانات فصلية للتضخم تمتد من الفصل الأول لسنة 2008 إلى الفصل الرابع لسنة 2017.

لتتوصل الدراسة إلى أن: مستويات التضخم المستقبلية سجلت حركة متواصلة في مستوياته فوصلت إلى حدود 9,68% خلال الفصل الرابع من سنة 2022 وهو ما دل على فشل السياسات الاقتصادية المتبعة من طرف الحكومة إضافة لاتباعها لسياسة التمويل غير التقليدي الذي زاد من تغذيته، الأمر الذي يتطلب إصلاحات هيكلية فعالة خاصة فيما يتعلق بالتجارة الخارجية -ضرورة تكميم الواردات- مع ترشيد الانفاق العام إضافة إلى الإسراع في توقيف هذه الآلية -التمويل غير التقليدي- لعدم توافقها والبنية الاقتصادية للجزائر.

ثانيا: دراسة (رمضاني، لبزة، و ضيف الله، 2019)، انعكاسات العرض النقدي على مؤشر النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1990-2018، مجلة نور للدراسات الاقتصادية المركز الجامعي البيض، المجلد رقم 05، العدد 02.

نظرا للتأثير الإيجابي للعرض النقدي على النمو الاقتصادي وهو ما سعت معظم اقتصادات العالم إلى تفعيله بعد الأزمة المالية العالمية 2008، كما أن هذا التوجه كان قد أكده من قبل رواد الفكر الاقتصادي فوجد أن أصحاب المدرسة النقدية يؤكدون على الدور الفعال للنقود في الرفع من الدخل الوطني، وهو ما أكده الكينزيون. لذا هدفت هذه الدراسة إلى قياس وتحديد أثر العرض النقدي على مؤشر النمو الاقتصادي في الجزائر، وقصد الإجابة على إشكالية الدراسة المتمثلة في: تبيان مدى تأثير العرض النقدي على مؤشر النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة الممتدة من 1990 إلى 2018، تم الاعتماد على نماذج الابطاء الزمني (Koyck-Almon).

أما بخصوص متغيرات الدراسة فاعتمدت على بيانات سنوية للفترة من 1990 إلى 2018 لكل من M2 العرض النقدي بمفهومه الواسع والنتائج المحلي الإجمالي الحقيقي PIB .
لتتوصل الدراسة إلى النتائج التالية:

- 1- أثر العرض النقدي على مؤشر النمو الاقتصادي وفق نموذج كويك:
- هناك أثر إيجابي لمتغيرة M2 على مؤشر النمو الاقتصادي، فعند زيادة M2 بـ 10% يرتفع PIB بـ 01%، في حين أثبتت متغيرة الابطاء الخارجية المتمثلة بنموذج كويك بعدم وجود أي أثر على الناتج المحلي الإجمالي.
- التغير في العرض النقدي يفسر ما نسبته 58,17% من التغيرات في الناتج المحلي الإجمالي.
- 2- أثر العرض النقدي على مؤشر النمو الاقتصادي وفق نموذج ألمون:
- للعرض النقدي M2 المبطن بفترة واحدة تأثيرا إيجابيا على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، أما العرض النقدي M2 المبطن بفترتين فله تأثيرا سلبيا على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.
- بلغت القوة التفسيرية للمتغيرات المستقلة ما نسبته 62,21% من التغيرات الحاصلة في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، في حين النسبة الباقية 37,79% تفسرها عوامل أخرى.

لتدل المفاضلة بين نموذجي كويك وألمون في تقدير أثر انعكاس العرض النقدي على الناتج المحلي الإجمالي على أفضلية نموذج ألمون.

ثالثا: دراسة (جديدن و بن حاسين، 2019)، التمويل غير التقليدي وأداء السياسة النقدية في الجزائر 1990-2018، دفاتر Mecas جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، المجلد رقم 15، العدد 02.

هدفت الدراسة بالأساس إلى تقييم أداء السياسة النقدية في الجزائر في ظل سياسة التمويل غير التقليدي التي تبنتها السلطات لمجابهة عجز الموازنة العامة من جهة وتغطية تراجع الإيرادات نتيجة انهيار أسعار النفط في الأسواق العالمية، من خلال معالجتها لإشكالية: ما مدى أثر السياسة النقدية غير التقليدية على النشاط الاقتصادي الجزائري؟ وما هي النتائج المتوقعة لسياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر؟، معتمدة على المنهج الوصفي التحليلي في الجزء النظري من الدراسة أما فيما يتعلق بالجانب التطبيقي المتعلق بتحليل واقع السياسة النقدية في الجزائر تم الاعتماد على نموذج ARDL، من خلال تحديد أثر التغيير في عرض النقود على كل من النمو الاقتصادي والتضخم وهذا بالاعتماد على بيانات سنوية لسلاسل زمنية للفترة من 1990-2017 مأخوذة من بيانات البنك الدولي، أين قامت بصياغة نموذجي الدراسة كما يلي:

$$PIB = F (M2, TC, TI, IPC).$$

$$IPC = F (M2, TC, TI).$$

لتتوصل الدراسة إلى النتائج التالية:

- تؤثر السياسة النقدية على النمو الاقتصادي والتضخم من خلال تأثيرها بمعدل الفائدة على القروض وسعر الصرف أما تأثير الكتلة النقدية فيعد معدوما على المدى الطويل.
- التمويل غير التقليدي يحتاج إلى اقتصاد قوي ومتنوع ليحقق الأهداف المرجوة منه، ولا يعد الطريقة المثلى والمناسبة للتمويل في الجزائر لآثاره السلبية المتوقعة على الاقتصاد ولوجود بدائل تمويلية أفضل يمكن الاستعانة بها على غرار التمويل الإسلامي والسوق المالي.

رابعا: (خلف الله، 2018)، قنوات تحويل السياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري دراسة تحليلية قياسية للفترة (1990-2016) (أطروحة دكتوراه)، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن امهيدي أم البواقي.

هدفت الدراسة إلى إبراز آلية تحويل أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الجزائري، إذ يجب على بنك الجزائر أن يكون على دراية وفهم دقيق بالقنوات المثلى التي تمكنه من إدارة السياسة النقدية إدارة سليمة نحو تحقيق أهدافه النهائية، لتتمكن من قياس أثر السياسة النقدية على الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر أسعار المستهلك في الاقتصاد الجزائري من خلال ثلاث قنوات تتمثل في كل من: قناة سعر الفائدة، قناة الإقراض البنكي وقناة سعر الصرف، وذلك من أجل اختبار مدى فاعلية هذه القنوات في استهداف كل من معدل النمو الاقتصادي ومعدل التضخم في الجزائر.

ولتتمكن الدراسة من الاجابة على الاشكال المطروح فقد اعتمدت على المناهج التالية:

- المنهج الاستنباطي، عند عرض النظريات النقدية وميكانيكية التحول للأثر النقدي وقنوات انتقال السياسة النقدية؛
 - أما المنهج الوصفي التحليلي، فاستخدم في جمع وتحليل البيانات وعند تقييم استراتيجية استهداف التضخم في الجزائر وكذا تحليل تطور الوضعية النقدية ومدى كفاءة أدوات السياسة النقدية؛
 - أما الأسلوب الكمي، فاعتمد عليه في التحليل القياسي حيث تم دراسة كل قناة من هذه القنوات على حدة باستخدام نماذج قياسية حديثة تحوي متغيرات تقيس مدى فاعلية القناة المراد دراستها، وقد تم ربط المتغيرات الخاصة بكل من النموذج الأساسي ونموذج قناة الإقراض البنكي ونموذج قناة سعر الصرف باستخدام منهجية نموذج تصحيح الخطأ المتعدد (VECM)، أما فيما يخص متغيرات نموذج قناة سعر الفائدة فقد تم ر بطها باستخدام منهجية نموذج شعاع الانحدار الذاتي (VAR).

وقد اعتمدت الدراسة في تحقيق أهدافها على ثلاث أدوات مهمة في تحليل الاقتصاد القياسي تتمثل في كل من، (Wald Test)، و دوال الاستجابة للصدمات المتراكمة (Impulse Accumulated Responses Functions)، وتحليل مكونات تباين حد الخطأ (Variance Decomposition)، المستخرجة من تقدير (Estimate) نموذج (VAR) ونموذج (VECM).

أما فيما يخص متغيرات الدراسة فقد استخدمت متغيرات ثلاثية تغطي الفترة من مارس 1995 إلى ديسمبر 2016، أي (88 مشاهدة) لكل من:

- الناتج المحلي الإجمالي كممثل للنشاط الاقتصادي الحقيقي؛
- المؤشر العام لأسعار الاستهلاك كمؤشر على معدل التضخم في الجزائر؛
- سعر الصرف الحقيقي؛
- القروض البنكية الموجهة للاقتصاد؛
- سعر الفائدة على الودائع كممثل لسعر الفائدة في سوق النقد؛
- سعر إعادة الخصم كمؤشر للسياسة النقدية لبنك الجزائر.

لتتوصل الدراسة إلى النتائج التالية:

- عدم قدرة قناة سعر الفائدة على استهداف كل من معدل النمو الاقتصادي ومعدل التضخم في الجزائر؛
- فاعلية قناة الإقراض البنكي في استهداف معدل التضخم بشكل جيد في حين كانت الفاعلية منعدمة في استهداف معدل النمو الاقتصادي؛
- فاعلية قناة سعر الصرف في استهداف معدل التضخم، في حين تكون الفاعلية ضعيفة نوعا ما في استهداف معدل النمو الاقتصادي.

خامسا: دراسة (أحمد، 2018)، دور السياسة النقدية في استهداف التضخم في الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2002-2016)، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، المجلد رقم 14، العدد 19.

قامت الدراسة في جزئها النظري بتحليل السياسة النقدية في الجزائر من خلال تركيزها على سياسة استهداف التضخم كإطار حديث لإدارة السياسة النقدية وهذا من خلال تعريفها بمفهوم سياسة استهداف التضخم وشروط تطبيقها في الجزائر بهدف تحديد نوع العلاقة بين الكتلة النقدية والتضخم وكذا أهم مصادر التضخم في الجزائر، وبغية الإجابة على الإشكال المطروح: ما مدى مساهمة السياسة النقدية في استهداف ظاهرة التضخم؟ اعتمدت على فرضيتين هما:

- يعتبر الإفراط في الإصدار النقدي من أهم أسباب ظهور الفجوات التضخمية.
- سعر الصرف الحقيقي يؤثر بصورة مباشرة على معدل التضخم.

أما في الجزء التطبيقي قامت الدراسة بدراسة أثر متغيرات الدراسة والمتمثلة في: الكتلة النقدية (M2)، سعر الفائدة (INT) وسعر الصرف الحقيقي (reer) على التضخم لفترة من 2002 إلى 2006 اعتمادا على منهجية التكامل المشترك باستعمال نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة والمتباطئة (ARDL)، لتتوصل الدراسة إلى النتائج التالية:

- هناك علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات؛

- من بين متغيرات السياسة النقدية وجدت فقط سعر الصرف الحقيقي يؤثر على معدل التضخم طرديا سواء في المدى القصير أو الطويل؛

- معامل تصحيح الخطأ VECM نلاحظ أن قيمته أصغر من -1 (-0,16) ومعنوية عند احتمال 5% مما يدل على قبول القيمة من الناحية الإحصائية فنقول إن النموذج يقوم بتصحيح 16% من التقلبات في معدل التضخم؛

- سعر الصرف الحقيقي هو الأكثر تأثيرا على معدلات التضخم، وهو ما يتماشى والفرضية الثانية؛

- المتغيرات الأخرى لا تؤثر على معدل التضخم لا في المدى الطويل ولا في المدى القصير؛

- الكتلة النقدية تسبب التضخم في الجزائر، فهذه العلاقة تعد ظاهرة نقدية بحتة أثبتها كل من Fisher و Friedman من خلال النظرية الكمية للنقود أي أن زيادة الكتلة النقدية تؤدي لا محالة لارتفاع مستوى الأسعار وهذا ما أثبت صحة الفرضية الأولى.

الفرع الثاني: الدراسات التحليلية المتعلقة بتجربة الجزائر في السياسات النقدية غير التقليدية:

من أهم الدراسات التحليلية التي شخصت تطبيق التمويل غير التقليدي بالجزائر من حيث: المفهوم، أسباب التطبيق، والآثار المتوقعة على الاقتصاد نجد:

أولا: دراسة (يونسي و مدوخ، 2019)، أثر سياسة التيسير الكمي على المستوى العام للأسعار في الجزائر، مجلة آفاق علمية جامعة تلمسان، المجلد رقم 11، العدد 20.

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد الدوافع التي أدت ببنك الجزائر إلى استخدام سياسة التيسير الكمي ومن ثم التعرف على تداعياتها على المستوى العام للأسعار في الجزائر ومقارنتها مع نتائج هذه السياسة النقدية غير التقليدية على الاقتصادين الأمريكي والأوروبي. لتتوصل في الأخير إلى جملة من النتائج أهمها:

- أن الدول المتقدمة هدفت من خلال تطبيقها لسياسة التيسير الكمي إلى دعم الائتمان وتحفيز النمو الاقتصادي وتخفيض البطالة وهذا في حدود معدل تضخم 2%، التي ينتقل أثرها إلى الاقتصاد الحقيقي من خلال قنوات إعادة توازن المحفظة وقناة الإشارة اللتان تعتبران الأكثر تأثيراً؛
- مكنت سياسة التيسير الكمي بعد قيام البنك الاحتياطي الفيدرالي بثلاث برامج متتالية من شراء الأصول المالية العامة والخاصة من تحسين وضع الاقتصاد الأمريكي بشكل عام، فارتفعت معدلات النمو إلى 2,6% سنة 2014 بعدما كانت -2,8% سنة 2009، كما انخفضت مستويات البطالة من 9,3% سنة 2009 إلى 6,3% سنة 2014.
- سجلت منطقة الأورو هي الأخرى تحسناً ملحوظاً في الوضع الاقتصادي بعد تطبيقها لسياسة التيسير الكمي، فانخفضت البطالة إلى معدل 6,94% سنة 2018 مع تسجيل ارتفاع طفيف لمعدلات النمو.
- اجتمعت عدة عوامل أدت بالحكومة الجزائرية لتطبيق سياسة التيسير الكمي وكان من ورائها انهيار أسعار النفط في الأسواق العالمية بدءاً من منتصف سنة 2014 والتي ألقت بضلالها على مختلف التوازنات المالية التي بدأت تشهد تراكم للعجزات على مستوى كل من رصيد ميزان المدفوعات ورصيد الميزانية، إضافة لتراجع احتياطات الصرف وارتفاع الدين الداخلي.
- طبقت الجزائر سياسة التيسير الكمي في ظل وجود تضخم مرتفع إضافة لضعف الانتاجية خارج قطاع المحروقات.
- بعد سنتين من تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر بدأت تظهر تداعياتها السلبية من خلال انخفاض القدرة الشرائية وارتفاع المستوى العام للأسعار (IPC) الذي انتقل مؤشره من 197 نهاية سنة 2017 إلى 203 نهاية 2018.

ثانياً: دراسة (بوجلالة و ديب، 2019)، التيسير الكمي كآلية لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة - حالة الجزائر-، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية جامعة المسيلة، المجلد رقم 12، العدد 01.

هدفت الدراسة إلى التأكيد بأن الاعتماد على أدوات السياسة النقدية غير التقليدية لتغطية العجز في الموازنة العامة للدولة يعد من أحد الأساليب التي حققت نتائج جد إيجابية في الكثير من الدول، خاصة وأن هذا النمط عادة ما يستخدم في ظروف استثنائية -وقت الأزمات-، وهو ما بينته الدراسة باعتبار أن الجزائر لجأت إلى استخدام التمويل غير التقليدي لتغطية عجز الموازنة العامة من خلال طباعة الأوراق النقدية بدون تغطية، وخلصت الدراسة إلى أن نجاح عملية التمويل غير التقليدي مرهون بتوفر شرطين أساسيين هما: ضرورة ربط الإصدار النقدي بحجم الطاقة الإنتاجية العاطلة وبزيادة في الدخول التي تصاحب عملية التنمية هذا من جهة، وكذا التحكم في الإصدار النقدي الجديد وتوجيهه إلى القطاعات المنتجة، إضافة لكل ذلك يجب على الحكومة الاستعداد لمختلف سيناريوهات الصدمات التي قد تنتج عن عملية التيسير الكمي بتسخير مختلف الوسائل والإمكانات الممكنة خاصة منها استقلالية اتخاذ القرارات النقدية وإبقائها بعيدة عن الميولات السياسية.

كما قدمت الدراسة مجموعة من التوجيهات التي تمكّن من تفعيل هذه السياسة النقدية منها:

- العمل على تخفيض الإصدار النقدي من خلال تقييد الطلب الكلي والعمل على زيادة العرض الحقيقي للسلع والخدمات؛
- تقليص الانفاق الحكومي الاستهلاكي غير الضروري لتقليل العجز في الموازنة العامة من خلال الالتزام بمعدلات معينة من الإصدار النقدي، على ألا يتجاوز معدل الانفاق الحكومي الاستهلاكي معدل نمو الناتج المحلي؛

- ضرورة استقلالية بنك الجزائر، استقلالية تامة تجنبه القيام بأي تمويل مباشر للحكومة لما يترتب على هذا التمويل من تقلبات اقتصادية، بالإضافة الى تعزيز مصداقيته بالكشف عن حجم برامج التيسير الكمي حتى يسهل تحليلها؛
- تحقيق الانعاش الاقتصادي من خلال العمل على اصلاح البنيات الأساسية اللازمة لنمو القطاعات الاقتصادية المختلفة.

ثالثا: دراسة (هاني و وعيل، 2018)، سياسة التيسير الكمي كآلية حديثة لتطبيق السياسة النقدية- دراسة تحليلية نظرية لآفاق تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر، مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات جامعة البويرة، المجلد رقم 03، العدد 04.

تهدف الدراسة إلى تتبع إمكانية تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر كآلية جديدة في السياسة النقدية ومدى تأثير ذلك وانعكاساته الايجابية والسلبية على الاقتصاد الجزائري، من خلال تحليل الظروف الاقتصادية المرافقة لتطبيق هذه السياسة ومقارنتها مع الشروط الواجب توفرها لإنجاحها والتي نذكر منها:
- لا بد أن يكون هناك عمق في السوق التمويلي بشقيه (سوق الأوراق المالية، البنوك)؛
- لا بد من مرافقتها بإصلاحات هيكلية جادة خاصة في النظام المالي، إضافة إلى تفعيل دور قناة سعر الفائدة مع فتح رأس مال المؤسسات والشركات الاقتصادية والحفاظ على معدلات التضخم قريبة من 2%.
للتوصل للدراسة إلى أن سياسة التيسير الكمي لا يمكن تطبيقها في الجزائر لانعدام توافر شروطها ناهيك عن الاختلالات الهيكلية التي تميز الاقتصاد إضافة لضعف مرونة القطاع الإنتاجي (غير قادر على مجابهة الطلب المتزايد).

المطلب الثاني: الدراسات السابقة المتعلقة بالتجارب الدولية في السياسات النقدية غير التقليدية:

إن الآثار الإيجابية التي تبعت تنفيذ البنوك المركزية الأربع (بنك اليابان، بنك الاحتياطي الفيدرالي، بنك إنجلترا، البنك المركزي الأوروبي) للسياسات النقدية غير التقليدية، شجعت الباحثين بدراسة هذه السياسات والبحث في أسباب نجاحها، شروط تنفيذها والنتائج المتوقعة منها. فنجد دراسات ركزت على الجانب النظري للموضوع، في حين دراسات أخرى اعتمدت على النمذجة القياسية لقياس أثر السياسة النقدية غير التقليدية على النشاط الاقتصادي بالدول التي طبقتها.

وعليه فمن خلال هذا المطلب سيتم عرض بعض الدراسات السابقة المتعلقة بتجربة كل من (اليابان، الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة، منطقة الأورو) في السياسة النقدية غير التقليدية، والتي اعتمدنا عليها في التأسيس النظري والتطبيقي لدراستنا الحالية كما يلي:

الفرع الأول: الدراسات القياسية المتعلقة بالتجارب الدولية في السياسات النقدية غير التقليدية:

من أهم الدراسات القياسية المتعلقة بآثار السياسة النقدية غير التقليدية -التيسير الكمي- على النشاط الاقتصادي لدول (اليابان، الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة، منطقة الأورو) نجد:

أولاً: دراسة (بن يحيى، زايد، و محفوظ، 2020)، أثر سياسة التيسير الكمي على معدل التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2008-2015 (دراسة قياسية بمنهجية ARDL)، مجلة دراسات العدد الاقتصادي جامعة عمار ثليجي الاغواط، المجلد رقم 11، العدد 01.

هدفت الدراسة إلى تحديد أثر سياسة التيسير الكمي -برامج بنك الاحتياطي الفيدرالي (QE1، QE2، QE3)- التي اعتمدها الولايات المتحدة الأمريكية كأداة نقدية غير تقليدية للخروج من حالة الانكماش التي شهدتها خلال الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على معدل التضخم باعتباره أحد المؤشرات الكلية الهامة في الولايات المتحدة خلال الفترة (2008-2015)، وهذا من خلال اجابتها على التساؤل التالي: هل هناك تأثير فعلي لسياسة التيسير الكمي على معدل التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2008-2015؟

وللإجابة على التساؤل تم الاعتماد على دراسة قياسية باستخدام منهجية الانحدار الذاتي ذو الفحوات الزمنية الموزعة (ARDL)، باعتبارها من الطرق المناسبة لاختبار التكامل المشترك بين متغيرات لا يشترط فيها أن تكون متكاملة عند نفس الرتبة كما هو الحال مع اختبار Johansen، بل يكفي أن تكون المتغيرات مستقرة عند مستويات مختلفة لا تبلغ إلى حدود الفرق الثاني I(0) و I(1) لإجراء الاختبار والتأكد حول مدى وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والتابعة، إضافة لذلك تتميز هذه المنهجية بخصائص عديدة، فهي تصلح للعينات الصغيرة، كما تسمح بإظهار درجات الإبطاء المثلى (Lags) المختلفة لكل متغير. أما فيما يخص متغيرات الدراسة فقد اعتمدت على:

- المتغير التابع: والممثل في معدل التضخم.
- المتغيرات المفسرة: وتمثل في الأدوات التي تعتمد عليها سياسة التيسير الكمي والمتمثلة في زيادة المعروض النقدي وعملية الشراء الواسعة للسندات التي قام بها الفيدرالي الأمريكي، ومنه تم أخذ مؤشر تطور سيولة الاقتصاد بالإضافة إلى أن سياسة التيسير الكمي تبعها تخفيض في معدلات الفائدة إلى مستويات قريبة من الصفر وعليه تم أخذ تقلبات أسعار الفائدة قصيرة الأجل وطويلة الأجل، وقد تم جمع البيانات من الموقع الرسمي للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي.

وقد أظهرت نتائج الدراسة بأن لسياسة التيسير الكمي أثر إيجابي ومباشر على معدل التضخم على المدى الطويل، حيث وصل إلى المعدل الذي أدى إلى تعافي الاقتصاد الأمريكي من حالة الركود، أين بلغ معدل النمو 2,5% نهاية سنة 2017 واستقر معدل البطالة عند نسبة 4,4% بعدما بلغ ذروته سنة 2010 بـ 10,69%، كما زاد نصيب الفرد من الناتج الحقيقي من 32 دولار في الربع الأول من سنة 2009 إلى 52 دولار في الربع الثالث من سنة 2017.

وأرجعت الدراسة هذه النتائج الإيجابية لسياسة التيسير الكمي إلى:

- أن الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي زاد من معدل عرض النقد في الاقتصاد بالشكل الذي أدى لتحسن القوة الشرائية لدى الشركات والأسر؛

- أنه استهدف شراء الأوراق المالية من مؤسسات غير مصرفية؛

- أنه تمكن من خفض مديونية القطاع الخاص إلى مستويات كبيرة، حيث تقلصت هذه النسبة من حدود 169,4% من إجمالي الناتج المحلي في الربع الثالث من سنة 2008 إلى 151,5% في الربع الثاني من سنة 2017.

ثانيا: دراسة (عزالدين و عولمي، 2020)، أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية دراسة قياسية خلال الفترة (2008-2018)، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد 20 (01).

هدفت الدراسة إلى تقدير وتحليل أثر سياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية وهذا بعد ما اتجه الاحتياطي الفيدرالي لتبني سياسة التيسير الكمي للحد من تأثير الركود الاقتصادي، ولتحقيق ذلك قامت ببناء نموذج قياسي باستخدام منهجية الانحدار الذاتي لفترات الابطاء الموزعة من خلال أسلوب اختبار الحدود (ARDL Bounds Testing Approach)، وهذا من أجل اختبار فرضية هل يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لسياسة التيسير الكمي على استقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية.

ولبناء النموذج اعتمدت الدراسة على بيانات ربع سنوية للفترة الممتدة من الربع الثالث من سنة 2008 إلى الربع الأخير من سنة 2018، وتمثلت المتغيرات في:

- التيسير الكمي كنسبة من إجمالي أصول الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي QER كمتغير مستقل؛
- المؤشر التجميعي للاستقرار المالي AFSI كمتغير تابع.

لتخلص الدراسة بعد أن قامت بصياغة النموذج واختبار استقراره السلاسل الزمنية وتقدير النموذج وفق منهج ARDL إلى النتائج التالية:

- المتغير QER مستقر عند المستوى، والمتغير AFSI مستقر عند الفرق الأول؛
- وجود علاقة تكامل مشترك في الأجل القصير والطويل، وأن التيسير الكمي له أثر إيجابي على المؤشر التجميعي للاستقرار المالي، حيث أن زيادة نسبة 1% في التيسير الكمي يؤدي إلى ارتفاع المؤشر التجميعي للاستقرار المالي في الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة 0,15% في الأجل القصير وبنسبة 0,28% في الأجل الطويل؛
- ساهم الأثر الإيجابي للتيسير الكمي على المؤشر التجميعي للاستقرار المالي في تمتع الولايات المتحدة بنوع من الاستقرار المالي بداية من سنة 2010 بعد التدهور الذي عقب الأزمة العالمية 2008، على الرغم من التدهور الشديد في مؤشر المناخ الاقتصادي العالمي (WECI)، وهذا بفضل التطور في مؤشري تطور النظام المالي (FDI) والسلامة المالية (FSI). كما ساهم في تخفيف الاقتصاد الأمريكي وضعية الانكماش والركود حيث بلغ معدل التضخم 2,5%.

ثالثا: دراسة (Ryou, Baak, & Kim, 2019)، بعنوان:

Effects of Japanese quantitative easing policy on the economies of Japan and Korea,
North American Journal of Economics and Finance.

اعتمدت الدراسة على نموذج (Qual VAR)، لتحليل أثر صدمات السياسة النقدية غير التقليدية (برامج التيسير الكمي لبنك اليابان) القائمة على الإعلان على متغيرات الاقتصاد الكلي في اليابان وكوريا الجنوبية، ليتم بعدها مقارنة النتائج بالنتائج التي تم الحصول عليها من نموذج (TVP VAR) الذي يكون فيه مقياس السياسة النقدية هو مقدار القاعدة النقدية.

فالدراسة اعتمدت على دمج النموذجين ليكملا بعضهما البعض وهذا من خلال:

أولاً: في نموذج (Qual VAR)، يمكننا تحديد صدمة من (QE) واختبار ما إذا كان لها تأثيرات ذات دلالة إحصائية على متغيرات الاقتصاد الكلي في اليابان وكوريا الجنوبية. لكن هذا النموذج قد لا يُظهر خصائص متغيرة بمرور الوقت لآثار صدمات السياسة النقدية.

ثانياً: يمكن أن يوضح لنا نموذج (TVP VAR) الحساسية المتغيرة بمرور الوقت لمتغيرات الاقتصاد الكلي تجاه صدمة السياسة النقدية. ومع ذلك، قد لا يُظهر لنا نموذج (TVP VAR) أن حساسية المتغيرات خلال فترات التيسير الكمي و (QQE) تختلف حقاً عن تلك الموجودة في الفترات التي لا تتعلق بالتسهيلات الكمية.

أما من حيث البيانات المعتمد عليها في الدراسة فقد كانت بيانات فصلية لليابان (القاعدة النقدية، الناتج المحلي الإجمالي، مؤشر أسعار المستهلك، سعر صرف الين مقابل الدولار (JPY / USD)، مؤشر نيكبي لأسعار الأسهم) أما بيانات كوريا الجنوبية فتمثلت في: (صافي الصادرات من كوريا. ج إلى اليابان)، سعر صرف الين (KRD / JPY)، مؤشر أسعار الأسهم (KOSPI) أما فترة الدراسة فقد امتدت من Q1: 1990 إلى Q4: 2017، لأن كوريا الجنوبية بدأت تحرير السوق المالية مع بداية التسعينيات.

فقد توصلت الدراسة إلى أن للنموذجين نتائج متباينة إلى حد ما حول التأثيرات على الناتج المحلي الإجمالي الياباني، فتشير نتائج (Qual VAR) إلى أن إعلانات التيسير الكمي لها آثار غير ذات دلالة إحصائية على الناتج المحلي الإجمالي الياباني، في حين أن تقديرات (TVP VAR) تنتج تأثيرات إيجابية قصيرة المدى بشكل ملحوظ بعد عام 2006، لكن بدون تقديم دليل مقنع بأن التيسير الكمي قد عزز الناتج المحلي الإجمالي الياباني.

أما بالنسبة للتأثيرات على المستوى العام للأسعار، يبدو أن كلا النموذجين المعتمدين في الدراسة يوافقان على أن السياسة النقدية غير التقليدية قد نجحت في رفع مؤشر سعر المستهلك الياباني خلال فترة (QQE) على المدى القصير وعلى المدى الطويل. بالإضافة إلى ذلك، تشير النتائج التي تم الحصول عليها من نموذج (TVP VAR) إلى أن الردود المقدره لمؤشر أسعار المستهلك الياباني على تغييرات السياسة النقدية قد تكون حساسة تماماً للفترات الزمنية المشمولة في التحليل.

ومما له أهمية خاصة أن تأثير صدمات السياسة النقدية على سعر الصرف الياباني يتم اكتشافه بقوة وثبات في النموذجين، فأتضح أن لصدمة السياسة النقدية آثاراً ذات دلالة إحصائية تخفض من قيمة الين الياباني مقابل الدولار الأمريكي على المدين القصير والطويل. كما تشير التقديرات إلى أن التأثيرات على مؤشر أسعار الأسهم اليابانية كانت أيضاً إيجابية في كلا النموذجين، فهذه التأثيرات مهمة عندما يتم تضمين إعلانات (QQE) فقط كصدمة للسياسة في نموذج (Qual VAR)، وكلها مهمة في نموذج (TVP VAR). إن الدليل القوي على الآثار الإيجابية للصدمة النقدية على أسعار الأسهم اليابانية ليس مفاجئاً إذا اعتبرنا أن انخفاض قيمة الين يجب أن يفيد شركات التصنيع اليابانية، لأنه رفع من حجم المبيعات الخارجية بشكل مستمر.

لنبرز الدراسة في الأخير أن لصدمة (QQE) الياباني تأثير سلبى على الاقتصاد الكوري الجنوبي نتيجة العلاقات التجارية الوطيدة بينهما، بحيث نجد أنه تسببت صدمة (QQE) في انخفاض الناتج المحلي الإجمالي لكوريا الجنوبية بنسبة 0,46% على

المدى الطويل، إضافة لانخفاض الصادرات الكورية الصافية إلى اليابان وارتفاع الوون الكوري مقابل الين الياباني وانخفضت أسعار الأسهم الكورية.

رابعاً: دراسة (Koeda, 2019)، بعنوان:

Macroeconomic effects of quantitative and qualitative monetary easing measures,
Journal of The Japanese and International Economies.

هدفت الدراسة إلى تحديد الآثار الاقتصادية الكلية لبرامج التيسير الكمي والنوعي التي طبقها بنك اليابان وهذا بدءاً من سنة 1991 إلى سنة 2016، التي كانت مرفوقة بسياسة سعر الفائدة السالبة، من خلال الإجابة على السؤال التالي: هل يجب على بنك اليابان تأجيل الإقلاع الاقتصادي إلى أن يتم تجاوز هدف التضخم المحدد بـ 2%؟

حيث قامت الدراسة بتقدير نموذج الانحدار الذاتي الهيكلي (SVAR) والذي يتكون من خمسة متغيرات على النحو التالي:

- متغيرين للاقتصاد الكلي: معدل التضخم الشهري، فجوة الناتج؛

- متغيرين في السياسة النقدية: معدل سعر الفائدة الرئيس، معدل الاحتياطي الفائض (نسبة الاحتياطي الفعلي إلى المطلوب)؛

- متغير مالي إضافي واحد وهذا من خلال: التغير في أسعار الأسهم؛ فرق السعر لمدة 10 سنوات؛ التغير في سعر صرف الين / الدولار؛ التغير في القروض المصرفية.

وهذا بالاعتماد على سلسلة بيانات بنك اليابان للفترة من جانفي 1995 إلى ديسمبر 2016، حيث افترضت الدراسة أن النظام يمكن ملاحظته وتحديد فترتي نظام لـ (ELB) التاليتين: فترة تيسير كمي ونوعي (QQE) (من مارس 2001 إلى جوان 2006 ومن ديسمبر 2008 إلى مارس 2013)؛ وفترة (QQE) (من أبريل 2013 إلى ديسمبر 2016)، فتشير فترة (ELB) المدجة إلى فترة التيسير الكمي (QE) التي يتم فيها تحديد الاحتياطي. وتقابل فترة العينة المتبقية نظام معدل السياسة الصافية الموجب.

ونظراً لأن (ELB) متغير خارجي للنموذج، فقد تم تحديده عند 0% حتى أكتوبر 2008، و 0,1% من نوفمبر 2008 (الشهر الذي تم فيه زيادة سعر الفائدة على الاحتياطيات الزائدة إلى 0,1% حتى ديسمبر 2015، واعتباراً من جانفي 2016 تم تحديده عند -0,1%، وهو أدنى سعر فائدة مدفوع على الاحتياطيات الإضافية منذ تطبيق سياسة سعر الفائدة السلبية.

ليتمكن النموذج من بناء المعادلات الثلاث التالية:

1- معادلات الاقتصاد الكلي ذات الشكل المخفض، والتي تتكون من: متغيري VAR (التضخم، الناتج) اللذين يعتمدان على تباطؤهما، و متغير الاتجاه (معدل النمو لمدة 12 شهراً بالنسبة المئوية للناتج المحتمل)، و متغيرات السياسة النقدية المتأخرة والمتغير المالي المتخلف.

2- معادلات السياسة النقدية التي تتكون من:

- معادلة قاعدة تايلور مع أسعار الفائدة الإسمية (ELB) والتوجيه الأمامي .

- معادلة الاحتياطي الفائض.

3- معادلة المتغيرة المالية.

لتبين الدراسة بأن هناك نظامان للسياسة النقدية: نظام صافي سعر الفائدة الموجب الذي يكون فيه الفرق بين سعر فائدة السياسة و(ELB) موجباً، ونظام (ELB) الذي يكون فيه معدل صافي سعر السياسة مساوياً للصفر.

ليخلص النموذج المقدر إلى النتائج التالية:

- إن زيادة حجم الميزانية العامة لبنك اليابان نتيجة سياسة (QQE) لا يؤدي إلى زيادة التضخم والناتج الوطني بقوة، كما أن التيسير النوعي يعد مكملًا ولكن على حساب التقليص من التيسيرات الكمية؛
- إن خفض معدل التضخم في التوجيه المستقبلي ليس بالضرورة انكماشياً إذا كان نمو الاتجاه قوياً بما فيه الكفاية؛
- يمكن أن يكون رفع (ELB) توسعياً. فهذه التقديرات لا تشكل نموذجاً صريحاً لخطر حيازة سندات الحكومة اليابانية في بيئة معدل سعر سياسة متزايدة.

خامساً: دراسة (Hohberger, Priftis, & Vogel, 2019) ، بعنوان:

The macroeconomic effects of quantitative easing in the euro area: Evidence from an estimated DSGE model, Journal of Economic Dynamics & Control.

تقدم الدراسة تقييماً تجريبياً هيكلياً للتأثيرات الاقتصادية الكلية لبرنامج التيسير الكمي للبنك المركزي الأوروبي عملياً حيث قام البنك المركزي الأوروبي بشراء أصول مالية للقطاع العام (دين حكومي) ذات فترة استحقاق أطول وسيولة ممتدة (أموال أساسية) للقطاع الخاص ، من خلال تقديم احتكاك مالي محدد يجد من قدرة المستثمرين على تحكيم الأصول في محافظتهم فتؤدي "تكلفة المعاملة" التي يتعين على الوكلاء دفعها عند تعديل محافظتهم المالية إلى قابلية استبدال غير كاملة بين الأصول ذات آجال الاستحقاق المختلفة ، فقامت الدراسة بعزل قناة إعادة موازنة المحفظة الخاصة بالتسهيلات الكمية وافترضت تفترض بأن المستثمرين لديهم تفضيلات للأصول ذات آجال الاستحقاق المختلفة بعد دافع "الموئل المفضل" ، فيجسد هذا النهج فكرة أن أسعار الأصول النسبية يعتمد على الكمية المعروضة منها وبمأن تكلفة المعاملة تجعل السندات قصيرة الأجل وطويلة الأجل غير كاملة، يمكن للبنك المركزي استخدام مشتريات الأصول لتغيير العرض النسبي للأصول طويلة الأجل مقابل الأصول قصيرة الأجل، وبالتالي عوائد السندات وهذا لتسوية منحني العائد. ومنه في نموذج الدراسة تؤثر مشتريات الأصول طويلة الأجل للبنك المركزي على الاقتصاد الحقيقي من خلال استجابة المستثمرين الخواص باحتفاظهم بمبالغ أعلى من أسهم الشركات والسندات الأجنبية على حساب مدخراتهم.

إن إعادة تخصيص المحفظة نحو حقوق الملكية يزيد من سعر أسهم الشركات (ارتفاع سوق الأسهم)، مما يقلل من تكاليف تمويل الشركات ويطرح إلى استثمار أقوى وتراكم لرأس المال. فإعادة توزيع الأصول بالعملات الأجنبية يزيد من سعر العملة الأجنبية (تخفيض سعر الصرف) ويعزز صافي الصادرات، وأخيراً يؤدي انخفاض المدخرات إلى تعزيز الطلب الاستهلاكي.

ومع ذلك، فإن التجارة في الأصول المالية عبر الحدود تعني ضمناً أن غير المقيمين في منطقة الأورو سيبعون جزءاً من السندات الحكومية طويلة الأجل الأوربية إلى المستثمرين المحليين الخواص وهو ما سيقف حائلاً أمام تعديلهم للمحفظة المالية.

باستخدام نموذج التوازن العام العشوائي الديناميكي (DSGE)، لمنطقتين: منطقة الأورو (EA) وبقية العالم (RoW)، إذ تظهر إضافة الدراسة بأنها تقدم تقييم تجريبي أكثر شمولاً لتأثيرات التيسير الكمي للبنك المركزي الأوروبي على اقتصاد مفتوح لا مغلق - السماح بالاحتفاظ بالسندات الحكومية طويلة الأجل عبر الحدود - بإعطاء أهمية لتأثيرات حركة سعر الصرف استجابة لبرامج التيسير الكمي على الطلب الكلي والإنتاج والتضخم.

يستخدم النموذج المقدر بيانات فصلية وسنوية للفترة من الثلاثي الرابع 1999 إلى الثلاثي الأول 2018 ويفترض 34 صدمة خارجية، إن العدد الكبير من الصدمات تهدف من خلاله الدراسة إلى استخدام عدد كبير من الملاحظات في التقدير وهو أمر ضروري لالتقاط الخصائص الديناميكية الرئيسية لبيانات الاقتصاد الكلي والبيانات المالية.

ولتحديد السمات المتعلقة بالتيسير الكمي استخدم في النموذج ستة سلاسل للأصول كما يلي:

- 1- الالتزامات المحتفظ بها لأغراض السياسة النقدية - المقدمة من البنك المركزي الأوروبي - كمقياس للتغير في حيازة السندات طويلة الأجل من قبل البنك المركزي.
- 2- حصة السندات طويلة الأجل من إجمالي الدين الحكومي كمقياس لتوريد السندات طويلة الأجل.
- 3- فترة العائد المتوقع للسندات طويلة الأجل.
- 4- الحصة (المتغيرة بمرور الوقت) من سندات منطقة الأورو طويلة الأجل التي تحتفظ بها بقية دول العالم.
- 5- حصة السندات الطويلة الأجل من بقية دول العالم التي يحتفظ بها سكان منطقة الأورو.
- 6- عائد السندات طويلة الأجل الصادرة في RoW.

للتوصل الدراسة إلى النتائج التالية:

- مكنت قابلية الاستبدال غير الكاملة بين السندات ذات آجال الاستحقاق المختلفة في نموذج DSGE المقدر بين منطقتي (EA و RoW) لتقييم تأثير برنامج شراء الأصول على نطاق واسع (QE) للبنك المركزي الأوروبي على النشاط الاقتصادي والتضخم في منطقة اليورو.
- سمحت النمذجة التفصيلية للتيسير الكمي وتعديل المحفظة بالنقاط العديد من قنوات النقل التي تم إبرازها في الأدبيات السابقة، بما في ذلك قناة الادخار وتكلفة التمويل وقنوات أسعار الصرف.
- استخدام البيانات المتعلقة بالدين العام المستحق وعوائد الديون الحكومية عبر آجال الاستحقاق المختلفة مكنت من تحديد العامل الذي يحكم تعديل المحفظة في القطاع الخاص.
- تشير تحليلات الصدمات إلى متوسط مساهمة برنامج التسهيلات الكمية للبنك المركزي الأوروبي في نمو الناتج المحلي الإجمالي السنوي لمنطقة اليورو وارتفاع مؤشر أسعار المستهلك بين 2015-2018 بنسبة 0,3 و 0,5 نقطة مئوية، على التوالي مع أقصى تأثير في عام 2016.

سادسا: دراسة (Haan & End, 2018)، بعنوان:

The signalling content of asset prices for inflation : Implications for quantitative easing, Economic Systems, édit 2.

هدفت الدراسة إلى الإجابة على مشكل رئيسي تواجهه البنوك المركزية حاليًا بخصوص القرارات المتعلقة بالسياسة النقدية غير التقليدية - قرار تطبيق سياسة التيسير الكمي- حيث تعمل هذه الأداة النقدية على تحفيز أسعار الأصول عن قصد باعتبارها قناة رئيسية يؤثر من خلالها التيسير الكمي على الطلب الكلي والتضخم من خلال تشجيع المشاركين في السوق على المخاطرة، ما من شأنه أن يخلق فقاعات في أسعار الأصول عندما تكون تطورات أسعار الأصول غير متوافقة مع النمو الاقتصادي، وقد يؤدي انفجار هذه الفقاعات (على المدى الطويل) إلى تفاقم النزعات الانكماشية التي تحاول البنوك المركزية معالجتها مع التيسير الكمي.

ومن ثم، فبالنسبة للسياسة النقدية من المهم معرفة ما إذا كانت تطورات أسعار الأصول تشير إلى مخاطر مستقبلية (صعودًا أو نزولًا) على استقرار الأسعار وفي أي تأخر، من خلال التحقق في المحتوى المعلوماتي للمتغيرات المالية مثل أسعار الأسهم والائتمان الخاص وأسعار الفائدة كأجهزة إشارة لنظامين تضخمين محتملين:
- انخفاض التضخم أو الانكماش؛
- ارتفاع التضخم.

لذلك استخدمت الدراسة منهجين: نهج الإشارة بالاعتماد على منحنى خاصية تشغيل جهاز الاستقبال (ROC) لتحديد محتوى الإشارة لكل متغير مالي بشكل منفصل، وتغيير عدد الأرباع من المهلة الزمنية من 0 إلى 8، حيث يعمل تحليل (ROC) مع متغير ثنائي التفرع (غير طبيعي مقابل عادي). نظرًا لأن الدراسة مهتمة بالتضخم غير الطبيعي، والذي يمكن أن يكون إما تضخمًا مرتفعًا أو تضخمًا / انكماشًا منخفضًا، فقد أجرت تحليلين منفصلين للتفاعل:
أولاً: قامت بحساب منحنيات (ROC) لتقييم قدرة المتغيرات المالية على الإشارة إلى نوبات التضخم المرتفع (مقابل التضخم العادي).

ثانيًا: تم تحديد منحنيات (ROC) لجودة الإشارة فيما يتعلق بانخفاض التضخم / الانكماش (مقابل التضخم العادي).

بعد ذلك، قامت بالاعتماد على نهج نمذجة الاختيار المنفصل بتقدير نموذج اللوغيت الذي يعد نموذج اختيار متميز حدودي، يرسم هذا النموذج المتغيرات التفسيرية المختلفة معًا في احتمال مشترك لنظام تضخم مرتفع (منخفض). يتمثل الاختلاف الرئيسي في هذا النهج في استخراج الإشارات غير البارامترية و يحدد محتوى الإشارات لكل متغير مالي x_1 ، x_2 ، ... بشكل منفصل فيما يتعلق بالنظام التضخمي ، بينما يعطي نموذج اللوغيت الاحتمال المشترك ل نظام تضخمي معين كما هو محدد بواسطة متجه للعديد من المتغيرات المالية (X) مجتمعة.

بشكل رسمي، يقدر نموذج اللوغاريتم الاحتمال p بأن متغير الاستجابة الثنائية $y = [0,1]$ ، وتكون له القيمة $y = 1$ بالنظر إلى نتائج مجموعة من المتغيرات المستقلة X :

$$P = \text{pr}[y = 1|x] = F(x'\beta)$$

بالنسبة للنموذج اللوجستي $F(x'\beta)$ ، هي دالة التوزيع التراكمي للتوزيع اللوجستي:

$$\Lambda(x'\beta) = \frac{e^{x'\beta}}{1 + e^{x'\beta}}$$

حيث تكون الاحتمالات المتوقعة محدودة بين 0 و 1.

ولبناء النموذجين تم الاعتماد على أربعة متغيرات مالية كمؤشرات محتملة للتضخم المستقبلي: الائتمان، سعر الأسهم، سعر العقارات السكنية وعوائد السندات. أما بالنسبة لعوائد السندات: فقد احتسب كلا من العائد السيادي (مع استحقاق عشر سنوات) وأسعار سندات الشركات.

لتتكون بيانات الدراسة من سلاسل زمنية ربع سنوية من 11 دولة (الولايات المتحدة واليابان والمملكة المتحدة وألمانيا وفرنسا وإيطاليا وهولندا وأستراليا والنرويج والسويد وإسبانيا). فتبدأ العينة من الربع الأول من سنة 1985 وتنتهي في الربع الرابع من سنة 2014 ومن الواضح أن أسعار الأصول وأسعار الفائدة لها اتجاهات لذا افترضت الدراسة أنه ليس الاتجاه ولكن العنصر الدوري في هذه السلسلة هو الذي قد يحتوي على بعض الإشارات للتضخم. لذلك، تم تقييد هذه السلسلة من أجل التقاط دوراتها، وبخصوص الائتمان وأسعار الأصول فاستخدمت نسبًا فيما يتعلق باتجاهاتهم، نظرًا لاختلاف أسعار الفائدة عن اتجاهاتهم. حيث تم حساب الاتجاهات باستخدام مرشح Hodrick-Prescott ذي الوجهين مع معلمة تمهيد قدرها 1600، كما هو معتاد في السلسلة الزمنية الفصلية.

للتوصل للدراسة في الأخير إلى أن:

- ارتفاع أسعار الأصول يشير في الغالب إلى ارتفاع معدل التضخم عن انخفاض التضخم / الانكماش. ومع ذلك، في بعض البلدان في عينة الدراسة، تعد أسعار الأصول المرتفعة مؤشرًا مهمًا على انخفاض التضخم أيضًا.
- تشير المهلة الزمنية إلى أن انتقال ارتفاع أسعار الائتمان والأصول إلى حلقات انخفاض التضخم / الانكماش يمكن أن يكون طويلًا للغاية ويصل إلى ثمانية أرباع.
- إن عوائد السندات الحكومية المنخفضة كقاعدة عامة لا تعطي إشارة مهمة لارتفاع التضخم، في حين أنها تعطي انخفاضًا في التضخم / الانكماش.
- تؤكد الملاءمة العالية للنماذج اللوجستية أن المتغيرات المالية مهمة في تفسير أنظمة التضخم المرتفع والمنخفض.

بشكل عام، تشير النتائج إلى أن القيمة الإشارية لأسعار الأصول للتضخم ضعيفة وغير مستقرة، مما يعني أنه في حين أن التيسير الكمي فعال في تعزيز أسعار الأصول -إحدى قنوات النقل الرئيسية للتيسير الكمي- فإن ارتفاع أسعار الأصول قد لا يؤدي دائمًا إلى ارتفاع التضخم، قد يسبق ارتفاع أسعار الأصول نظام تضخم منخفض. بالنسبة لصانعي السياسات فهذه المعلومات مفيدة لأنه واستنادًا إلى نتائج نماذج الدراسة، لا يمكن الفرض بأن التيسير الكمي من حيث التعريف يؤدي إلى ارتفاع التضخم.

سابعاً: دراسة (جاسم الدعيمي و كامل جواد، 2017)، مدى استجابة المتغيرات المالية والاقتصادية للتيسير الكمي في الولايات المتحدة، مجلة الإدارة والاقتصاد جامعة كربلاء، المجلد رقم 6، العدد 21.

هدفت الدراسة إلى الإجابة على مجموعة من الأسئلة النظرية والتطبيقية المتعلقة بالتييسير الكمي وهذا من خلال اعتمادها على المنهج التحليلي الوصفي في الإحاطة بالجانب المعرفي لأداة التيسير الكمي من حيث مفهومها، تاريخ استخدامها وقنوات انتقالها للاقتصاد الحقيقي، والمنهج القياسي الإحصائي باستخدام برنامج (Eviews 7) لتحديد علاقة الأندثار والتباطؤ الزمني بين المتغير المستقل - التيسير الكمي - متمثلاً في مشتريات بنك الاحتياطي الفيدرالي بدءاً من سنة 2008، بالمتغيرات التابعة - المتغيرات الاقتصادية والمالية بالولايات المتحدة الأمريكية - متمثلة في الناتج المحلي الإجمالي، التضخم، البطالة، مؤشر الأسهم، مؤشر الدولار، الفائدة على السندات لأجل عشر سنوات، أسعار خام برنت. وهذا للفترة الممتدة من 2004 إلى 2016 أي لـ 52 فصلاً.

لتحقق الدراسة جملة من النتائج أهمها:

- أدى التيسير الكمي إلى زيادة نمو الناتج المحلي من مستويات نمو سالبة أثناء الأزمة المالية إلى مستويات نمو موجبة مقارنة لمستويات لما قبل الأزمة المالية؛
- كان هناك تأثير معنوي للتيسير الكمي في عرض النقود M2 إذ أدى إلى زيادة معدلات نموه بالمستويات المقاربة لما قبل الأزمة 2008 وهذا بعدما شهد انخفاضاً سنوي 2009 و2010؛
- كان هناك تأثير مباشر للتيسير الكمي على مؤشر الأسهم (S&P 500)، حيث ارتفع المؤشر بشكل كبير مع بدء العمل بالتيسير الكمي وانخفض بشكل واضح مع إعلان الانتهاء من برنامجه؛
- لم يكن هناك تأثير واضح للتيسير الكمي في رفع معدلات التضخم إلى المستوى المستهدف حيث بقي دون مستوى 2% إلا في نهاية سنة 2016، كما كانت علاقة الارتباط بين التيسير الكمي والتضخم علاقة سالبة وذات دلالة معنوية. رغم أن تأثير التيسير الكمي على البطالة كان واضحاً وكانت العلاقة عكسية ذات دلالة معنوية حيث أدى QE إلى انخفاض معدل البطالة من 9% إلى حوالي 4%.
- هناك تأثير واضح لـ QE على انخفاض قيمة الدولار مقابل العملات الأخرى في فترة العمل به، ومع الإعلان عن الانتهاء منه ارتفعت قيمة الدولار ويعود هذا التأثير لسببين: الأول: أن QE يزيد من عرض النقود، والثاني: أنه يؤدي إلى خفض معدل الفائدة طويل الأجل ما يدفع برؤوس الأموال إلى الخروج خارج الحدود بحثاً عن معدل فائدة أعلى.
- أدى QE إلى انخفاض معدل الفائدة على السندات لأجل 10 سنوات بشكل كبير، إذ كان معدل الفائدة سنة 2008 حوالي 4% وأصبح سنة 2016 حوالي 1,5% وهو أحد الأهداف المرجوة منه من أجل تحفيز الاستثمار والاستهلاك.
- خلال مدة استخدام QE في الولايات المتحدة الأمريكية ارتفعت أسعار النفط بشكل كبير حتى بلغ سعر خام برنت حوالي \$140، وبعد الانتهاء منه انخفض سعر خام برنت بشكل كبير حتى وصل إلى \$29، ويعود السبب الرئيسي في تأثير QE على أسعار النفط لارتباط تسعيرها بقيمة الدولار.

ثامنا: دراسة (Joyce & Spaltro, 2014)، بعنوان

Quantitative easing and bank lending : a panel data approach, The Bank Of England Working Paper No. 504 August 2014.

تتمثل مساهمة هذه الدراسة في اختبار وجود قناة الإقراض المصرفي، وبالتالي تحديد الحجم المحتمل لآثار سياسة بنك إنجلترا للتيسير الكمي خلال الفترة 2009-2010 على الإقراض المصرفي، باستخدام بيانات Pannel- التي تسمح بنمذجة العلاقة بين نمو الإقراض المصرفي ومحدداته على مدى عشرين عامًا قبل بداية الأزمة المالية واستكشاف ما إذا كانت العلاقة بين الودائع والإقراض المصرفي قد تغيرت خلال الأزمة. كما تمكنا أيضا لمعرفة مدى التجانس بين البنوك الكبيرة والصغيرة والتحكم في تأثيرات ميزانياتها العامة من خلال تضمينها لمعلومات عن نسب رأس المال المصرفي على مستوى البنوك، باستخدام العلاقة بين نمو الإقراض المصرفي ونمو الودائع ومؤشرات الاقتصاد الكلي، لتتمكن في الأخير من محاكاة الآثار المحتملة للتيسير الكمي على القطاع المصرفي.

أما بخصوص عينة الدراسة فقد شملت 30 مؤسسة مالية نشطة في سوق الإقراض في المملكة المتحدة، للفترة الممتدة من الربع الثاني لسنة 1989 حتى الربع الرابع لسنة 2010، وتشمل العينة البنوك المملوكة للمملكة المتحدة والمصارف المملوكة للأجانب (حوالي 60% من العينة)، وبنوك الجمعيات (حوالي 10% من العينة) والمؤسسات المالية غير المصرفية (أكثر بقليل من 15% من العينة). أين تم ملاحظة البنوك لمدة لا تقل عن 9 فترات وحد أقصى 92 فترة، حيث قامت الدراسة باعتماد فرضيتين أساسيتين:

- أن قرارات الإقراض يتم اتخاذها على مستوى المجموعة المصرفية محل الدراسة؛
- لا يمكن نقل السيولة داخل المجموعات وأن الشركات التابعة تعمل بمعزل.

لتتوصل في الأخير إلى أن نسبة الودائع لها تأثير صغير ولكنه مهم على نمو الإقراض المصرفي، مما يشير إلى أن التيسير الكمي ربما أدى إلى زيادة الإقراض المصرفي من خلال هذه القناة. ومع ذلك، من المرجح أن تكون هذه التأثيرات محدودة لأن التأثيرات الهامشية المقدر من خلال الودائع صغيرة. فعلى الرغم من أن الدراسة افترضت بأن هناك تمريراً كاملاً من التيسير الكمي إلى الودائع، إلا أنها لم تقدم أي دليل على أن تأثير الودائع قد ارتفع خلال فترة التسهيلات الكمية.

لنستنتج أن الآثار المترتبة على الإقراض المصرفي كانت غير متجانسة عبر البنوك، حيث أن الإقراض من قبل البنوك الصغيرة أكثر استجابة للتغيرات في مستوى الودائع. كما أن الإقراض المصرفي مرتبط بشكل إيجابي بمدى جودة البنوك المرسمة، مما يشير إلى أن تأثير التيسير الكمي على الإقراض المصرفي قد يكون أضعف بسبب انخفاض مستويات رأس المال خلال الأزمة. إلى حد ما، هذا أمر متوقع ويبرر التركيز الذي أعطاه صانعو السياسة للتركيز البيئي على جولة البنوك. وفي الوقت نفسه، يشير إلى أن سياسة التحوط الكلي قد تؤثر على فعالية السياسة النقدية.

تاسعا: دراسة (Schenkelberg & Watzka, 2013)، بعنوان:

Real effects of quantitative easing at the zero lower bound: Structural VAR-based evidence from Japan, Journal of International Money and Finance.

الهدف الرئيسي من هذه الدراسة هو تقييم الآثار الاقتصادية الكلية للسياسة النقدية غير التقليدية -برامج التيسير الكمي- التي اعتمدها بنك اليابان لفترة طويلة عندما كان الاقتصاد عالقا في سياسة سعر الفائدة الصفرية (ZLB)، لتتمكن من الإجابة على السؤال التالي: هل أن الاقتصاد الحقيقي ومعدل الفائدة على المدى الطويل يستجيبان لصدمة التيسير الكمي التي ترفع من الاحتياطات المحتفظ بها في بنك اليابان؟

فالدراسة اقترحت استراتيجية تحديد جديدة لتحليل آثار السياسة النقدية غير التقليدية عندما يكون الاقتصاد عالقا في (ZLB) من خلال اعتمادها على افتراضات تحديد غير قياسية لصددمات العرض والطلب الإجمالية، لتقوم بإدراج متغيرات السوق المالي (مثل العائد على المدى الطويل أو فروقات العائد أو أسعار الصرف) في التحليل أيضًا. وبالتالي فهي تركز على التأثيرات الهامة للتيسير الكمي على الاقتصاد الحقيقي.

فلتحليل آثار السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي عندما يكون سعر الفائدة على المدى القصير مقيداً بالحد الأدنى للصفر (ZLB)، تم تقدير نموذج شعاع الانحدار الذاتي الهيكلي (SVAR) حيث تم تضمين متغيرات الاقتصاد الكلي الخمسة التالية: مؤشر أسعار المستهلك الأساسي، مؤشر الإنتاج الصناعي الياباني، احتياطات البنك المحتفظ بها في بنك اليابان، العائد لمدة 10 سنوات من السندات الحكومية اليابانية وسعر الصرف الفعلي الحقيقي للين مقابل غيره من العملات.

ليتم تقدير نموذج (VAR) باستخدام بيانات شهرية خلال الفترة من مارس 1995 إلى سبتمبر 2010، وكان الدافع وراء بداية العينة هو حقيقة أن بنك اليابان قام أولاً بتخفيض سعر الفائدة إلى ما يقارب 1% في الثلاثي الثاني (1995) وبعد ذلك خفضت معدل السياسة إلى 0,5% خلال الثلاثي الرابع من سنة 1995. ففي الحالة المعيارية، اعتمدت الدراسة على تضمين ست فترات تأخير من المتغيرات المحلية في التقدير، والتي يبدو أنها كافية لالتقاط ديناميكيات النموذج باستثناء العائد على المدى الطويل، ليتم تعديل جميع المتغيرات موسميًا وإدراجها كمستويات لوغاريتمية.

أما فيما يتعلق بالأداة النقدية لبنك اليابان، فلم تقم الدراسة بتضمين معدل سعر الفائدة في نموذج (VAR) لأنه كان ثابتا وفي فترة سعر الفائدة الصفرية (ZLB) طول فترة الدراسة، وبدلاً منه تم التعامل مع احتياطات البنك من صكوك السياسة النقدية المحتفظ بها في بنك اليابان. وبالتحديد تم اختيار أرصدة الحسابات الجارية المستحقة للبنوك المحتفظ بها في بنك اليابان كمقياس للاحتياطات.

فتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- أن الصدمات الصغيرة والمتواضعة لسياسة التيسير الكمي تساعد على تحفيز الاقتصاد الحقيقي إلى حد ما، دون أن تؤدي إلى تضخم متزايد؛
- أن صدمة (QE) تؤثر بشكل إيجابي وملحوظ على الإنتاج الصناعي، حيث أنه وبعد حوالي عامين ارتفع الإنتاج الصناعي بنحو 0,4% بعد صدمة التيسير الكمي التي رفعت من الاحتياطات المحتفظ بها لدى بنك اليابان بنحو 7%؛
- صدمة التيسير الكمي لها تأثير ضعيف ومؤقت إلى حد ما على الناتج المحلي الخام ومستوى الأسعار؛
- أما فيما يتعلق بقنوات الإرسال المحتملة للسياسة النقدية غير التقليدية، فلم تسمح النتائج التجريبية إلا باستنتاجات محدودة؛

- انخفاض واضح وكبير في العائد طويل الأجل، والذي يمكن أن يؤدي إلى تحولات المحفظة؛
 - لا يوجد أي تأثير سلبي على سعر الصرف مما يشير إلى أن الآثار المحتملة لإعادة موازنة المحفظة -على الأقل من حيث التحولات نحو الأصول المقومة بالعملة الأجنبية - لم تكن فعالة في انخفاض قيمة العملة اليابانية؛
 - لا يوجد تفاعل كبير بين المجموع النقدي (M2) وصدمة التيسير الكمي، وهو ما يشير إلى النطاق المحدود لتأثير التوسع في القاعدة النقدية على الإنتاج ومستوى الأسعار من خلال التأثيرات المضاعفة للنقود، وهذا يفسره أن بنك اليابان ببساطة لم يقدّم بما يكفي من التسهيل الكمي لخفض سعر الصرف وبالتالي تعزيز النشاط الاقتصادي. أي أن التوسع النقدي الأساسي الذي نفذته بنك اليابان كان محصوراً في الاحتياطات التي تطلبها البنوك والجمهور ولو أن التوسع كان بما يتجاوز المبلغ الذي يطلبه الجمهور سيؤدي في الواقع إلى آثار كبيرة على الإنتاج والأسعار.

عاشرا: دراسة (MOUSSA, 2010)، بعنوان:

Assouplissement quantitatif ; quels enseignements tirer de l'expérience japonaise ?
 (Thèse pour le Doctorat ès Sciences Economiques), UNIVERSITÉ DE LA MÉDITERRANÉE (AIX-MARSEILLE II) Faculté des Sciences Economiques et de Gestion ; Ecole Doctorale de Sciences Economiques et de Gestion.

تناولت الدراسة تجربة بنك اليابان في سياسة التيسير الكمي بعد الأزمة المالية التي مر بها الاقتصاد الياباني في سنوات التسعينات وما يستخلص منها من دروس وما يمكن أن تقدمه كحلول لأكبر البنوك المركزية في العالم بعدما دفعت بها الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 إلى اعتماد سياسات نقدية غير تقليدية، بسبب تشابها مع اليابان في التسعينات وباعتبارها مرت بتجربة تيسير كمي حديث ولسنوات كافية للدراسة.

حيث قامت بتحليل الآثار الإجمالية لبرامج التيسير الكمي التي طبقتها بنك اليابان بين سنتي 2001 و2006 على النشاط الاقتصادي وعلى التضخم، وتمييز قنوات الإرسال المقترحة لهذه السياسة وقياس مدتها باستخدام منهجين منفصلين، وهذا من خلال تقسيم الأطروحة لثلاث فصول كمايلي:

في الفصل الأول: تم تحديد فعالية سياسة التيسير الكمي بشكل عام، هل نجحت في إخراج اليابان من الانكماش وتحفيز نشاطها؟ وهذا بالاعتماد على نموذج قياسي (MS-FAVAR)، وباستخدام بيانات: الناتج والرقم القياسي الاستهلاكي للأسعار وأسعار الفائدة. ليظهر النموذج بأن الزيادة في القاعدة النقدية خلال الفترة التي شملت تطبيق سياسة سعر الفائدة الصفري والتيسير الكمي، كان لها تأثير إيجابي على كل من الناتج والتضخم على الرغم من أن هذا التأثير عابر، إلا أنه يظهر أن السياسة النقدية السلبية (سعر الفائدة الصفري) كان من شأنها أن تزيد الركود سوءاً بشكل ملحوظ، وبالتالي كان للتسهيل الكمي على الأقل الفضل في منع النشاط من التدهور أكثر. لذا، عندما يدعي بنك اليابان أن التيسير الكمي لم ينتج عنه التأثيرات المرجوة، فمن المناسب أن نسأل ما إذا كانت هذه السياسة النقدية قد تم الحفاظ عليها لفترة كافية، يؤكد التأثير الإيجابي العابر المكتشف الفرضية القائلة بأنه كان ينبغي الحفاظ على التيسير الكمي لفترة أطول مما فعله بنك اليابان.

أما الفصل الثاني: فقد كان تنمة للفصل الأول من خلال تفصيل آثار التيسير الكمي على عدد كبير من متغيرات الاقتصاد الكلي والمالي، حيث تم استخدام نموذج (FAVAR) مع معلمات متغيرة بمرور الوقت (TVP-FAVAR) لتحليل صدمات السياسة النقدية في اليابان، فهذا النموذج يحتوي على ميزتين إضافيتين لتلك الموجودة في طراز (MS-FAVAR)

المستخدم في الفصل الأول، فبالإضافة لاستكشاف ردود فعل جميع المتغيرات الأساسية للعوامل يُمكن بفضل تنوع المعلمات في كل فترة زمنية، من اختيار الفترة المراد دراستها بطريقة مخصصة. وهذا ما سمح للدراسة بتحليل فترة التيسير الكمي بطريقة دقيقة. وهو ما يمكن من التوصل لأربع نتائج رئيسية:

أولاً: أن النموذج الذي تختلف فيه جميع المعلمات بمرور الوقت هو الأنسب لتحديد السياسة النقدية اليابانية على مدى العقدين الماضيين؛

ثانياً: تأثير التيسير الكمي على الناتج والأسعار أكبر مما تم العثور عليه سابقاً، وعلى وجه الخصوص كشف النموذج أن هناك رد فعل سريع وكبير للصدمة على القاعدة النقدية؛

ثالثاً: وعلى عكس نموذج الفصل الأول، أظهر أن قناة إعادة موازنة المحفظة لها دور كبير في نقل صدمات السياسة النقدية؛ رابعاً: يبدو أن التأثير الإيجابي والمهم على توقعات العملاء باستمرار التزام بنك اليابان بإبقاء معدلات الفائدة منخفضة، على الرغم من كونها عابرة، قد توقف على الأقل دوامة الانكماش.

أما الفصل الثالث: فقد ركز على التفاعل بين متغيرات الاقتصاد الكلي بما في ذلك متغير السياسة النقدية وهيكل أسعار الفائدة، باعتبار أن الهدف المتوسط لبنك اليابان هو خفض أسعار الفائدة الاسمية طويلة الأجل من خلال تثبيت التوقعات بمعدلات فائدة مستقبلية بمستوى منخفض بما يكفي وهو مستوى متوافق مع التضخم المعتدل ومستقر في المستقبل. فقناة التوقع هذه، المسماة بقناة "تأثير مدة السياسة"، لن يكون لها تأثير إلا إذا تمكن بنك اليابان من أن يكون ذا مصداقية في التزامه وبالتالي سيؤدي هذا التأثير إلى زيادة في التضخم المتوقع وانخفاض في أسعار الفائدة الحقيقية التي بدورها ستحفز الطلب الكلي.

وبالتالي في هذا الفصل قامت الدراسة بتحليل قدرة التيسير الكمي للوصول إلى الهدف النهائي لبنك اليابان، وهو الخروج من الانكماش واستئناف النشاط الحقيقي، باستخدام نموذج التمويل الكلي مع معلمات متغيرة الوقت (TVP-VAR)، واعتماد فجوة الناتج والتضخم كمتغيرات للاقتصاد الكلي، ليتمكن من الحصول على ثلاث نتائج رئيسية هي:

أولاً: يسלט الضوء على صحة نظرية التوقعات العقلانية، وهو شرط ضروري لفعالية قناة "تأثير مدة السياسة"؛ ثانياً: تُظهر نتائج تقديرات (TVP-VAR) أن متغيرات الاقتصاد الكلي لا تقدم سوى مساهمة صغيرة في تباين بنية أسعار الفائدة، خاصة خلال فترة التيسير الكمي. أما فيما يتعلق بتأثير العائد من أسعار الفائدة على متغيرات الاقتصاد الكلي، فقد بين النموذج أن تأثيرها ضعيف على التضخم، ويكون أكبر على الناتج؛

ثالثاً: من خلال التركيز على تأثير السياسة النقدية على منحنى العائد، يُظهر بأن مصداقية بنك اليابان زادت خلال فترة التسهيل الكمي، وهذا يعادل زيادة في مستوى منحنى العائد إذا أخذنا في الاعتبار سياسة إبقاء معدلات الفائدة منخفضة، وهذا يعني زيادة في التضخم المتوقع وبالتالي زيادة محتملة في إجمالي الطلب، في حين أن التأثير كبير إلا أن التأثير على التضخم لا يزال غامضاً بسبب مشكلة "لغز السعر" الذي يبدو أنه مرتبط بالعدد المحدود من متغيرات الاقتصاد الكلي التي تم النظر فيها في التحليل.

فخلصت الدراسة إلى أن سياسة التيسير الكمي كانت فعالة في تنشيط الاقتصاد ووقف دوامة الانكماش، ولها دور فعال في إبعاد الاقتصاد الياباني عن حالة الركود وبالتالي ساهمت في خروجه من الأزمة وهذا حتى عندما يصل سعر الفائدة الرئيسي إلى الصفر، بفضل كل من قناتي التوقعات وإعادة موازنة المحفظة اللتين كان لهما الدور الرئيس في نقل تأثيرات السياسة.

أما بخصوص الدروس الرئيسية التي يمكن استخلاصها من التجربة اليابانية فيمكن تلخيصها في:
أولاً: معالجة نقاط الضعف في القطاع المالي بشكل جذري وفوري؛
ثانياً: إجراء سياسة نقدية عدوانية؛

أخيراً: انتظار الوقت اللازم وعدم الاستعجال لتمكين سياسة التيسير الكمي من تحقيق أهدافها؛
تقترح التجربة اليابانية أنه يجب على بنك الاحتياطي الفيدرالي وبنك إنجلترا تأجيل خروجهما من هذه الاستراتيجية، والتي يجب تنفيذها في إطار برنامج محدد ووفقاً لأهداف رقمية واضحة.

الفرع الثاني: الدراسات التحليلية المتعلقة بالتجارب الدولية في السياسات النقدية غير التقليدية:

من أهم الدراسات التحليلية المتعلقة بآثار السياسة النقدية غير التقليدية -التيسير الكمي- على النشاط الاقتصادي للدول (اليابان، الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة، منطقة الأورو) نجد:

أولاً: دراسة (العشي و صديقي، 2018)، تطور أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بعد الأزمة المالية العالمية 2008، مجلة الدراسات الاقتصادية المعقدة

هدفت الدراسة إلى تسليط الضوء على كيفية تطور أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بعد الأزمة المالية العالمية 2008 بعد أن أثبتت أدوات السياسة النقدية التقليدية محدوديتها في معالجة الركود الاقتصادي الذي بدأ يسود عديد الاقتصادات. فشهدت السياسة النقدية غير التقليدية تطبيقاً واسع النطاق بعد الأزمة العالمية 2008، حيث أعلنت الحكومة الأمريكية على خطة انقاذ استعجالية للحد من تداعيات الأزمة على مؤسساتها المالية الكبرى من خلال تبني أدوات جديدة للسياسة النقدية لاتباعها بعد ذلك كل من بنك إنجلترا والبنك المركزي الأوروبي في حين كان بنك اليابان هو السباق في ذلك أي قبل حدوث الأزمة المالية، وهو ما يدل من الناحية النظرية أن هناك إجماع على أهمية هذه السياسة غير التقليدية. فاعتبرت الدراسة بأن الاقتصادي "كروكمان" 1998 أول من كتب حول السياسة النقدية غير التقليدية، كما أن بنك اليابان كان أول وآخر من طبق هذه السياسة.

فبنك الاحتياطي الفيدرالي تبني سياسة التيسير الكمي بداية بهدف تنشيط السوق المالي والحد من انهياره لينتقل بعدها إلى تنشيط الاقتصاد الحقيقي بتخفيض تكلفة الأموال لتشجيع التوسع في الانفاق والاستثمار.

ولتتمكن الدراسة من تحديد إطار عمل السياسة النقدية غير التقليدية حددت الأدوات الأساسية لها والتي قسمت حسب "برنانك وريهارت" في 2004 إلى ثلاث فئات هي:
-زيادة حجم ميزانية البنك المركزي والمعروف بالتيسير الكمي؛
-تغيير تركيبة ميزانية البنك المركزي والمعروف بالتيسير الائتماني؛
-عمليات أخرى تهدف إلى توفير ضمانات حول التوقعات المستقبلية لمعدلات الفائدة والمعروفة بالتوجيه المسبق.
للتوصل الدراسة بعد عرضها وتحليلها لمختلف أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وكيفية تطبيقها في مختلف الدول التي استخدمتها إلى:

-تأثير ونتائج الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية تختلف من اقتصاد لآخر، إلا أن أهم نموذج يقتدى به في فعاليتها هو النموذج الأمريكي حيث تمكن اقتصادها من الخروج من الأزمة فسجل معدلات نمو مستقرة كما انخفضت البطالة عما كانت عليه أثناء الأزمة إضافة إلى أن انخفاض قيمة الدولار جراء تطبيق هذه السياسة غير التقليدية ساهم بشكل كبير في انتعاش صادرات الولايات المتحدة الأمريكية؛

- مازال أمام منطقة اليورو تحديات لتواجهها رغم شروعها في تطبيق هذه السياسة غير التقليدية حيث بقيت معدلات التضخم سالبة وهذا إلى غاية الثلاثي الأول من سنة 2016 بسبب الاختلالات المسجلة في دول منطقة اليورو خاصة فيما يتمثل بأزمة الديون السيادية باليونان التي مازالت تثقل كاهل البنك المركزي الأوروبي، إضافة لتراجع الصادرات الأوروبية جراء ارتفاع قيمة الأورو.

-أدى انخفاض أسعار النفط إلى تراجع النمو الاقتصادي في الدول الناشئة خاصة في الصين، ما أدى بها إلى التنافس في التخفيض من قيمة عملاتها مقابل الدولار بتطبيقها لسياسة معدل الفائدة السالب لتعزيز صادراتها ولو على حساب الشركاء التجاريين وهو ما يعرف بحرب العملات، حيث نجد أن الولايات المتحدة الأمريكية هددت بفرض ضرائب جمركية تصل إلى 40% على السلع الصينية نتيجة التخفيض المتعمد والمستمر لليوان الصيني.

ثانيا: دراسة (صاري، 2018)، تقييم فعالية سياسة التيسير الكمي في تخفيف أثر الأزمات، مجلة الآفاق للدراسات الاقتصادية، جامعة العربي التبسي بتبسة، المجلد، المجلد رقم 3، العدد 2.

ركزت الدراسة على الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 والتحول في السياسة النقدية الذي أقدمت عليه مختلف البنوك المركزية في العالم، بتبنيها لأدوات غير تقليدية تمثلت في: سعر الفائدة الصفري، التيسير الكمي، التيسير الائتماني، التوجيه المسبق، والتدخل غير المحدود في سعر الصرف. فاعتبرت أن أداة التيسير الكمي الأداة الأكثر استخداما نظرا لفعاليتها وقلة تكلفتها وهذا من خلال عرضها لنماذج مختلفة من سياسة التيسير الكمي لكل من: بنك اليابان، بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، البنك المركزي الأوروبي وأخيرا بنك إنجلترا، والتي من خلالها تمكن من التوصل للآلية التي اعتمدت عليها هذه النماذج الأربعة في نقل أثر سياسة التيسير الكمي إلى النشاط الاقتصادي باستهدافها أسعار الفائدة طويلة الأجل بعد وصول أسعار الفائدة قصيرة الأجل لمستوى الصفر، عن طريق عمليات الشراء الواسعة للأصول طويلة الأجل ما أدى إلى زيادة أسعارها وتخفيض العائد عليها وهو ما دفع بالمستثمرين إلى الاستثمار في الاقتصاد الحقيقي بدل الأصول طويلة الأجل. لتتوصل الدراسة إلى أن لعمليات التيسير الكمي نتائج إيجابية وأخرى سلبية، فأما الإيجابية فتتمثل في:

- خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل على الأدوات المالية ذات العائد الثابت؛
- تغيير مسار التدفقات المالية من أدوات الاستثمار الثابتة إلى قطاعات الإنتاج الحقيقي؛
- خفض سعر صرف العملة بهدف الرفع من تنافسية الإنتاج المحلي وزيادة الصادرات؛
- تسهيل الائتمان البنكي للأسر والشركات بهدف زيادة الطلب الكلي لبعث النشاط الاقتصادي؛
- تقليل حجم أقساط الديون القومية التي تدفعها للدائنين.

وبخصوص النتائج السلبية فيمكن أن تكون:

- أسهمت هذه السياسة بشكل مباشر بإضعاف قيمة الدولار ورفع أسعار مختلف السلع على رأسها النفط والذهب؛

- يتوقع أن تعمل هذه السياسة على رفع التضخم لمعدلات قياسية؛
- قد تنتج آثار سلبية على اقتصادات الدول الناشئة نتيجة تدفق الاستثمارات إليها بسبب الفارق في معدلات النمو وبالتالي الفارق في العائد الذي ستحققه الشركات الأمريكية في هذه الأسواق الناشئة مقارنة بالسوق الأمريكية.

ثالثاً: (PICAULT, 2017)، بعنوان:

Three Essays on the Transmission of Monetary Policy in the Euro Area, (Thèse pour le Doctorat ès Sciences Economiques), Université École Doctorale - Sciences Économiques et de Gestion.

بسبب الانقسام المالي لدول منطقة الأورو تتفاعل المؤسسات النقدية والمالية بشكل غير متماثل مع قرارات البنك المركزي الأوروبي، وبما أن قرارات البنوك بشأن إصدار القروض المصرفية مرتبطة بتكاليف التمويل الخاصة بها فإن قناة نقل السياسة النقدية من خلال القروض المصرفية هي آلية مهمة لنقل قرارات السياسة النقدية بين دول الاتحاد الأوربي. ولمعالجة هذا المشكل هدفت الدراسة إلى تقييم قنوات نقل السياسات النقدية التقليدية وغير التقليدية للبنك المركزي الأوروبي وتأثيراتها على كل من الأسواق المالية والاقتصاد الكلي للدول الأعضاء، وهذا من خلال تقديمها وتحليلها لثلاثة مقالات:

-المقال الأولي درس تطور أنشطة 15 مؤسسة مالية أوروبية في سوق القروض المشتركة وردود الفعل على السياسات التقليدية وغير التقليدية التي يستخدمها البنك المركزي الأوروبي، معتمدة على بيانات ربع سنوية لتشمل العينة النهائية للدراسة على 19866 قرصاً قدمته 15 مجموعة مصرفية إلى 6873 شركة اقتراض بين عامي 2004 و 2014. وباعتبار أن اتصال البنك المركزي يتسم بأهمية قصوى في الاتحاد النقدي مع البلدان الأوربية غير المتجانسة، من حيث المواقف والثقافات الاقتصادية. ففي المؤتمرات الصحفية المنتظمة، يزود البنك المركزي الأوروبي المشاركين في السوق بأرائه حول التوقعات الاقتصادية ويُفصّل قراراته المتعلقة بالسياسة النقدية فيدرس المقالان الثاني والثالث من هذه الأطروحة قناة الإشارة للسياسة النقدية.

- المقال الثاني بعنوان: "قناة الإشارات: مقياس جديد لاتصال البنك المركزي الأوروبي" ل توماس رينو يركز على التواصل خلال المؤتمرات الصحفية الشهرية وتأثيراتها على إمكانية التنبؤ بقرارات السياسة النقدية وعلى عوائد الأسواق المالية وتقلبها، فيتوقع الوكلاء تنفيذ السياسات النقدية وتعديل سلوكهم وفقاً لذلك (بالإضافة إلى أسعار الأصول وأسعار الفائدة) مباشرة بعد الإعلان وقبل تنفيذه. فيقدم الجزء الأول من هذه المقالة تحملاً جديداً لقياس محتوى المؤتمرات الصحفية للبنك المركزي الأوروبي من خلال تحديد الجمل المرتبطة بموضوعين:

1-التوقعات الاقتصادية.

2-قرارات السياسة النقدية.

وبفضل التصنيف اليدوي ل 7.700 جمل من العبارات التمهيدية بين عامي 2006 و 2014، لتحسب لكل مجموعة من الكلمات احتمالية الانتماء إلى أحد الموضوعين مع ميل معين (إيجابي، محايد أو سلبي). ثم لكل مؤتمر صحفي، قامت بتجميع احتمالات مجموعات الكلمات في درجة واحدة خاصة بكل موضوع. وفي الجزء الثاني من المقال، قامت بمقارنة القياس

الجديد بطريقتين موجودتين باستخدام قاموس (Loughran & McDonald (2011) وقائمة كلمات من (Apel & Blix-Grimaldi (2012). باستخدام قاعدة اقتراحها تايلور (1993)، حددت المقالة إمكانية التنبؤ بقرارات السياسة النقدية المستقبلية باستخدام نموذج الاحتمال المنظم. حيث تعتبر إما التغيرات في السعر الرئيسي أو التغيرات في الأسعار الرئيسية والإعلانات عن السياسات غير التقليدية كمقاييس لقرارات السياسة النقدية. بعد ذلك، درست إمكانية التنبؤ بعوائد السوق المالية (Eurostoxx 50) وتقلبها (Vstoxx) في الأيام التالية لمؤتمر صحفي. أين عكس التدبير الجديد بشكل أفضل التواصل غير التقليدي للبنك المركزي الأوروبي، لا سيما بعد أزمة الديون السيادية في عام 2011.

والمقال الثالث ركز على استخدام التوجيه المستقبلي بشأن أسعار الفائدة، وهو اتصال غير تقليدي للبنك المركزي يوفر معلومات حول أسعار الفائدة قصيرة الأجل في المستقبل، ويقيم فعالية هذا الاتصال وقدرته على تخفيض أسعار الفائدة المتوقعة للمشاركين في السوق، حيث تم إرسال الخطاب غير التقليدي للبنك المركزي الأوروبي خلال المؤتمر الصحفي الذي عقد في 4 جويلية 2013: "يتوقع مجلس الإدارة أن تظل أسعار الفائدة الرئيسية للبنك المركزي الأوروبي عند مستوياتها الحالية أو الدنيا لفترة طويلة من الزمن t". ولتقدير أثر التزام البنك المركزي بإبقاء معدلات الفائدة الاسمية منخفضة، نستخدم مقايضات مؤشر ليلة وضحاها (OIS).

وبالنظر إلى أن الجزء المتغير من المقايضة هو سعر الفائدة بين البنوك في منطقة اليورو (EONIA)، يقيس مكتب خدمات المشاريع توقعات الوكلاء الاقتصاديين بالنسبة للمعدلات الرئيسية المستقبلية مع فترات استحقاق بين شهرين و10 سنوات.

لتحديد تأثير التوجيه، من الضروري فصل محتوى الاقتصاد الكلي للأخبار عن التأثير المرتبط بالتزام البنك المركزي وللقيام بذلك، قامت بنمذجة الاختلافات اليومية في معدلات (OIS) باستخدام نموذج (ARMAX) مع التحكم في التأثير المرتبط بمعلومات الاقتصاد الكلي من خلال توقعات التضخم على المدى المتوسط، تعتبر الدراسة أيضًا تسديدات (LTRO) كمتغير مستقل، حيث يمكن أن يؤثر انخفاض السيولة في سوق ما بين البنوك على توقعات أسعار الفائدة.

كما تأخذ بعين الاعتبار قرارات السياسة النقدية الأخرى التي أعلن عنها البنك المركزي الأوروبي ومنشورات الاقتصاد الكلي من منطقة اليورو والولايات المتحدة. لتقيس تأثير التوجيه المستقبلي وتكراره "الراسخ" لشهر يناير 2014 مع دراسة الأحداث، ليتم الحصول على العوائد غير الطبيعية من توقعات نموذج (ARMAX).

لتخلص الدراسة إلى النتائج التالية:

- نجحت قناة الإقراض المصرفي بالموازاة مع سياسات البنك المركزي الأوروبي غير التقليدية في تقليل قيود التمويل المصرفي، بينما كانت التدابير التقليدية غير فعالة؛

- تسهل السياسة النقدية غير التقليدية للبنك المركزي الأوروبي وصول البنوك إلى مصادر التمويل الأخرى، مما يقلل من القيود التي يفرضها مستوى عال من الاقتراض قصير الأجل. فالتدابير غير التقليدية تدعم عرض الائتمان مع تأثير إيجابي على مبالغ القروض، ولكن أيضًا هذا التأثير الإيجابي أقوى بالنسبة للبنوك التي تكون أقل رسمة؛

- توصلت إلى أن توقعات التضخم تفسر بشكل كبير قرارات السياسة النقدية المستقبلية بالتركيز على أسعار الأصول؛

- فقد تمكنت من المساهمة في توفير مقياس محدد لمحتوى المؤتمر الصحفي للبنك المركزي الأوروبي للفترة (2008-2014) من خلال الاحتمالات المرتبطة بمجموعات الكلمات المستعملة في اتصالات السياسة النقدية غير التقليدية فهذا التحليل يحسن بشكل كبير المقاييس الحالية للمحتوى وكذلك إمكانية التنبؤ بقرارات السياسة النقدية وتقلب أسواق الأسهم في اليوم التالي للمؤتمر الصحفي؛

- أن التوجيه المستقبلي كان له تأثير التزام سلبي على معدلات (OIS) مع استحقاق ما بين عشرة أشهر وثلاث سنوات، بغض النظر عن تأثير أخبار الاقتصاد الكلي السلبية.

رابعاً: دراسة (Kanga, 2017)، بعنوان:

QUELS SONT LES ENSEIGNEMENTS DES POLITIQUES MONÉTAIRES NON CONVENTIONNELLES ?, Revue française d'économie, Vol. XXXII, édit : 2.

هدفت هذه الدراسة إلى عرض تجربة البنك المركزي الأوروبي في تطبيقه للسياسة النقدية غير التقليدية من خلال أداة التيسير الكمي، وهذا بعدما فشلت سياسة سعر الفائدة في تحقيق الاستقرار المالي لمنطقة الأورو التي أصبحت تعاني من نقص في السيولة وانعدمت الثقة بين المتعاملين في السوق المالي. لذلك ركزت على سؤالين رئيسيين، الأول: يهتم بمفهوم السياسات غير التقليدية أما السؤال الثاني: فيتعلق بفعاليتها.

لتبين الدراسة بأن السياسة النقدية غير التقليدية قد يتم تنفيذها إما لتكامل سياسة سعر الفائدة أو لتستبدل بها، كما أن البنك المركزي الأوروبي وإلى غاية 2011 لم يعتبرها خلقاً جديداً للنقود الذي تحظره المادة 123 من اتفاقية لشبونة، بل مجرد عملية تعقيم لجزء من مشترياته. فالبنك المركزي الأوروبي من خلال سياسة التيسير الكمي لم يقتصر تمويله فقط على القطاع البنكي بل امتد ليشمل كل القطاع المالي (العمومي والخاص) ليتمكن من دعم التمويل قصير الأجل للتخفيف من التأثير السلبي المحتمل لمخاطر السيولة على توفر الائتمان للأسر والشركات في منطقة اليورو، وهو ما يضيف على العملية الطابع غير التقليدي.

لتتوصل الدراسة بأنه نتج عن تطبيق البنك المركزي الأوروبي للسياسة النقدية غير التقليدية آثار متعددة منها:

1- آثار مترتبة على الميزانية العامة للبنك المركزي الأوروبي:

يتضح تأثير السياسات غير التقليدية في تغيير حجم وهيكل الميزانية العامة للبنك المركزي الأوروبي، حيث تضاعفت ثلاث مرات تقريباً بين سنتي 2005 و2013، نتيجة زيادة التزاماته تجاه المؤسسات المالية لتدخله في سوق ما بين البنوك لمنطقة اليورو. ومع ذلك فقد أدى هذا التغيير في الميزانية العامة للبنك المركزي الأوروبي إلى تراكم احتياطات البنوك، فارتفعت النسبة بين تسهيلات ودائع البنك المركزي الأوروبي وحجم ميزانيته التي كانت تقل عن 0,4% سنة 2006 إلى 9,7% سنة 2008 و15,14% سنة 2011، في حين الأوراق النقدية المتداولة بعدما كانت تزيد عن 55% سنة 2006 انتقلت إلى 30,8% سنة 2012. لذلك قرر البنك المركزي الأوروبي تخفيض سعر الفائدة على الودائع إلى 0% في جويلية 2012 و -0,4% في مارس 2016 لتشجيعهم على تعبئة مواردهم لإقراض الوكلاء الاقتصاديين.

2- الآثار الاقتصادية الكلية للسياسات النقدية غير التقليدية:

تؤدي السياسات غير التقليدية عن طريق تغيير سعر الأصول، إلى التقليل من تكلفة رأس المال وتشجع على استرداد الاستثمار، فطالما كان هناك طلب على التمويل ينبغي لهذه السياسات أن تحفز إجمالي الطلب ونتيجة لذلك تساعد على خلق توقعات التضخم والحد من البطالة.

زيادة حجم الميزانية العامة للبنك المركزي الأوروبي تؤدي إلى زيادة الإنتاج في منطقة اليورو، إذ تشير التقديرات إلى أن الناتج المحلي الإجمالي الأوروبي ارتفع من نسبة 1,3% إلى 3,2% بعد زيادة بنسبة 3% في حجم الميزانية العامة للبنك المركزي الأوروبي.

كما يتراوح ارتفاع مؤشر الأسعار بين 0,2% و 1,5%. فيعتقد الباحث بأن تأثيرات السياسات النقدية غير التقليدية أكثر أهمية على الناتج أو التضخم مقارنة بسياسة سعر الفائدة.

فهذه السياسات عن طريق تحفيزها للنمو قللت من ارتفاع معدلات البطالة، الذي بدون تدخلات البنك المركزي الأوروبي كان معدل البطالة قد يكون أعلى بنسبة 0,6% (10,5% بدلا من 9,9%) بعد عامين ونصف من الأزمة المالية العالمية.

إضافة إلى ذلك فقد أدت السياسة النقدية التوسعية إلى:

- ارتفاع أسعار الأصول، حيث أدى شراء السندات المغطاة إلى الزيادة في أسعارها لمدة 10 سنوات بنسبة 15%، كما أدت الإعلانات المتعلقة بالسياسات المختلفة إلى زيادة مؤشرات البورصة (+ 0.10%) بشكل عام، ومؤشرات القطاع المصرفي (+ 0.14%)، لا سيما في إيطاليا وإسبانيا.

- خفض أسعار الفائدة في السوق ما بين البنوك بأكثر من واحد بالمائة ما أدى إلى زيادة حجم نشاطها، ومضاعفة معاملات شراء الأصول التي ستؤدي بدورها إلى انخفاض علاوة السيولة إذ يُقدر أن شراء الديون السيادية بنسبة 1% يقلل من علاوة السيولة بمقدار 23 نقطة أساس. وعلى وجه التحديد، يؤدي شراء أصول بقيمة 100 مليون يورو إلى انخفاض سعر الفائدة لمدة 10 سنوات بمقدار نقطة أساس واحدة في إيطاليا و 7 نقاط أساس في إيرلندا على المدى الطويل.

وعليه نخلص إلى أن عمليات ضخ السيولة وشراء الأصول تؤدي إلى تخفيف شروط تمويل البنوك. ونتيجة لذلك، من المتوقع أن تنخفض معدلات الإقراض وزيادة حجم الائتمان للأسر والشركات.

خامسا: دراسة (فتيحة و راشد، 2016)، سياسة التيسير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات-تجربة كل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية-، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي، الجزائر، العدد 11.

سلطت الدراسة الضوء على أحد أهم السياسات التي تستخدمها الدول للقضاء على ظاهرة الانكماش التي تسود اقتصاداتها، ألا وهي سياسة التيسير الكمي التي تعتبر أداة غير تقليدية للسياسة النقدية، من خلال عرضها لكل من تجريبي بنك اليابان وبنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بهدف التوصل لمدى نجاعة استخدام هذه الأداة غير التقليدية على اقتصاد كل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية بعد تعرضهما للأزمة المالية.

فاعتمدت الدراسة على المنهج الاستنباطي من خلال وصفها للظاهرة، حيث بدأت بتعريف التيسير الكمي وتحليل مفهومه لتنتقل بعدها إلى آليات ومحددات تطبيقه في الاقتصادات المختلفة، من ثم تحديد قنوات انتقال أثر هذه السياسة إلى الاقتصاد الحقيقي لتتطرق بعدها إلى المخاطر التي يمكن أن تتجها هذه السياسة.

لتقوم في الأخير باستعراض كل من تجربي اليابان التي كانت على مرحلتين: الأولى من سنة 1991 إلى سنة 1999 أما الثانية فامتدت من سنة 2001 إلى ما بعد 2006، وتجربة الولايات المتحدة الأمريكية التي بدأت من سنة 2008 وانتهت مع بداية سنة 2014.

لتتوصل من خلال عرضها وتحليلها للتجربتين إلى النتائج التالية:

- راهنت كل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية على أن نجاح سياسة التيسير الكمي يتم بالاعتماد على الأسواق المحلية أولاً ثم بعد ذلك تأتي الصادرات، وهو ما دفعها بتعزيز حجم الانفاق والاستثمار داخل البلاد.

- زيادة حجم الانفاق والاستثمار الداخلي أدى إلى انخفاض معدلات البطالة في الولايات م أ من 10% أواخر 2009 إلى 5,5% سنة 2014، كما نجحت اليابان في تحسين نمو الناتج المحلي وإن كان بنسبة أقل من المتوقع.

سادسا: دراسة (Neely, 2015)، بعنوان:

Unconventional monetary policy had large international effects, Journal of Banking & Finance, édit 52.

المساهمة الأساسية لهذه الدراسة تكمن في تقييم التأثير المشترك للسياسات النقدية غير التقليدية على عائدات السندات طويلة الأجل الدولية بالعملة المحلية وأسعار صرف الدولار المقابلة لها، بهدف تحديد القنوات التي من خلالها يمكن أن تؤثر عمليات شراء الأصول على أسعارها، فاعتمدت على تحليل ثلاث قنوات رئيسية متمثلة في: قناة السيولة، قناة الإشارة وقناة توازن محفظة الأوراق المالية. كما بينت بأن سلوك سعر الأصول المرصود يتوافق تقريباً مع الآثار المتوقعة لعملية شراء الأصول في نموذج توازن محفظة الأوراق المالية البسيط (PB) في ظل افتراض تعادل القوة الشرائية على المدى الطويل. فعلى الرغم من أن نماذج (PB) المقبولة الأخرى قد تنطوي على تأثيرات أكبر أو أصغر، فإن نموذج (PB) البسيط المستخدم هنا يوضح بأن هذه الآلية يمكن أن تنتج تأثيراً مهماً كميًا يتسق مع البيانات. حيث اعتمدت الدراسة في جمع بياناتها على:

- بنك التسويات الدولية (BIS) الذي يوفر بيانات يومية عن أسعار الفائدة الأمريكية والأجنبية.

- كما يوفر Haver Analytics عوائد السندات اليومية وتوقعات التضخم الضمني في الولايات المتحدة وأسعار الصرف اليومية وأسعار مؤشر الأسهم، أسعار الفائدة طويلة الأجل هي سندات الخزانة الأمريكية لأجل 10 سنوات، عائد ثابت، عائد موديز، وعوائد السندات الحكومية الأسترالية والكنديّة والألمانية واليابانية والمملكة المتحدة لمدة 10 سنوات، وأسعار الصرف بين: AUD / USD ، CAD / USD ، EUR / USD ، JPY / USD ، و GBP / USD.

- كما يعد بلومبرغ مصدر بيانات مبادلة التضخم للمملكة المتحدة ومنطقة اليورو. ويوفر Tickwrite أسعار العقود الآجلة خلال اليوم على سندات أسترالية وكنديّة وألمانية وبريطانية ويابانية وأميركية S&P 500 و خام غرب تكساس الوسيط.

- يوفر Disktrading بيانات سعر الصرف الفوري خلال اليوم على AUD / USD و CAD / USD و EUR / USD و GBP / USD و JPY / USD و USD.

لتتلخص الدراسة إلى النتائج التالية:

- أدت إعلانات السياسة النقدية غير التقليدية - شراء الأصول طويلة الأجل والتوجيه المستقبلي - إلى انخفاض كبير في العوائد الاسمية لعشر سنوات في أستراليا، كندا، ألمانيا، اليابان والمملكة المتحدة كما خفضت قيمة الدولار الأمريكي مقابل عملات تلك البلدان، ليتوافق انخفاض قيمة الدولار الأمريكي في الغالب مع الآثار المتوقعة للصدمات النقدية التقليدية للحوافر المماثلة. فهذه النتائج تعزز بشكل كبير فكرة أن البنوك المركزية تحتفظ بأدوات فعالة عند مستوى الصفر.
- كما كان للإعلان عن التأخيرات الطفيفة أو التخفيضات في برامج (LSAP) تأثيرات أقل بكثير من الإعلانات المرتبطة بعمليات الشراء لأنها لم تؤثر على التوقعات بشكل كبير، كما أن إعلانات السياسة لم تؤثر باستمرار على أسعار الفائدة الدولية بين عشية وضحاها.
- لا يبدو أن أسعار الأسهم والنفط تدعم الفرضية القائلة بأن العوائد قد انخفضت لأن إعلانات السياسة قللت من النمو الحقيقي المتوقع. وبدلاً من ذلك، يبدو من المرجح أن السياسات أثرت على أسعار الفائدة الطويلة من خلال تخفيض أسعار الفائدة القصيرة المستقبلية المتوقعة ومن خلال تأثير (PB) على السعر الأولي.
- فسرت الزيادة في العائدات الدولية التي شهدتها الفترة من مارس إلى جوان 2009، على أن تأثيرات السياسة غير التقليدية كانت قصيرة الأجل وبالتالي فهي غير مفيدة.
- في الواقع، يشير الارتفاع الموازي في أسعار الأسهم والنفط خلال نفس الفترة إلى أن هذه السياسات نجحت في زيادة الثقة والرغبة في المخاطرة.
- إن نجاح السياسات غير التقليدية في تخفيض أسعار الفائدة طويلة الأجل وقيمة الدولار يظهر أن البنوك المركزية ليست بلا أسنان عندما تصل أسعار الفائدة القصيرة إلى الصفر. ربما حفز انخفاض عائدات السندات الأجنبية وقيمة الدولار الأمريكي الاقتصاد الأمريكي من خلال قنوات التصدير.
- لتشير هذه النتائج إلى ضرورة قيام البنوك المركزية بتنسيق سياساتها غير التقليدية لتجنب الآثار المتناقضة أو التحفيزية بشكل مفرط.

سابعاً: دراسة (Trichet, 2013) ، بعنوان:

Unconventional Monetary Policy Measures: Principles—Conditions—Raison d'être,
International Journal of Central Banking, January 2013.

اهتمت الدراسة بتحليل فعالية السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي (ECB) خلال الأزمة المالية العالمية 2008، وهذا انطلاقاً من إحاطتها بالوضع النقدي، المالي والاقتصادي للفترة السابقة لظهور الأزمة لتقوم بعدها بتقييم دور السياسة النقدية في تحقيق الهدف الرئيسي المتمثل في استقرار المستوى العام للأسعار والدعم المقدم من الإجراءات غير التقليدية التي أدخلها (ECB) على سياسته منذ بداية الأزمة.

فتمكنت الدراسة من الفصل بين الإجراءات التقليدية وغير التقليدية للسياسة النقدية، حيث أثبتت الأزمة أن الأدوات التقليدية للسياسة النقدية غير كافية وجب دعمها بإجراءات غير تقليدية بهدف استعادة فاعلية قرارات أسعار الفائدة ونقلها، فهي ترى بأنه لم يشرع البنك المركزي الأوروبي في اتخاذ تدابير غير تقليدية لأن أسعار سياسته وصلت إلى مستوى الصفر أو

فعالية أدوات سياسته النقدية قد استنفذت بل إن تطبيق الإجراءات غير التقليدية أصبحت مطلباً لضمان نقل موقف السياسة النقدية بشكل أكثر فعالية إلى الاقتصاد الحقيقي باعتبار أن لسوق النقد في منطقة اليورو دور فاعل في نقل السياسة النقدية حيث ظهرت المخاطر على الفور بعد الأزمة ما أثر على تدفق الائتمان إلى القطاعات الإنتاجية في الاقتصاد - الأسر والشركات - ، حيث واجهت البنوك حالة من عدم اليقين بشأن قدرتها على ضمان توفيرها للسيولة والتمويل باليورو والعملات الأجنبية.

فهذه المخاوف بشأن تأثير مثل هذه التوترات على عرض الائتمان المصرفي في منطقة اليورو، مرده لاعتماد هذه الأخيرة على القروض المصرفية في تمويل الشركات بما يقارب 75%.

لتتوصل الدراسة للنتائج التالية:

- إن الإجراءات "غير التقليدية" هي:

أولاً: مستقلة تماماً عن إجراءات السياسة النقدية التقليدية؛

ثانياً: تهدف بالكامل إلى المساعدة في استعادة انتقال أفضل لسياسة أسعار الفائدة في أوقات الأداء غير الطبيعي للأسواق النقدية والمالية؛

ثالثاً: سياسة مؤقتة بطبيعتها.

- لو لم تشرع البنوك المركزية والسلطات العامة في اتخاذ إجراءات سريعة وحاسمة، كنا سنشهد ليس فقط ركوداً ولكن كساداً وإفلاساً لدول عظمى.

- مهما كانت الاختلافات الملحوظة فيما يتعلق: بالمناهج المفاهيمية للسياسة النقدية، القرارات المتخذة بشأن أسعار الفائدة، القنوات المختلفة المستخدمة فيما يتعلق بالإجراءات غير التقليدية. فإن حجم تلك التدابير غير القياسية مهم في جميع الاقتصادات المتقدمة الكبيرة المعنية.

المطلب الثالث: مقارنة الدراسة الحالية بالدراسات السابقة:

محمل الدراسات السابقة التي تم عرضها في المطلبين السابقين تناولت جانباً من الموضوع المعالج من خلال هذه الأطروحة، فمنها ما توقف على تقييم الآثار الاقتصادية الناتجة عن تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية، ومنها ما ركز على القنوات الرئيسية الناقلة لأثر هذه السياسة إلى الاقتصاد الحقيقي، فيما اختصت أخرى بتشخيص الظروف التي أدت إلى تطبيقها وتحليل طرق التطبيق من أجل تحديد الشروط الواجب توفرها والآليات (الأدوات) الفعالة لإنجاح هذه السياسة، كما نجد أن هناك من ركز على الآثار العابرة للحدود - التبادلية - بين الدول ذات الروابط الاقتصادية نتيجة تطبيق إحداها لسياسة نقدية غير تقليدية. ومن أجل إبراز مساهمة الدراسة الحالية ضمن الدراسات السابقة سيتم المقارنة وفق ما تم تقسيمه سابقاً بالنسبة للدراسات التي قامت بالتحليل النظري للآثار والسياسات، ومن ثم مقارنتها بالدراسات التي تناولت التقييم القياسي لها.

الفرع الأول: مقارنة الدراسة الحالية بالدراسات السابقة التحليلية المتعلقة بالتجربتين الدولية والجزائرية للسياسات النقدية غير التقليدية:

يمكن أن نعتبر جل الدراسات التي اهتمت بتحليل السياسات النقدية غير التقليدية بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وأثرها على الاقتصاد الحقيقي، امتدادا للأبحاث كل من: ريتشارد فيرنر، 1994 وبول كروغمان، 1998 بالإضافة إلى أعمال: وودفورد، 2002 وبرنانك ورينهات، 2004. التي تمكنت من وضع إطار نظري وعلمي يستند عليه في تطبيق مثل هذه السياسات النقدية غير التقليدية، كما لاقت اهتمام الكثير من الباحثين في دول مختلفة من العالم وكذلك بالنسبة للباحثين في الجزائر، حيث ركز كل من العشي وصديقي وكذا صاري على تطور أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بعد الأزمة المالية العالمية 2008 وكيفية تطبيقها في مختلف دول العالم، وتناولت فتيحة وراشدي من خلال تجربة كل من بنك اليابان وبنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية وكذا آليات ومحددات تطبيقها في الاقتصادات المختلفة لتتمكن من تحديد قنوات انتقالها للنشاط الاقتصادي.

وفي نفس السياق قام **Picault** بتقييم قناة الإشارة في نقل أثر السياسات النقدية غير التقليدية للبنك المركزي الأوروبي وهذا من خلال التوقعات للأسعار المستقبلية والتنبؤ بقرارات السياسة النقدية من جهة وكذا التوجيه المستقبلي بشأن أسعار الفائدة من جهة ثانية. أما **Neely** فقد حلل تأثير السياسات النقدية غير التقليدية على عائدات السندات طويلة الأجل الدولية وأسعار صرف الدولار المقابلة لها، ليستنتج بأن عمليات شراء الأصول طويلة الأجل تؤثر على أسعارها من خلال قنوات: السيولة، الإشارة وتوازن المحفظة. كما نجد بأن **Trichet** قد قام بتحليل فعالية السياسة النقدية غير التقليدية للبنك المركزي الأوروبي من خلال الإحاطة بالظروف السابقة للأزمة لتقوم بعدها بتقييم دور السياسة في تحقيق هدف استقرار المستوى العام للأسعار.

ومن خلال النماذج المقترحة والنتائج المتوصل إليها تم بناء نموذج للدراسة الحالية يجمع بين التقييم التحليلي للآثار والسياسات النقدية غير التقليدية مع التركيز على حالة الجزائر.

أما الدراسات التي أجريت في الجزائر فقد اعتمدت في تقييمها لسياسة التمويل غير التقليدي، على تشخيص الوضع الاقتصادي ومدى ارتباطه الوثيق بقطاع المحروقات الذي يعد المؤثر الرئيسي في التوازنات الكلية. فنجد بأن دراسة **يونسى ومدوخ** اهتمت بتحديد الدوافع التي أدت إلى تطبيق سياسة التمويل غير التقليدي ومدى تأثيرها على المستوى العام للأسعار وقارنتها مع تجربة كل من البنك المركزي الأوروبي وبنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، في حين نجد أن دراسة **بوجلال وديب** توصلت إلى أن سياسة التمويل غير التقليدي يمكن الاعتماد عليها كحل استثنائي لتغطية عجز الموازنة بشرط ربط الإصدار النقدي بحجم الطاقة الإنتاجية العاطلة وتوجيهه إلى القطاعات المنتجة. أما دراسة **هاني ووعيل** ركزت على تحليل الظروف الاقتصادية المرافقة لتطبيق هذه السياسة ومقارنتها مع الشروط الواجب توفرها.

في حين نحاول من خلال الدراسة الحالية إجراء تقييم شامل، بدءا بتشخيص واقع الاقتصاد الجزائري وظروف تطبيق سياسة التمويل غير التقليدي لتتمكن من تحليل هذه السياسة وأثرها على الاقتصاد الجزائري.

الفرع الثاني: مقارنة الدراسة الحالية بالدراسات السابقة القياسية المتعلقة بالتجربتين الدولية والجزائرية للسياسات النقدية غير التقليدية:

أغلب الدراسات القياسية التي تناولت السياسات النقدية غير التقليدية التي طبقتها كبرى البنوك المركزية العالمية بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، ركزت على آثارها الاقتصادية مما استدعى دراسة الروابط التي تتميز بها اقتصادات هذه الدول وإيجاد الحلول المناسبة التي تمكنها من تفعيل هذه السياسة لاجتناب حالة الركود الاقتصادي وكذا الآثار التضخمية لها هذا من جهة، وتحقيق استقرار مالي ونقدي بما يسمح بعودة النشاط الاقتصادي لسابق عهده من جهة ثانية.

ومن خلال تتبع لمجموع الدراسات التي تناولت الموضوع، وجدنا أن معظمها اعتمد في معالجته لمعطيات مختلف دول الدراسة على نماذج (ARDL و VAR)، كما ركزت اهتمامها على برامج التيسير الكمي المطبقة (حجم الإصدار النقدي والمدة الزمنية اللازمة للسياسة) وأسعار الفائدة المرافقة لها إضافة للقنوات التي تضمن تأثيرها على النشاط الاقتصادي الحقيقي.

ولنتمكن من تحديد المتغيرات التي تتطلبها دراستنا القياسية الحالية وكذا مسايرة المناهج المستخدمة من قبل الباحثين فقد تم تلخيص الدراسات القياسية المتعلقة بتجربة الجزائر وكذا التجارب الدولية في السياسة النقدية غير التقليدية ضمن الجدول التالي كما يلي:

الجدول رقم (2-7): ملخص الدراسات السابقة القياسية

الباحث	الفترة	الدولة	المنهجية	المتغيرات المستخدمة في الدراسة	نتائج الدراسة
(ربعي و رمضاني، 2020)	2008-2022	الجزائر	نموذج ARIMA-منهجية بوكس جنكينز (-Box Jenkins)	التضخم	التنبؤ ببلوغ معدل التضخم إلى 9,68%
(بن يحيى، زاير، و محفوظ، 2020)	2008-2015	الولايات المتحدة الأمريكية	نموذج ARDL	التضخم، الكتلة النقدية، سعر الفائدة، برامج التيسير الكمي الثلاث.	التيسير الكمي له أثر إيجابي ومباشر على معدل التضخم في المدى الطويل.
(عزالدين و عولمي، 2020)	2008-2018	الولايات المتحدة الأمريكية	نموذج ARDL	- المؤشر التجمعي للاستقرار المالي (AFSI). - التيسير الكمي كنسبة من إجمالي الاحتياطي الفيدرالي (QER).	التيسير الكمي له أثر إيجابي على المؤشر التجمعي للاستقرار المالي.
(رمضاني، ليرة، و ضيف الله، 2019)	1990-2018	الجزائر	نماذج الابطاء الزمني (Koyck-Almon)	الكتلة النقدية، إجمالي الناتج المحلي.	- عند زيادة M2 بـ 10% يرتفع PIB بـ 01%
(جديدن و بن حاسين، 2019)	1990-2018	الجزائر	نموذج ARDL	إجمالي الناتج المحلي، الرقم القياسي للأسعار، سعر الفائدة الرئيس، سعر فائدة الإقراض، الكتلة النقدية.	التمويل غير التقليدي يحتاج إلى اقتصاد قوي ومتنوع ليحقق الأهداف المرجوة منه، ولا يعد الطريقة المثلى والمناسبة للتمويل في الجزائر لآثاره السلبية المتوقعة على الاقتصاد ولوجود بدائل تمويلية أفضل يمكن

الاستعانة بما على غرار التمويل الإسلامي
والسوق المالي.

<p>اليابان: الكتلة النقدية، الناتج المحلي الإجمالي، مؤشر أسعار المستهلك، مؤشر نيكي لأسعار الأسهم، سعر صرف الين مقابل الدولار. كوريا الجنوبية: -صافي الصادرات من كوريا. ج إلى اليابان. - مؤشر (KOSPI). - KR / JPY</p>	<p>اليابان وكوريا الجنوبية</p>	<p>2017-1990 نموذج (Qual VAR) نموذج (TVP VAR)</p>	<p>(Ryou, Baak, & Kim, 2019)</p>
<p>-برامج التيسير الكمي في اليابان لا تؤدي إلى زيادة التضخم والناتج الوطني بقوة.</p>	<p>التضخم، الناتج المحلي الإجمالي، سعر الفائدة الرئيس، التغير في أسعار الأسهم، معدل الاحتياطي الفائض.</p>	<p>2016-1995 نموذج (SVAR)</p>	<p>اليابان (Koeda, 2019)</p>
<p>1-الالتزامات المحتفظ بها لأغراض السياسة النقدية المقدمة من البنك المركزي الأوروبي. 2-حصة السندات طويلة الأجل من إجمالي الدين الحكومي. 3-فترة العائد المتوقع للسندات طويلة الأجل. 4-الحصة (المتغيرة بمرور الوقت) من سندات منطقة الأورو طويلة الأجل التي تحتفظ بها بقية دول العالم. 5-حصة السندات الطويلة الأجل من بقية دول العالم التي يحتفظ بها سكان منطقة الأورو. 6-عائد السندات طويلة الأجل الصادرة في RoW.</p>	<p>نموذج التوازن العام العشوائي الديناميكي (DSGE)</p>	<p>2018-1999</p>	<p>منطقة اليورو (Hohberger, Priftis, & Vogel, 2019)</p>

<p>-عدم قدرة قناة سعر الفائدة على استهداف معدلي النمو الاقتصادي والتضخم. -فعالية قناة الإقراض المصرفي في استهداف التضخم فقط. - فعالية قناة سعر الصرف في استهداف التضخم ونسبة أقل النمو الاقتصادي.</p>	<p>إجمالي الناتج المحلي، الرقم القياسي للأسعار، سعر الفائدة الرئيس، سعر فائدة الإقراض، سعر الصرف.</p>	<p>-نموذج تصحيح الخطأ المتعدد (VECM). - نموذج شعاع الانحدار الذاتي (VAR).</p>	<p>الجزائر</p>	<p>2016-1990</p>	<p>(خلف الله، 2018)</p>
<p>سعر الصرف هو الأكثر تأثيراً على التضخم</p>	<p>الكتلة النقدية، سعر الفائدة، سعر الصرف.</p>	<p>نموذج ARDL</p>	<p>الجزائر</p>	<p>2016-2002</p>	<p>(أحمد، 2018)</p>
<p>التيسير الكمي فعال في تعزيز أسعار الأصول -إحدى قنوات النقل الرئيسية للتيسير الكمي -فإن ارتفاع أسعار الأصول قد لا يؤدي دائماً إلى ارتفاع التضخم، قد يسبق ارتفاع أسعار الأصول نظام تضخم منخفض.</p>	<p>تم الاعتماد على أربعة متغيرات مالية كمؤشرات محتملة للتضخم المستقبلي: الائتمان، سعر الأسهم، سعر العقارات السكنية وعوائد السندات.</p>	<p>-نُهج الإشارة بالاعتماد على منحنى خاصة تشغيل جهاز الاستقبال (ROC). - نُهج نمذجة الاختيار المنفصل بتقدير نموذج اللوغيت (LOGIT).</p>	<p>الولايات المتحدة واليابان والمملكة المتحدة وألمانيا وفرنسا وإيطاليا وهولندا وأستراليا والنرويج والسويد إسبانيا</p>	<p>2014-1985</p>	<p>(Haan & End, 2018)</p>
<p>نتائج إيجابية على كل من: معدلات التضخم، النمو، البطالة، مؤشر الأسهم.</p>	<p>المتغير المستقل: برامج QE. المتغيرات التابعة: الناتج المحلي الإجمالي، التضخم، البطالة، مؤشر الأسهم، مؤشر الدولار، الفائدة على السندات لأجل عشر سنوات، أسعار خام برنت</p>	<p>تحديد علاقة الانحدار والتباطؤ الزمني.</p>	<p>الولايات المتحدة الأمريكية</p>	<p>2016-2004</p>	<p>(جاسم الدعيمي و كامل جواد، 2017)</p>
<p>التيسير الكمي أدى إلى زيادة الإقراض المصرفي من خلال قناة الودائع، إلا أن البنوك الصغيرة أكثر استجابة للتغيرات في مستوى الودائع.</p>	<p>شملت الدراسة 30 مؤسسة مالية نشطة في سوق الإقراض في المملكة المتحدة. أين تم ملاحظة البنوك لمدة لا تقل عن 9 فترات وحد أقصى 92 فترة.</p>	<p>باستخدام بيانات لوحة -Pannel-</p>	<p>إنجلترا</p>	<p>2010-1989</p>	<p>(Joyce & Spaltro, 2014)</p>
<p>صددمات التيسير الكمي كان لها أثر إيجابي على الاقتصاد الياباني.</p>	<p>مؤشر أسعار المستهلك الأساسي، مؤشر الإنتاج الصناعي الياباني، احتياطيات البنك الاحتفظ بها في بنك اليابان، العائد لمدة 10 سنوات من السندات الحكومية اليابانية وسعر الصرف الفعلي الحقيقي للين مقابل غيره من العملات</p>	<p>نموذج شعاع الانحدار الذاتي الميكلي (SVAR)</p>	<p>اليابان</p>	<p>2010-1995</p>	<p>(Schenkelb erg & Watzka, 2013)</p>

الفصل الأول: للتيسير الكمي الفضل في

منع النشاط من التدهور.	الناتج المحلي، الرقم	الفصل الأول: نموذج (MS-FAVAR)			
الفصل الثاني: تأثير التيسير الكمي على الناتج والأسعار أكبر مما تم العثور عليه سابقاً، وعلى وجه الخصوص كشف النموذج أن هناك رد فعل سريع وكبير للصدمة على القاعدة النقدية.	القياسي للأسعار وأسعار الفائدة.	الفصل الثاني: نموذج (FAVAR)	اليابان	2006-2001	(MOUSSA, 2010)
فخلصت الدراسة إلى أن سياسة التيسير الكمي كانت فعالة في تنشيط الاقتصاد ووقف دوامة الانكماش.	+فجوة الناتج والتضخم.	الفصل الثالث: نموذج (TVP-VAR)			

المصدر: من إعداد الباحث

من خلال الجدول يمكن القول إن جل الدراسات التي أجريت بهدف تحليل أو تقييم أثر السياسات النقدية غير التقليدية على مختلف الاقتصادات الدولية أو ما يتعلق بتجربة الجزائر في التمويل غير التقليدي، لم تتفق على نوع واحد من المتغيرات بل تعددت وهذا حسب خصوصية كل اقتصاد والإشكال المراد الإجابة عنه. وعليه فإن الدراسات القياسية المقدمة فقد اعتمدت في نمذجتها على متغيرات: نقدية، مالية وأخرى اقتصادية كلية تمثلت فيما يلي:

- المتغيرات النقدية: بحيث تعتبر الكتلة النقدية M2 محور النماذج القياسية نتيجة التأثير المباشر للمعروض النقدي على الدورة الاقتصادية، تليها أسعار الفائدة التي تعد أهم قناة لنقل أثر السياسة النقدية ويضاف إليهما السيولة المصرفية باعتبارها من وسائل التوسع الائتماني وبالتالي تفعيل أدوات السياسة النقدية، كما نجد برامج التيسير الكمي (QE) لما لها من تأثير على حجم المعروض النقدي من جهة وأدوات السياسة النقدية وقنوات انتقالها من جهة ثانية.

- المتغيرات المالية: ممثلة في مؤشرات الأسهم وعوائد السندات على المديين المتوسط والطويل، حجم الائتمان والتغير في أسعار الأصول المالية إضافة إلى المؤشر التجميعي للاستقرار المالي.

- متغيرات الاقتصاد الكلي: ممثلة في الناتج الداخلي الخام (PIB) كمقياس للنمو الاقتصادي للدولة، المستوى العام للأسعار (IPC)، البطالة إضافة إلى التغير في سعر الصرف.

لنتوصل في الأخير بأن الدراسة الحالية تختلف عن الدراسات السابقة في جملة من النقاط أهمها:

1- من حيث الزمان والمكان:

نجد بأن الدراسات التي اعتمدنا عليها في دراستنا كانت موزعة بين بيئتين:

- بيئة أجنبية شملت دول: منطقة اليورو، الولايات المتحدة الأمريكية، إنجلترا واليابان حيث كانت فترات الدراسة محصورة بين الفترة الممتدة من 1985 إلى 2018.

- دراسات أجريت على تجربة السياسة النقدية غير التقليدية بالجزائر، وانحصرت فترات الدراسات بين الفترة الممتدة من 1990 إلى 2022.

أما ما يميز دراستنا عن هذه الدراسات، خاصة ما تمثل بدراسات البيئة الجزائرية بأنها تعد الأطول من حيث المجال الزمني، إذ قسمت لجزأين؛ الأول للدراسة الوصفية وامتد من سنة 2008 إلى 2020، في حين الجزء الثاني المخصص للدراسة القياسية فقد اعتمد على بيانات لمتغيرات الاقتصاد الكلي الجزائري للفترة من 1990 إلى غاية 2020.

2- من حيث نموذج الدراسة:

لو نظرنا للدراسات المتعلقة بالتجارب الدولية للسياسات النقدية غير التقليدية نجد بأنها لم تتفق على نموذج موحد للدراسة حيث اعتمد (بن يحيى، زاير ومحفوظ) و (عزالدين وعولمي) في دراستيهما على نموذج ARDL، في حين نجد أن كل من (Moussa، Schenkelberg، Koeda، Ryou) اعتمدوا على نماذج VAR.

أما (Hohberger) فاعتمد على نموذج التوازن العام الديناميكي DSGE، و (Haan) اتبع نهج تقدير نموذج LOGIT في حين استخدم (Joyce) نماذج PANEL، وطبق (جاسم الدعيمي و كامل جواد) علاقة الانحدار والتباطؤ الزمني.

وبالنسبة للدراسات المتعلقة بالتجربة الجزائرية فنجد بأنها تختلف عن دراستنا من حيث النموذج المتبع لقياس أثر السياسة النقدية غير التقليدية على الاقتصاد الجزائري، حيث نجد أن دراسة (ريمي) اعتمدت على منهجية بوكس جينكينز للتنبؤ بمعدلات التضخم المستقبلية، في حين اعتمد (رمضاني) على نماذج الابطاء الزمني Koyck-Almon لتحديد العلاقة بين معدل تطور الكتلة النقدية ومعدل نمو الناتج الداخلي الخام. أما (جديدن) و (أحمد) فاعتمدا في دراستهما على نموذج ARDL.

باستثناء دراسة (خلف الله) التي نجدها تتفق مع دراستنا باعتمادها على نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR.

3- من حيث متغيرات الدراسة:

تميزت دراستنا عن الدراسة السابقة المبينة في الجدول أعلاه، من حيث عدد متغيرات الدراسة وتنوعها خاصة عند مقارنتها بالدراسات التي خصت بتجربة الجزائر في السياسة النقدية غير التقليدية فنجدها أكثر شمولاً وتغطية لمتغيرات الاقتصاد الجزائري، فزيادة على المتغيرات المستخدمة في باقي الدراسات والمتمثلة في: معدل التضخم، معدل البطالة، الناتج المحلي الخام، الكتلة النقدية، سعر الخصم، وسعر الصرف فنجد أن دراستنا أضفت متغيرات لم يتم استخدامها في الدراسات المحلية مثل: رصيد الميزان التجاري، الدين العام الداخلي، والسيولة البنكية وهي متغيرات تعكس الأهداف التي طبقت من أجلها سياسة التمويل غير التقليدي.

وفي الأخير يمكن القول بأن هذه الدراسات قد ساهمت في تحقيق العديد من النقاط نلخصها فيما يلي:

- ضبط متغيرات الدراسة التي تساعدنا على الإحاطة بالموضوع وبالتالي الإجابة على الفرضيات محل البحث؛
- ضبط المصطلحات، خاصة ما تمثل بمفهوم السياسة النقدية غير التقليدية والتدابير المتخذة في إطارها؛

- التعمق في الموضوع والإحاطة به خاصة من الجانب المفاهيمي؛
- الاطلاع على مختلف النماذج القياسية المستخدمة في تحليل أثر السياسات النقدية غير التقليدية، ومنها يمكننا اختيار النموذج الأنسب لدراستنا؛
- الإلمام بالنتائج المتوصل إليها من الدراسات السابقة مما مكن من الانطلاق في الدراسة الحالية.

خلاصة الفصل:

تم من خلال هذا الفصل الوقوف على مجموعة من التجارب الدولية في السياسات النقدية غير التقليدية، وكذا عدد من الدراسات السابقة التي مست موضوع الدراسة في جانبه تحليل السياسات النقدية غير التقليدية وتقييم آثارها على مختلف الاقتصادات التي طبقتها، حيث تنوعت الدراسات التي تم الاطلاع عليها في طريقة معالجة الموضوع. فمنها ما ركزت على تحليل السياسة النقدية غير التقليدية من حيث مفهوماها، أدواتها وشروط تطبيقها وقنوات نقلها للتأثير على الاقتصاد الحقيقي باعتبارها سياسة حديثة العهد والتطبيق، إضافة إلى التحديد الدقيق لبرامج التوسع النقدي والفترة الزمنية الواجبة لها وصولاً لآليات الخروج منها.

كما اتجه الباحثون المهتمين بتحليل آثار السياسات النقدية غير التقليدية، إلى تقييمها من خلال التغيرات الحاصلة على مستوى المؤشرات المالية، النقدية والكلية للاقتصادات التي طبقتها بعد الأزمة المالية العالمية 2008، وحاول البعض قياسها من خلال القيام بدراسة قياسية تعتمد على تطور الكتلة النقدية الناجمة عن التسهيلات الكمية بفعل السياسات النقدية غير التقليدية وأثرها على المؤشرات الاقتصادية، مع اختيار النموذج المناسب حسب خصوصية كل دولة محل الدراسة.

وهو ما ستتم معالجته من خلال الفصل الرابع للأطروحة، بمزج جانبي التقييم المتمثلة في السياسة النقدية غير التقليدية من جهة، والآثار الاقتصادية المترتبة عنها من جهة أخرى بالتطبيق على حالة الجزائر، بعد لمسنا لغياب دراسات-حسب اطلاعنا- قامت بتقييم سياسة التمويل غير التقليدي المطبقة في الجزائر للفترة الممتدة من (2017-2022) والآثار الاقتصادية المترتبة عنها.

الفصل الثالث:

تمويل غير التقليدي كاتجاه حديث للسياسة
لنقدية بالجزائر

تمهيد

تعتبر الجزائر من الدول النامية التي تعتمد اقتصاداتها على قطاع المحروقات كمصدر رئيسي ووحيد للإيرادات، لذلك فإن اقتصادها بقي رهينة لأي تحركات في أسعار النفط بالرغم من محاولتها وجهودها المبذولة لتنويع مصادر الثروة.

حيث قامت بانتهاج سياسات اقتصادية بناء على ايدولوجياتها وتوجهاتها الفكرية فمن الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق، الذي تطلب منها مواكبتها بسياسات مالية ونقدية لتحفيز الطلب الكلي، الأمر الذي أنتج العديد من الإصلاحات في قوانين النقد والقرض بغية الوصول إلى سلطة نقدية وحيدة تضمن فعالية هذه السياسة على المؤشرات الكلية بما يحقق الأهداف الاقتصادية المرجوة.

إلا أنه وبعد انهيار أسعار النفط بداية من 2014، أصبح يشكل عجز الموازنة العامة ضغطا كبيرا على نمو الاقتصاد الجزائري بسبب الارتفاع المستمر للنفقات العامة وانخفاض ما يقابلها من إيرادات الجباية البترولية، ما انعكس بالسلب على الوضع المالي للبلاد.

فسجل رصيد الميزانية عجزا قدر بـ 1.234,70 مليار دينار سنة 2017، كما بلغ الدين العمومي الداخلي ما نسبته 28,8% من الناتج الداخلي مع نفاذ صندوق ضبط الإيرادات في منتصف السنة، وتراجعت السيولة المصرفية بشكل سريع لتبلغ 482,4 مليار دينار نهاية شهر أكتوبر 2017، (بنك الجزائر، التقرير السنوي 2017، 2018) مما اضطر الحكومة للبحث عن مصادر تمويل إضافية لضمان استمرارية مشاريع التنمية الاقتصادية وفي ظل انعدام مصادر تمويلية بديلة ومع استبعاد خيار التمويل الخارجي تبنت الحكومة الاتجاه الحديث للسياسة النقدية غير التقليدية عبر أداة التيسير الكمي تحت مسمى التمويل غير التقليدي من خلال تعديل قانون النقد والقرض بإضافة المادة 45 مكرر وفق القانون رقم 17-10 الصادر في 11 أكتوبر 2017 المتمم للأمر 03-11 الصادر في 26 أوت 2003 التي أعطت شكل جديد لعملية الإصدار النقدي المرتبط بالعلاقة التمويلية بين بنك الجزائر والخزينة العمومية، على الرغم من الاعتراض الذي طالها نتيجة آثاره السلبية المتوقعة على الاقتصاد الجزائري لاختلاف هيكله ومقوماته عن اقتصاديات الدول المتقدمة.

إذا سنقوم في هذا الفصل بتشخيص الوضع الاقتصادي للجزائر وتحليل سياسة التمويل غير التقليدي، بتقسيمه إلى مبحثين كالآتي:

المبحث الأول: تشخيص الوضع الاقتصادي بالجزائر؛

المبحث الثاني: تجربة التمويل غير التقليدي بالجزائر: الآلية والتطبيق.

المبحث الأول: تشخيص الوضع الاقتصادي بالجزائر:

يعاني الاقتصاد الجزائري منذ عقود من تبعية مفرطة لقطاع المحروقات والتي بدأت تظهر انعكاساتها السلبية في حياة المواطنين، في حين تواصل الحكومة تجاهلها للوضع الاقتصادي والاجتماعي بحجة تماوي أسعار النفط وانخفاض قيمة العملة المحلية وتراجع المداخيل وتمسكها بأحادية القرار دون الإصغاء إلى رأي الاختصاصيين والخبراء الاقتصاديين الذين دقوا ناقوس الخطر من وقت مبكر أين طالبوا الحكومة بالتخلي عن الأساليب القديمة في تسيير الاقتصاد الوطني وضرورة البحث عن الوسائل الكفيلة لمواجهة ذلك. حيث أصبح من الضروري الاعتماد على أساليب حديثة في التسيير تنصب على دعم الاصلاحات الاقتصادية وتأهيل الاقتصاد الوطني الأمر الوحيد الذي من شأنه أن يخفف من حدة الأزمات المتتالية ويُمكِّن من استغلال الموارد المتاحة وتعظيم المنفعة. لذا سنقوم في هذا المبحث بتشخيص الوضع الاقتصادي للجزائر وهذا من خلال: عرضنا للفرص المتاحة والتحديات الواجب حوضها لتحرير الاقتصاد الوطني من تبعيته لقطاع المحروقات، وتحليل للدوافع والأسباب التي مهدت لتطبيق آلية التمويل غير التقليدي.

المطلب الأول: الاقتصاد الجزائري: الفرص والتحديات:

إن الوضع المالي الصعب الذي تشهده الجزائر اليوم ليس واقعا فرض نفسه ينبغي مساييرته أو حالة ظرفية ستنتقضي بمرور الوقت، بل هو نتيجة تراكمات فكرية وايدولوجية فرضتها خيارات وسياسات أصحاب القرار الذين تداولوا على السلطة لعقود من الزمن ولم يتمكنوا من تحرير الاقتصاد الجزائري من تبعيته لقطاع المحروقات رغم توفره على العديد من البدائل والفرص التي لو استغلت لمكنتنا من بناء اقتصاد حقيقي قادر على خلق الثروة، لذا سنحاول في هذا المطلب تسليط الضوء على أهم ما يميز الاقتصاد الجزائري من نقاط قوة ونقاط ضعف والتحديات التي تنتظر أصحاب القرار فيه، من خلال:

الفرع الأول: نقاط قوة الاقتصاد الجزائري:

رغم الأزمة المالية التي بدأت تظهر ملامحها على المؤشرات المالية للاقتصاد الجزائري والعجزات المسجلة بدءا من سنة 2014، إلا أن ذلك لم يمنع تميز الاقتصاد الجزائري ببعض نقاط القوة التي لو استغلت لجعلت منه اقتصادا رائدا في العالم، فالموقع الاستراتيجي الهام لاقتصادها والمساحة الشاسعة التي ترتب عليها والتي تفوق 2,4 مليون كم² جعلت منها الدولة الأولى عربيا وإفريقيا من حيث المساحة وهو ما أدى إلى وفرة الموارد الأولية خاصة الطاقوية، إضافة إلى هيمنت فئة الشباب على بنية السكان وإقبالهم على التعلم يضمن استدامة توفر القوى العاملة الكفؤة نظرا لعدد خريجي الجامعات الجزائرية سنويا، كما نجد أن الاقتصاد يتمتع بقوة شرائية كبيرة إذ يعتبر سوق مفتوح (ثقافة استهلاكية) ووضع مالي مقبول رغم الضغوط الخارجية والداخلية. كما يمكننا أن نسجل بعض الخصائص الإيجابية التي يمكن تسمينها ومن أهمها:

1-تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر PME إذ قدر ب 1.093.170 مؤسسة صناعية منتصف 2018، مقابل 1.074.503 مؤسسة نهاية 2017، و 1.022.621 مؤسسة نهاية 2016، مقارنة ب 687.386 مؤسسة نهاية 2012 أي بزيادة بلغت 59%. في الوقت الذي تراجع فيه عدد مؤسسات القطاع العام من 561 مؤسسة سنة 2012 إلى 438

مؤسسة نهاية 2016، ثم إلى 262 مؤسسة نهاية 2018، نتيجة عمليات إعادة الهيكلة المستمرة للقطاع الصناعي وعمليات الخصخصة التي تجريها الحكومة الجزائرية منذ عدة سنوات. (Ministère de l'Industrie et des Mines, Bulletin d'information Statistique de la PME ,2012,2016,2017,2018)

2- أما بخصوص القطاع الزراعي فنجد أن إنتاج الحبوب أصبح يحتل مكانا استراتيجيا في النظام الغذائي وفي الاقتصاد الوطني، إذ بلغت مساحة الحبوب معدل سنوي يبلغ 40% من المساحة الزراعية الإجمالية، إذ نجد أن المساحة المزروعة بالحبوب خلال الفترة الممتدة من (2010-2017) قدرت بنحو 3,4 مليون هكتار بزيادة 6,25% مقارنة بالفترة الممتدة من (2000-2009) أين قدرت بنحو 3,2 مليون هكتار، كما قدر معدل إنتاج الحبوب بنحو 41,2 مليون قنطار، بزيادة قدرها 26% مقارنة بالفترة (2000-2009) حيث بلغ معدل الإنتاج 32,6 مليون قنطار. (وزارة الفلاحة والتنمية الريفية، 2018)

كما نجد أنه خلال الفترة الممتدة من (2010-2017)، ارتفع منتج الطماطم الصناعية بشكل كبير بنسبة 136% نتيجة تحسن إنتاجية الهكتار الواحد، وزاد معدل إنتاج الخضروات حيث بلغ 121%، بالإضافة إلى اتساع المساحة المخصصة للأشجار المثمرة بنسبة 47%.

3- أما بالنسبة للثروة الحيوانية فهي الأخرى تمتاز بالتنوع حيث نجد 5 أنواع رئيسية لتربية المواشي وهي: الأبقار والأغنام والماعز والإبل والخيول، وقد بلغ مجموع الرؤوس لجميع الأنواع خلال الفترة الممتدة من (2000-2009)، حوالي 24,5 مليون رأس، وارتفع هذا العدد ليلعب 33,6 مليون رأس خلال الفترة الممتدة من (2010-2017)، أي بمعدل زيادة 37%.

وخلال الفترة الممتدة من (2010-2017)، تمثل الأغنام 78% من مجموع الماشية بنحو 26,4 مليون رأس، ويأتي الماعز في المرتبة الثانية (14%) التي تمثل 4,8 مليون رأس، تليها الأبقار والتي تبلغ 1,9 مليون رأس (بما في ذلك الأبقار الحلوب بنسبة 52%) ما يعادل 6% من مجموع المواشي، أما الجمال والخيول فتمثل على التوالي 1% و 0,5% من مجموع المواشي.

وقدرت نسبة العاملين في قطاع الزراعة والثروة الحيوانية في الجزائر، بنحو 12,78% من إجمالي اليد العاملة نهاية 2018، مقابل 12,73% و 12,83% سنتي 2016 و 2017 على التوالي، كما شكلت القيمة المضافة في قطاع الزراعة نسبة 12,21% و 12,27% من الناتج المحلي الإجمالي سنتي 2016 و 2017. (وزارة الفلاحة والتنمية الريفية، 2018)

4- تتوفر الجزائر على إمكانات سياحية هائلة غير مستغلة، إذ لم تبلغ الاستثمارات المرصودة لهذا القطاع المأمول منها رغم تنوع المحيط السياحي المستقطب، فنجد مثلا الصحراء الكبرى مثل: تمنراست وجبال الحقار والطاسيلي ناخر وتيميمون، الآثار الرومانية في تيمفاد وتيبازة وجميلة والأحياء القديمة من المدن مثل قسبة الجزائر.

وبالتالي فقد بلغت إيرادات السياحة الدولية إلى الجزائر ما نسبته 0,46% من إجمالي صادرات البلاد سنة 2017، مقارنة بـ 0,75% سنة 2016، بنحو 2,5 مليون سائح في 2017، وقد بلغ نصيب السياحة الصحراوية منها 170 ألف سائح؛ شكل الأجانب منهم 20 ألف سائح، وقد ارتفع عدد السائحين الكلي بمعدل 18% مقارنة بسنة 2016، وساهمت السياحة بنسبة 1,5% من الدخل الوطني، بقيمة 330 مليون دولار. وقد تم تسجيل تقديم 1.649 مشروع فندقي، تم قبول

791 ملف منها، والباقي ظل قيد الدراسة، بطاقة استيعاب تتجاوز 300 ألف سرير بحلول 2025، حيث شهدت سنة 2017 دخول 65 فندقا حيز الخدمة. (الحوار، 2018)

5-وفرة اليد العاملة بشقيها الفني والتقني، إذ بلغ إجمالي القوى العاملة في الجزائر (15-64 عامًا) في نهاية 2017 نحو 12,26 مليون نسمة، منها 16,8% تعمل في قطاع البناء، و60% في التجارة، الإدارة والخدمات، و 8,6% في الفلاحة و 13,9% في قطاع الصناعة. (الديوان الوطني للإحصائيات، نشرية رقم 48، 2018)

وقد شهدت الجزائر تحسنا ملحوظاً في معدل البطالة إذ انتقل من 29,8% سنة 2000 ليصل إلى أدنى مستوياته في 2017 بمعدل 11,7%. إلا أن القطاع العام يواصل لعب دور مهم في امتصاص القوى العاملة، حيث استقطب نحو 42% من إجمالي الموظفين سنة 2017 (بنك الجزائر، التقرير السنوي 2018، 2019، صفحة 154).

6-تعد الجزائر مورداً رئيسياً للطاقة في العالم، وبالتالي فهي قادرة على إنتاج كل الطاقة التي تحتاجها لتطورها، فبالإضافة للنفط والغاز والكهرباء قد تصبح الطاقة الشمسية أكثر أهمية وأفضل بديل في ظل زيادة الاستهلاك وتراجع احتياطات النفط، كما أنها ستوفر كمية أكبر من النفط والغاز للتصدير أو الإنتاج وقد يؤدي إنتاج الطاقة الشمسية على نطاق واسع إلى تصدير الكهرباء إلى أوروبا وهو ما تطمح إليه الجزائر من خلال مشاركتها في مشروع DESERTEC ، الذي يهدف إلى إنتاج الطاقة الشمسية في شمال إفريقيا وتوزيعها في الأسواق الأوروبية ، إلا أن مستقبل هذا المشروع لم يتأكد بعد.

7-تمتلك الجزائر بنية تحتية لا بأس بها، إذ ساهمت مخططات التنمية المتعاقبة بدءاً من سنة 2000 نتيجة ارتفاع إيرادات النفط إلى إنشاء مطارات جديدة، طرق سريعة وسكك حديدية وأنظمة نقل حضرية جديدة. حيث تم الانتهاء من الطريق السيار شرق غرب كما شرع في تحديث خطوط السكك الحديدية القائمة والتخطيط لإنشاء خطوط جديدة بما في ذلك خطوط عالية السرعة تصل بين المدن الرئيسية الكبرى، ليتم تشغيل شبكة المترو في مدينة الجزائر بعد فترة طويلة من التأجيل.

الفرع الثاني: نقاط ضعف الاقتصاد الجزائري:

بذلت الدولة الجزائرية مجهودات كبيرة بهدف تحرير الاقتصاد الجزائري من تبعية قطاع المحروقات، فسنت القوانين ورصدت الأموال وسطرت البرامج التنموية التي استهلكت ما يعادل 28.012 مليار دينار بنهاية 2014، إلا أن الخلل للاقتصاد الجزائري يستنتج بأن كل ذلك لم يحدث أي تغيير على واقع الاقتصاد الذي لا يزال يعاني من عديد نقاط الضعف التي لم تعالج بشكل جدي وأصبحت متلازمة بالاقتصاد الجزائري والتي نجد من أهمها:

1-اقتصاد مديونية: يعد الاقتصاد الجزائري اقتصاد مديونية، حيث تركز معظم السياسات الاقتصادية فيه على تسيير أزمة المديونية وإدارتها التي ما تزال تشكل قيда وتؤثر على طبيعة القرارات الاقتصادية المتخذة.

2-اقتصاد ريعي: إن الاقتصاد الجزائري هو اقتصاد ريعي بامتياز إذ يعتمد على تصدير الموارد الأولية (بترو، غاز) وهذا على حساب استراتيجية التصنيع ما جعله يبقى رهينا للإيرادات المحققة في أسواق النفط الدولية، ووفقاً لبيانات البنك الدولي، فقد

بلغ الناتج المحلي الإجمالي 213 مليار دولار سنة 2014 ومع انخفاض أسعار النفط تراجع إلى 160 مليار دولار سنة 2016، ليتحسن بعض الشيء سنة 2018 ويرتفع إلى 170 مليار دولار (البنك الدولي، إجمالي الناتج المحلي للجزائر (القيمة الحالية بالدولار الأمريكي)) بسبب التحسن النسبي لأسعار النفط في الأسواق الدولية، واستقرارها عند مستويات قاربت الستين دولار للبرميل بدءاً من سنة 2017.

ف نجد أن هذه الخاصية ساهمت بصورة غير مباشرة في عدم تنوع الاستثمار الأجنبي وبقي يتركز فقط في قطاع الطاقة الأمر الذي أضعف حجم القطاع الصناعي خارج المحروقات (أقل من 10% من الناتج الداخلي الخام)، إضافة إلى ضعف أداء المؤسسات الجزائرية وتنافسيتها ما قلل من حضورها على مستوى الأسواق العالمية.

كما يظهر جلياً تأثير قطاع المحروقات على الوضع المالي للاقتصاد الجزائري من خلال تتبعنا لرصيد احتياطي الصرف الذي نجد بأنه انخفض إلى 80 مليار دولار سنة 2018 بعد ما بلغ 194 مليار سنة 2013. (بنك الجزائر، التقرير السنوي 2018، 2019، صفحة 164)

3- اقتصاد تطورت فيه آليات الفساد: في ظل غياب الهيئات المستقلة المشرفة على مراقبة وتقييم النشاط الاقتصادي، أضحت آليات الفساد تؤثر على حركية النشاط الاقتصادي وتحد من كفاءة السياسة الاقتصادية وتعطل المنظومة القانونية والتشريعية الاقتصادية، فقد ازدادت شبكات السوق الموازي وتنامت أحجام الثروات التي تتحرك في قنواته فهذا الوضع أضعف قدرة الدولة المؤسسية كما زرع عنصر الثقة فيها.

4- الاقتصاد الجزائري من حيث الصادرات: يتميز الاقتصاد الجزائري بالطبيعة الأحادية لهيكل الصادرات، إذ يعتمد أساساً على حصة الصادرات النفطية التي تقدر في أسوأ الأحوال بـ 95% من إجمالي عائدات الصادرات الجزائرية، وهو الأمر الذي جعل الاقتصاد الجزائري شديد الحساسية للتغيرات في الأسعار العالمية للنفط من جهة وللتغيرات في قيمة عملة التقييم (سعر الصرف) من جهة ثانية، ألا وهو الدولار الأمريكي، فضلاً عن التركيز السلبي فإن الصادرات تمتاز بتركيز جغرافي كبير إذ يتم التصدير إلى دول معينة منها: الدول الأوروبية، والولايات المتحدة، واليابان.

5- الاقتصاد الجزائري من حيث الواردات: تتميز الواردات الجزائرية بتنوع هيكلها وبضرورة للحياة (استهلاك أفراد، استهلاك إنتاجي) ما رفع من نسبة الإنفاق على الواردات، وتتميز أيضاً بالتركيز المكاني العالي، ذلك أننا نجد حوالي ثلثي الواردات الجزائرية مصدرها الاتحاد الأوروبي، وهو ما يدل على أن واردات الجزائر مقيمة في معظمها بالعملة الأوروبية.

6- اتساع القطاع الموازي وتحكمه في السوق: يوظف الاقتصاد غير الرسمي نحو 40% من القوة العاملة الجزائرية، ولا يشمل ذلك المعاملات المرتبطة بالسلع الاستهلاكية فحسب وإنما أيضاً المدخلات الصناعية للمشاريع الصغيرة والمتوسطة ولطالما كان القطاع غير الرسمي موازياً - وفي الواقع مدججاً في - الاقتصاد الرسمي الذي تسيطر عليه الدولة حيث تتدفق السلع في كلا الاتجاهين وله تأثير في جميع القطاعات الاقتصادية. فالسوق السوداء ليست خفية على الدولة، وغالباً ما يعترف المسؤولون الحكوميون بالدور الذي تلعبه، فلديهم أساليب للتعايش معها مع أن هناك إمكانية لاستئصالها. وقد يضر وجود قطاع غير

رسمي كبير بمصلحة الدولة على صعيد إيرادات الضرائب إلا أنها أيضاً تخفف من مسؤولية الدولة لتوفير فرص العمل والسلع الاستهلاكية، وقد يؤدي هذا الوضع إلى إضعاف مصداقية الحكومة وشرعيتها.

7- ضعف المنظومة البنكية: يعتبر القطاع المالي الجزائري مغلقاً بسبب هيمنة البنوك العمومية بنحو 95% من عمليات الوساطة المالية ما أدى إلى تضيق وبطء حركة رؤوس الأموال داخلياً أو إلى الخارج، ورغم صدور القوانين والتشريعات التي تمهد للصيرفة الالكترونية إلا أن انعدام ثقة الأفراد في المنظومة البنكية وضعف الرقمنة حالاً دون انتشارها وبالتالي بقي استعمال النقد هو المسيطر.

الفرع الثالث: معالجة التحديات المواجهة للاقتصاد الجزائري:

فبمعرفة نقاط القوة والضعف التي يمتاز بها الاقتصاد الجزائري نقول إن معظم الإصلاحات الاقتصادية التي شملته كانت في التشريعات والقوانين ولم تطبق على أرض الواقع بالشكل الذي يضمن لها تحقيق أهدافها وبالتالي نقول إن على السلطة لو أرادت بالفعل أن تحرر الاقتصاد الجزائري من تبعية قطاع المحروقات فيمكنها ذلك من خلال:

1- التحول الفعلي من اقتصاد القطاع العام إلى اقتصاد السوق، بالعمل على تأهيل القطاع الخاص من حيث القدرات التمويلية واستيعاب النواحي الفنية وبالتالي ترسيخ ثقافة التصنيع للمستثمر الجزائري وجعله قادر على البحث والتطوير واستخدام التكنولوجيا ما يجعله قادراً على المساهمة وبفاعلية في استراتيجية التصنيع بعدما كان ينحصر نشاطه على التجارة والأخص الاستيراد.

2- محاربة الفساد الذي أصبح من مميزات التسيير في الجزائر، إذ لا يمكن تطوير القطاع الصناعي المحلي أو استقطاب الاستثمار الأجنبي الحقيقي في ظل وجود قطاع (سوق) موازي يتغذى على الاقتصاد الحقيقي بل أصبح بديلاً له وينال ثقة المستهلكين والمنتجين على حد سواء، الأمر الذي يتطلب إجراءات عملية من أهمها:

- إنشاء هيئات رقابة مستقلة تشرف على رقابة المال العام من حيث مصادره وأوجه إنفاقه.
- إصلاحات هيكلية لقطاع المالية.
- تعميم الرقمنة على كافة الأنشطة الاقتصادية.

3- التحرر من الاقتصاد الريعي، بالتسيير الجيد لإيرادات قطاع المحروقات في الأمدن المتوسط والبعيد وبالتالي تجنب الصدمات الناتجة عن تقلبات أسعار النفط في الأسواق العالمية من جهة، والعمل على بناء قاعدة إنتاجية تقوم على قطاعي الزراعة والصناعة والعمل على تحرير أنشطة الإنتاج والتوزيع في هذين القطاعين من سيطرة البيروقراطية الإدارية من جهة ثانية.

4- إيجاد حل فعلي ونهائي لمشكل البطالة الذي يورق مختلف فئات المجتمع، من خلال إيجاد فرص عمل دائمة وفعالة توافق بين احتياجات سوق العمل ومخرجات المؤسسات الجامعية والتكوينية، وبالتالي استغلال أمثل للكفاءات الفكرية والمهنية ودمجها في الدورة الاقتصادية عوض دفعها للتفكير بالهجرة خارج البلاد.

5- ضرورة تعزيز حجم السوق بتنفيذ الاندماجات الإقليمية المتكافئة الفرص، من خلال تفعيل الاتفاقات المبرمة مع الدول العربية والافريقية بما يضمن تنويع بنية التجارة الخارجية خارج قطاع المحروقات عوض اتفاق الشراكة مع الاتحاد الأوربي الذي لا يخدم الاقتصاد الجزائري بشكله الحالي، وكذا تسريع عملية الاندماج في الاقتصاد الرقمي الذي بإمكانه أن يعطي دفعا لمعدلات النمو.

6- ضرورة اقتناع السلطات العمومية بما توصلت إليه النظرية الاقتصادية والتجارب الملموسة، بأن الدولة لا تستطيع أن تفعل أحسن من السوق فيما يتعلق باستخدام الموارد بكفاية وفعالية، فالعالم اليوم في اقتصاد مفتوح تشهد الأسواق فيه منافسة قوية من الصعب الولوج إليها إلا بالموازنة بين: فتح المجال لآليات السوق مقابل تدخل الدولة في الأوقات الضرورية.

المطلب الثاني: دوافع وأسباب تطبيق آلية التمويل غير التقليدي بالجزائر:

في ظل التبعية التامة للاقتصاد الجزائري بقطاع المحروقات، شكّل انخفاض أسعار النفط ابتداء من سنة 2014 أين انتقل من 110 دولار للبرميل في منتصف 2014 إلى أقل من 40 دولار نهاية 2015 صدمة كبيرة على الاقتصاد الوطني (بنك الجزائر، التقرير السنوي 2015، 2016، صفحة 14)، وهو ما اتضح من خلال التراجع المسجل في أهم المؤشرات المالية والنقدية التي تميز الاقتصاد الجزائري.

لذا سنحاول من خلال هذا المطلب تحليل الوضع المالي والنقدي وكذا السياسة النقدية للفترة من بداية الأزمة المالية العالمية، أي من سنة 2008 إلى غاية سنة 2017، التي اعتبرت مجتمعة من الأسباب التي دفعت بالحكومة إلى تطبيق سياسة التمويل غير التقليدي بالجزائر.

الفرع الأول: مؤشرات الوضع المالي للاقتصاد الجزائري:

بعد سنة 2000 شهد الاقتصاد الجزائري انتعاشا مرده لارتفاع أسعار النفط في الأسواق العالمية نتجت عنه وجود فوائض مالية كبيرة راهنت الحكومة على استمراريتها، فبادرت بتدارك الأوضاع المتردية للبلاد الناتجة عن العشرية السوداء من خلال شروعها في سياسة الإنعاش الاقتصادي المعتمد على التوسع في الإنفاق الحكومي بشقيه التسييري والتجهيزي، بإطلاق العديد من البرامج التنموية متمثلة في: برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي (2001-2004) رصد له مبلغ 525 مليار دينار، برنامج تكميلي لدعم النمو الاقتصادي (2005-2009) الذي رصد له مبلغ 6.273,00 مليار دج وبرنامج توطيد النمو الاقتصادي (2010-2014) رصد له مبلغ 21.214,00 مليار دينار بما يعادل 286 مليار دولار (عابد، 2016)، وأخيرا تم وضع المخطط الخماسي للتنمية (2015-2019) الذي رصد له نحو 262 مليار دولار.

إلا أن رصد مثل هذه المبالغ الضخمة ورهن تمويلها بموارد إيرادات الجباية البترولية سرعان ما ظهرت انعكاساتها السلبية على المؤشرات المالية للاقتصاد الجزائري نتيجة تراجع أسعار النفط في الأسواق العالمية.

أولاً: تحليل تطور رصيد ميزانية الدولة وإجمالي الدين الداخلي:

تعتمد الميزانية العامة للدولة بشكل مباشر على إيرادات الجباية البترولية كمصدر رئيسي للتمويل بما يقارب 60% من حجم الإيرادات العامة إذ يمثل النفط 90% من صادرات الجزائر، وعليه فإن عدم الاستقرار الذي شهدته أسعار النفط في الأسواق العالمية بدءاً من سنة 2014 والذي يمكن أن نرجع أسبابه إلى: (جديدن، 2019)

- إنتاج النفط الصخري بأمريكا الشمالية الذي ارتفع بحوالي 4,4 مليون برميل يوميا خلال الفترة الممتدة من (2008-2014)؛

- أدت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 إلى تراجع معدل النمو السنوي في اقتصادات بعض الدول، خاصة المنتجة منها كدول الاتحاد الأوروبي والصين وهو ما أدى إلى انخفاض الطلب الكلي العالمي؛

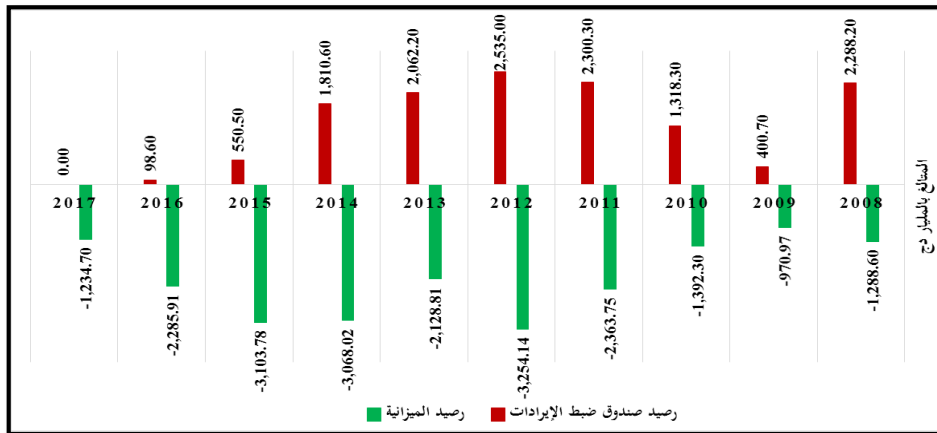
- اتساع الفجوة بين الطلب والعرض، نتيجة إصرار بعض الدول المنتجة للنفط على احتفاظها بنفس حجم الانتاج وهذا دفاعاً منها على حصتها السوقية؛

- الارتفاع التدريجي لمؤشر صرف الدولار مقابل الأورو والعملات الأخرى.

كان له الأثر السلبي على المؤشرات المالية للاقتصاد الجزائري نتيجة انخفاض مداخيل الجباية البترولية التي تعد أهم مصدر لتمويل ميزانية الدولة الأمر الذي أحدث عجزاً متتالياً على مستوى رصيدها، بحيث انتقل عجز الميزانية من 1.288,60 مليار دينار سنة 2008 إلى 3.103,78 مليار دينار سنة 2015، ليشهد بعد ذلك تراجعاً خلال سنتي 2016 و2017 ليقدّر بـ 1.234,7 مليار دينار ما يعادل نسبة 6,64% من إجمالي الناتج الداخلي. أين كان يتم الاقتطاع لتمويل العجزات المسجلة في المالية العامة من "صندوق ضبط الإيرادات" الذي تم إنشاؤه سنة 2000 ضمن سياسة استحداث الصناديق الخاصة، وهو عبارة عن حساب تخصيص خاص يفتح ضمن حسابات الخزينة ويقيّد تحت رقم 103-302 (الجريدة الرسمية، العدد 37، 2000). حيث تم اقتطاع مبلغ 4.711,00 مليار دينار في 2013 ثم 2.965,7 مليار دينار في 2014 ليليه 2.886,00 مليار دينار في 2015 ليقتطع في 2016 مبلغ 1.387,00 مليار دينار، في حين كان آخر اقتطاع من هذا الصندوق 784 مليار دينار لتمويل عجز الرصيد الإجمالي للخزينة العمومية لسنة 2017 ويستنفذ بعدها رصيد الصندوق كلياً (فايزة، 2019).

والشكل الموالي يوضح لنا تطور رصيد الميزانية ورصيد صندوق ضبط الإيرادات:

الشكل رقم (3-1): تطور رصيد الميزانية وصندوق ضبط الإيرادات (2008-2017)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: بيانات وزارة المالية <https://www.mf.gov.dz/index.php/fr/solde-global-du-tresor>

ويرجع السبب الرئيسي لاستمرار العجز في رصيد الميزانية إلى الفارق المسجل بين الإيرادات المتناقصة والنفقات المتزايدة، وهو ما نلمسه من خلال قدرة الإيرادات العامة على تغطية النفقات فبعدما كانت نسبة التغطية خلال سنوات 2008 و2009 تقدر بـ 70% و77% على التوالي، انخفضت إلى 56% و59% سنوات 2014 و2015 أين وصل مستوى العجز لأعلى مستوياته، لتعاود الارتفاع من جديد سنة 2017 إلى 83% وهو ما نلاحظه من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (3-1): وضعية عمليات الخزينة العمومية (2008-2017).
الوحدة: (مليار دينار)

السنة	2008	2009	2010	2011	2012
إجمالي إيرادات الميزانية	2,902.44	3,275.36	3,074.64	3,489.81	3,804.03
إيرادات المحروقات	1,715.4	1,927.0	1,501.7	1,529.4	1,519.04
إيرادات خارج المحروقات	1,187.04	1,348.36	1,572.94	1,960.41	2,284.99
إجمالي نفقات الميزانية	4,191.05	4,246.33	4,466.94	5,853.56	7,058.17
نفقات التسيير	2,217.77	2,300.02	2,659.07	3,879.20	4,782.63
نفقات التجهيز	1,973.28	1,946.31	1,807.87	1,974.36	2,275.54
السنة	2013	2014	2015	2016	2017
إجمالي إيرادات الميزانية	3,895.31	3,927.74	4,552.54	5,011.58	6,047.88
إيرادات المحروقات	1,615.90	1,577.73	1,722.94	1,682.55	2,126.98
إيرادات خارج المحروقات	2,279.41	2,350.01	2,829.6	3,329.03	3,920.90
إجمالي نفقات الميزانية	6,024.13	6,995.76	7,656.33	7,297.49	7,282.63
نفقات التسيير	4,131.53	4,494.32	4,617.00	4,585.56	4,677.18
نفقات التجهيز	1,892.60	2,501.44	3,039.33	2,711.93	2,605.45

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: بيانات وزارة المالية <https://www.mf.gov.dz/index.php/fr/solde-global-du-tresor>

فنجد أن إجمالي إيرادات الميزانية في تزايد مستمر خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى 2017، حيث بلغت إيرادات الميزانية سنة 2017، 6.047,88 مليار دينار مقابل 5.011,58 مليار دينار في 2016 بارتفاع يقارب 20,7%، وهذا الارتفاع في الإيرادات مرده إلى ارتفاع جباية المحروقات بـ 444,43 مليار دينار بما يمثل نسبة 26% و التي تساهم في إجمالي الإيرادات بحوالي 35%، وبما يقارب 65% للإيرادات خارج المحروقات التي بلغت في نفس السنة 3.920,90 مليار دينار بزيادة نسبتها 17,7% مقابل 3.329,03 مليار دينار في 2016 وتمول 53,4% من النفقات الكلية مقابل 45,6% في 2016 و 36,7% في 2015، كما نجدتها تغطي نفقات التسيير بمعدل 83,8% مقابل 72,6% في 2016.

ويعود الارتفاع في الإيرادات خارج قطاع المحروقات إلى الإيرادات غير الضريبية المتمثلة في مجملها في أرباح بنك الجزائر التي بلغت مساهمتها 62,4% والتي انتقلت من 610 مليار دينار في 2016 إلى 920 مليار دينار سنة 2017 مقابل 37,6% بالنسبة لمساهمة الإيرادات الضريبية التي سجلت ارتفاعا بنسبة 7,3% في 2017 مقابل 5,4% في 2016 منتقلة من 2.482,2 مليار دينار في 2016 إلى 2.663,1 مليار دينار سنة 2017 (بنك الجزائر، التقرير السنوي 2017، 2018، صفحة 145).

أما فيما يخص النفقات العامة فهي الأخرى سجلت تطورا ملحوظا من 4.191,05 مليار دينار سنة 2008 إلى 7.656,33 مليار دينار سنة 2015، لتشهد بعدها نوعا من الاستقرار لتسجل انخفاضا طفيفا بنسبة 0,2% من مبلغ 7.297,5 مليار دينار في 2016 إلى 7.282,63 مليار دينار في 2017 وهذا مرده للارتفاع المسجل في نفقات التسيير بنسبة 2% لتبلغ 4.677,18 مليار دينار، مقابل انخفاض نفقات التجهيز من مبلغ 3.039,3 مليار دينار في 2015 إلى 2.711,9 مليار دينار في 2016 وإلى 2.605,45 في 2017.

وعليه يمكن القول إن التذبذب الحاصل من جانب الإيرادات في هذه الفترة يرجع بالأساس إلى الاعتماد الكلي على الجباية البترولية وبالتالي جعل مداخيل البلاد تبقى رهينة لتغيرات أسعار المحروقات في الأسواق الدولية، أما في جانب النفقات فنقول إن استقرارها النسبي خاصة بدءا من سنة 2014 مرده لتحكم الدولة في نفقات التسيير حيث قامت بالضغط على حجم الانفاق من خلال تجميدها للتقاعد المسبق وتقليص المناصب المالية للتوظيف في القطاع العام وتثبيت الأجور من جهة، وتجميدها لعدد المشاريع التنموية غير الاستعجالية التي كانت مبرمجة في المخطط الخماسي (2014-2019) من جهة ثانية.

وبالموازاة مع استمرار تراكم العجز الموازي راهنت الحكومة على المواصلة في سياستها المالية التوسعية نتيجة التزاماتها الاجتماعية نخص بالذكر سياسة الدعم الاجتماعي حيث حافظت على قيمة التحويلات الاجتماعية التي رصدت لها مبالغ معتبرة كما هي مبينة في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-2): مبالغ التحويلات الاجتماعية (2014-2017) الوحدة: (مليار دينار)

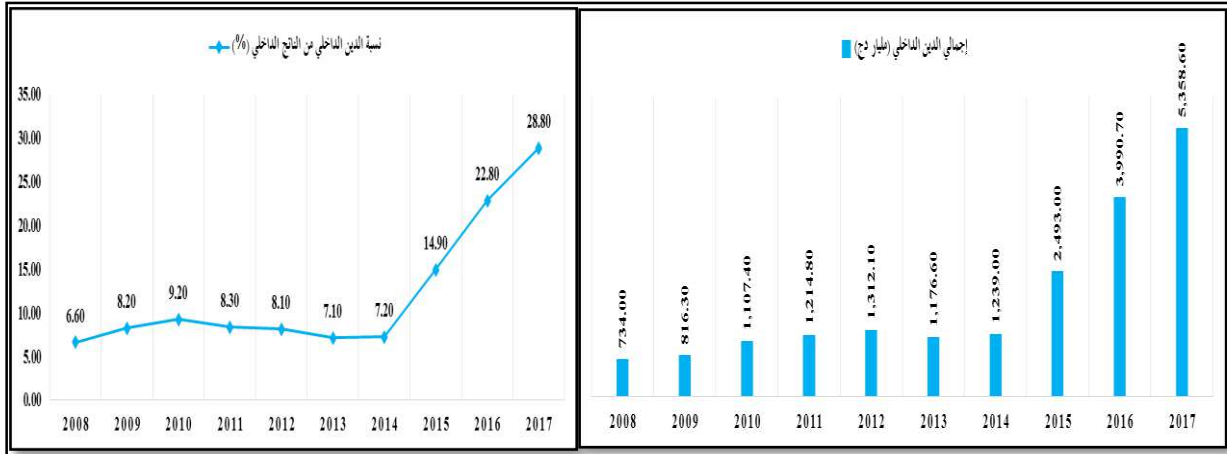
التعيين	السنة	2014	2015	2016	2017
التحويلات الاجتماعية		1.609,123	1.830,314	1.841,570	1.624,923
نسبتها من (PIB %)		9,3 %	11 %	9,8 %	8,4 %

المصدر: بيانات وزارة المالية وقوانين المالية.

كما رصدت مبلغ 65 مليار دولار ضمن برنامج الاستثمار العمومي في قطاع البناء الهادف إلى إنجاز 1,6 مليون وحدة سكنية في حدود سنة 2019. (ضيف و بن يحي، 2017)

الأمر الذي أدى إلى زيادة تفاقم الأزمة بارتفاع الدين الداخلي لينتقل من 734,00 مليار دينار سنة 2008 ما نسبته 6,60% من إجمالي الناتج الداخلي إلى 1.176,60 مليار دينار سنة 2013 ثم إلى 5.358,6 مليار دينار سنة 2017 ليصبح يعادل ما نسبته 28,8% من إجمالي الناتج الداخلي كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (3-2): تطور إجمالي الدين الداخلي (2008-2017)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على - بنك الجزائر، التقرير السنوي 2017 التطور الاقتصادي والنقدي، جويلية 2018، ص 147.
- بنك الجزائر، التقرير السنوي 2013 التطور الاقتصادي والنقدي، نوفمبر 2014، ص: 222.

وأمام هذا الوضع المالي الصعب حاولت الحكومة اللجوء لبعض الحلول التمويلية العاجلة آملة في تعافي أسعار النفط في القريب العاجل ومنها: (روشو، 2020)
-تحصيل قرض خارجي لفائدة الخزينة العمومية من البنك الافريقي يقدر ب 105 مليار دينار؛
-تسيقات من بنك الجزائر لفائدة الخزينة العمومية والتي قدرت ب 276 مليار دينار في 2015 و 280 مليار دينار في 2016؛
-ترشيد الانفاق الحكومي في جميع القطاعات خاصة العمومي منها؛
-قيام بنك الجزائر بدفع فوائد الخزينة العمومية والتي قدرت ب 610 مليار دينار في 2015 و 919 مليار دينار في 2016.
إلا أن هذه الإجراءات لم تكن مجدية واستمر العجز ما اضطرها للتفكير من جديد في حل فعال، وهو ما تم من خلال تبني سياسة التمويل غير التقليدي.

ثانيا: تحليل تطور رصيد مستوى ميزان المدفوعات:

ظهر أيضا تأثير انخفاض أسعار النفط، على أرصدة حسابات ميزان المدفوعات ليسجل الحساب الجاري وكذا الرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات أول عجزا لهما منذ سنة 2000 وذلك سنة 2014 حيث قدر ب 9,277 مليار دولار و 5,881 مليار دولار على التوالي، والسبب الرئيسي وراء ذلك هو الارتفاع المفرط في الواردات التي انتقلت من 39,48 مليار دولار سنة 2008 إلى 58,58 مليار دولار سنة 2014 مسببة عجوزات متتالية في رصيد الميزان التجاري لكل من سنتي 2015 و 2016 ب 17,03 و 17,06 مليار دولار على التوالي، بحيث نجد أن نسبة تغطية الصادرات للواردات قد تراجعت من 201% سنة 2008 إلى 64% سنة 2016 . ليتراجع بعدها العجز إلى 10,86 مليار دولار سنة 2017 وهذا مرده في الأساس ليس لارتفاع الصادرات وإنما للإجراءات التقييدية التي اتبعتها الحكومة في سياستها التجارية الخارجية والتي نذكر منها:

- سياسة التعويم المحكوم للدينار الجزائري أمام العملات الرئيسية المعتمدة من قبل بنك الجزائر، وتراجع قيمة الدينار إلى مستويات قياسية مقابل الدولار والأورو، حيث انخفض صرف الدينار سنة 2015 إلى 107,13 للدولار و117,06 للأورو بعدما كان يقدر بـ 87,90 للدولار و107,05 للأورو في سنة 2014؛
- تسقيف العديد من الواردات عبر وضع نظام رخص الاستيراد؛
- إلزام كافة وكلاء السيارات بالاستثمار محليا وتقليص حصص الاستيراد.

فهذا العجز المسجل في الميزان التجاري انعكس بدوره على رصيد الحساب الجاري لميزان المدفوعات الذي سجل هو الآخر لأربع سنوات متتالية عجزا انتقل من 9,27 مليار دولار سنة 2014 إلى 22,1 مليار دولار سنة 2017، أين بلغت نسبته من إجمالي الناتج الداخلي 13% وهو ما يعكس وجود فائض في إجمالي النفقات الداخلية مقارنة بإجمالي الدخل الوطني المتاح أو عدم كفاية الادخار مقارنة بالاستثمار، فكل هذه المؤشرات بطبيعة الحال سيكون لها تأثير سلبي على الرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات الذي عرف تراجعا متسارعا، فبعدما كان يشهد فائضا سنة 2012 قدر بـ 12,06 مليار دولار سجل أول عجز له سنة 2014 قدره 5,881 مليار دولار لينتقل إلى 21,76 مليار دولار سنة 2017، فكل هذه المعطيات تعكس لنا مدى تحكم أسعار النفط في أرصدة ميزان المدفوعات بحيث نجد أن الصادرات خارج قطاع النفط (التنوع السلعي) لا يزال بعيد عن المأمول ويحتل نسبة ضعيفة لم تتعدى 5% في أقصى التقديرات من مجموع الصادرات وهذا بسبب ضعف الهيكل الإنتاجي من جهة كما أن دخول الأسواق الدولية يتطلب دراسة استباقية وكذا مؤسسات قادرة على التأقلم والتطور والمنافسة في الأسواق العالمية من جهة ثانية إضافة إلى الدور الداعم الذي يمكن أن تقوم به الدولة في هذا المجال من خلال دعم الدبلوماسية الخارجية وكذا مرافقة وتوجيه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة القادرة على الإنتاج في بعض القطاعات التي تمتاز بها الجزائر عن غيرها من دول العالم. وأخيرا يمكن أن نلخص تطور أرصدة ميزان المدفوعات في الشكلين التاليين:

الشكل رقم (3-3): تطور رصيد الميزان التجاري ورصيد ميزان المدفوعات (2008-2017)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: بيانات وزارة المالية <https://www.mf.gov.dz/index.php/fr/solde-global-du-tresor>

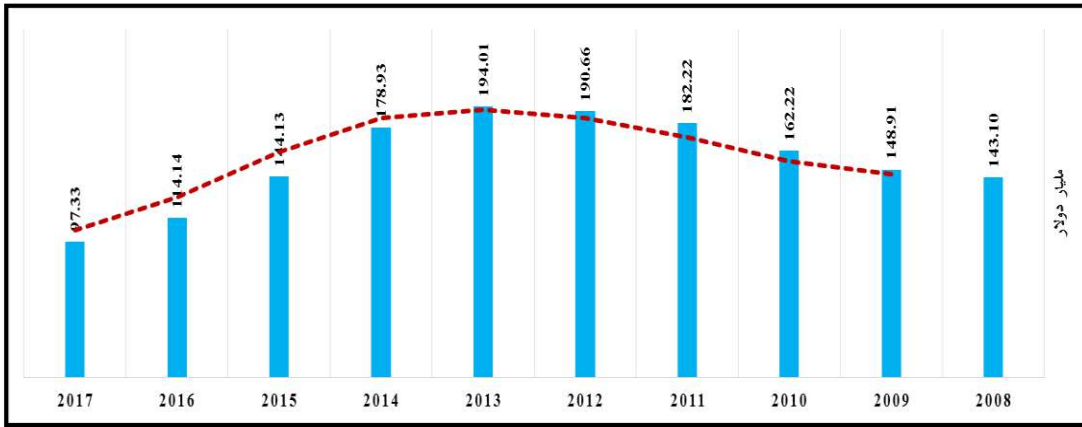
ثالثا: تطور مستوى احتياطي الصرف والدين الخارجي:

أدت العجزات المستمرة لميزان المدفوعات بدءا من سنة 2014 إلى تآكل احتياطيات الصرف وتراجعها فبعدما بلغت 178,94 مليار دولار نهاية سنة 2014، انتقلت إلى 144,13 مليار دولار سنة 2015 ثم إلى 114,14 مليار دولار نهاية 2016، لتنتهي عند 97,33 مليار دولار نهاية 2017 وهو ما يغطي وارداتنا من السلع والخدمات لمدة 20 شهرا قادمة، فهذه الاحتياطيات وفي ظل غياب إنتاج وطني قادر على تغطية الواردات تعد جدار الأمان وقدرة الاقتصاد على مجابهة تراجع أسعار النفط.

أما عن أسباب استمرار تراجع احتياطيات الصرف فتعود بالأساس لارتباطها الوثيق بالعجز المسجل في ميزان المدفوعات الذي يحسب حركة رؤوس الأموال والعملية الصعبة التي تخرج من الجزائر وتدخل إليها وهذا من خلال حساب عمليات التصدير والاستيراد المتعلقة بالسلع والخدمات وتحويل أرباح الشركات إلى الخارج وكذا عمليات إدخال العملة الصعبة من طرف الجزائريين أو الأجانب، بحيث سيتم تغطية هذا العجز باللجوء إلى احتياطي الصرف وهو ما يفسر استمرار تقلص هذا الأخير.

لذا وجب على أصحاب القرار العمل على تنميته -تجنبنا لتكرار سيناريو فنزويلا التي تشهد أزمة غذاء نتيجة نفاذ احتياطياتها من العملة الصعبة- من خلال توجيه هذه الاحتياطيات وانفاقها في تمويل الواردات من السلع والخدمات التي تساهم في نمو الاستثمار الإنتاجي باعتباره الكفيل الوحيد لضمان تنويع الاقتصاد ورفع الصادرات خارج قطاع المحروقات، والشكل الموالي يبين تطور مستوى احتياطي الصرف في الجزائر:

الشكل رقم (3-4): تطور احتياطي الصرف (2008-2017)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على -بنك الجزائر، التقرير السنوي 2017 التطور الاقتصادي والنقدي، جويلية 2018، ص: 153.
-بنك الجزائر، التقرير السنوي 2012 التطور الاقتصادي والنقدي، نوفمبر 2013، ص: 252.

أما فيما يتعلق بإجمالي الدين الخارجي فقد سجل في سنة 2015 أدنى مستوى له بـ 3,02 مليار دينار منذ سنة 2006 أين تم الدفع المسبق لجزء كبير من قائمه، ليرتفع قليلا سنة 2017 و يبلغ 3,99 مليار دولار، وهو مانعكس على مبالغ خدمة

الدين المتوسط والطويل الأجل والتي قدرت بـ 206 مليون دولار سنة 2017 بعدما كانت تفوق 1 مليار دولار قبل سنة 2006.

ومن خلال تحليلنا للوضع المالي الذي ميز الاقتصاد الجزائري للفترة السابقة لتطبيق سياسة التمويل غير التقليدي نستنتج بأنه وفي ظل الوفرة المالية نتيجة ارتفاع أسعار النفط في الأسواق العالمية تبنت الحكومة المقاربة الكينزية الداعية لتحفيز الطلب الكلي، (وفق سياسة الطلب الفعال الداعية إلى زيادة الانفاق الاستهلاكي والحكومي وكذا الاستثماري) لكن تم ذلك بشكل خاطئ حيث أخذت على عاتقها التوسع في الانفاق أي تحفيز الطلب الكلي من شقه الاستهلاكي وإهمال الجانب الاستثماري وهو ما نلمسه في البرامج التنموية المتعاقبة التي استنزفت خزينة الدولة وأثقلت كاهلها باعتبارها الممول الوحيد للعملية التنموية هذا من جهة ومن جهة ثانية نجد أن غالبية المشاريع التي أنشئت في ظل تلك البرامج وجهت للبنية التحتية خاصة الاجتماعية منها والتي لم تقدم أي قيمة مضافة للاقتصاد الوطني لأسباب متعددة حيث كانت توزع الأظرفة المالية على الولايات حسب أجندات سياسية لا تأخذ في الحسبان معايير النجاح والمردودية كما نجد أن معظمها لم ينجز في الآجال القانونية ما يتطلب ضخ أرصدة مالية جديدة في إطار إعادة التقييم.

فالعجز المسجل في الأرصدة المالية يعد عجزا هيكليا في ظل غياب سياسات مالية، نقدية وصناعية حقيقية تمكنا من بناء اقتصاد حقيقي قادر على خلق الثروة والقيمة المضافة ويقضي على التبعية المفرطة للنفط.

الفرع الثاني: مؤشرات الوضع النقدي للاقتصاد الجزائري:

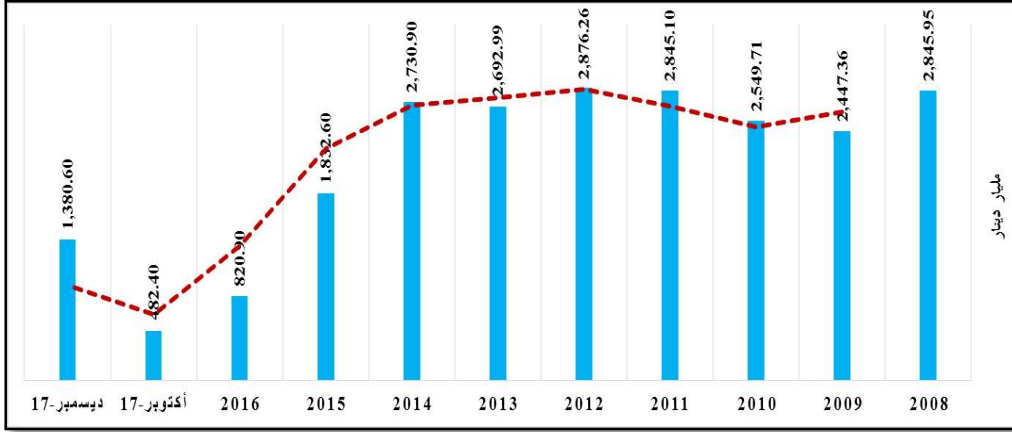
أمام توجه الجزائر للانتقال من الاقتصاد الموجه نحو اقتصاد السوق خلال نهاية الثمانينات، وتزامنا مع الوضعية الاقتصادية الصعبة التي تمثلت في عجز ميزان المدفوعات والحاجة الشديدة للموارد المالية، كان لزاما عليها القيام بإصلاحات هيكلية تمس القطاع المالي والمصرفي، فبعد إصلاحات 86 و 88 جاء قانون 90-10 ليضع الركيزة الأساسية للسياسة النقدية في الجزائر ويسند الدور الرئيسي لـ " بنك الجزائر " في إدارة هذه السياسة والإشراف عليها، وقد مكّن هذا القانون من فصل الدائرة النقدية عن الدائرة الحقيقية وإبعاد الخزينة العمومية عن دائرة الائتمان وتطهير الوضع المالي من العجز المتراكم بالإضافة إلى تحديد مهام البنوك والمؤسسات المالية ودورها في عملية تمويل الاقتصاد، وتشجيع الاستثمار في القطاع المالي بالسماح بإنشاء بنوك خاصة و أجنبية.

أولا: تطور السيولة البنكية:

بعدما كان بنك الجزائر يوجه سياسته النقدية لتوفير السيولة في سنوات التسعينات خاصة وأن سياسة إعادة التمويل لدى بنك الجزائر اعتبرت أهم مصدر لتوفير السيولة للنظام المصرفي إلى غاية 2001، سجلت السنوات من 2002 إلى 2008 فائض في السيولة المصرفية بفضل تراكم الموجودات الخارجية فلم تلجأ البنوك خلالها لإعادة التمويل من بنك الجزائر بل استحدثت الأخير أدوات لاسترجاع هذا الفائض، لتبدأ بالتقلص سنة 2009 بعد تأثير الصدمة الخارجية للأزمة المالية العالمية 2008 أين تراجعت بنسبة 14,01%، لتسجل بعدها سنة 2010 ارتفاعا بنسبة 4,18% بسبب عودة تراكم الموجودات الخارجية وتستمر على هذا النحو إلى أن بلغت السيولة المصرفية 2.730,9 مليار دينار نهاية سنة 2014. ومع تراجع أسعار

النفط واستمرار العجزات في ميزان المدفوعات تقلصت لتبلغ 1.832,6 مليار دينار نهاية 2015 ثم إلى 820,9 نهاية 2016، لتبلغ 482,4 مليار دينار نهاية أكتوبر 2017 (بنك الجزائر، التقرير السنوي 2017، 2018، صفحة 129)، لترتفع من جديد نهاية 2017 وهذا بعد إصدار بنك الجزائر لمبلغ 2.185,00 مليار دينار وفق آلية التمويل غير التقليدي، والشكل الموالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (3-5): تطور السيولة البنكية (2017-2008)

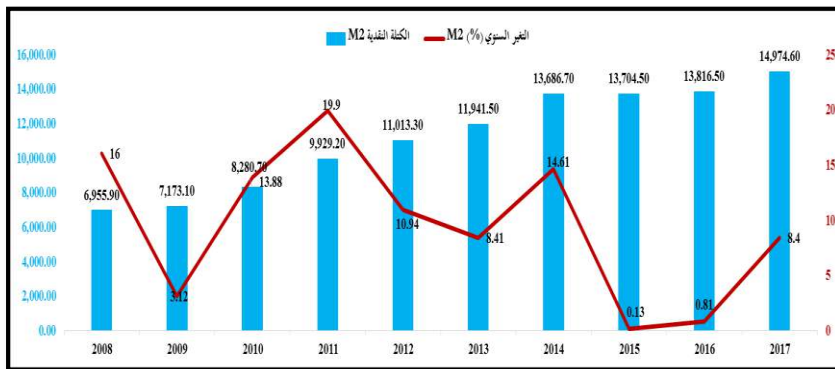


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على - بنك الجزائر، التقارير السنوية لسنوات (2008، 2012، 2017).

ثانيا: تطور الكتلة النقدية M2 بالجزائر:

شهدت السياسة النقدية بالجزائر عدة إصلاحات كانت ترمي إلى التحكم في المعروض النقدي من أجل بلوغ معدلات نمو معتبرة مع الحفاظ على استقرار المستوى العام للأسعار، لذلك استخدم بنك الجزائر العديد من الأدوات للتأثير على تطور حجم الكتلة النقدية الذي يبينه الشكل التالي:

الشكل رقم (3-6): تطور الكتلة النقدية M2 (2017-2008)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على - بنك الجزائر، التقرير السنوي 2017 التطور الاقتصادي والنقدي، جويلية 2018، ص: 148.

- بنك الجزائر، التقرير السنوي 2012 التطور الاقتصادي والنقدي، نوفمبر 2013، ص: 252.

-Banque d'Algérie, Bulletin statistique trimestriel, mars 2014, décembre 2018.

ومن خلال الشكل يمكن التمييز بين مرحلتين متباينتين لتطور الكتلة النقدية:

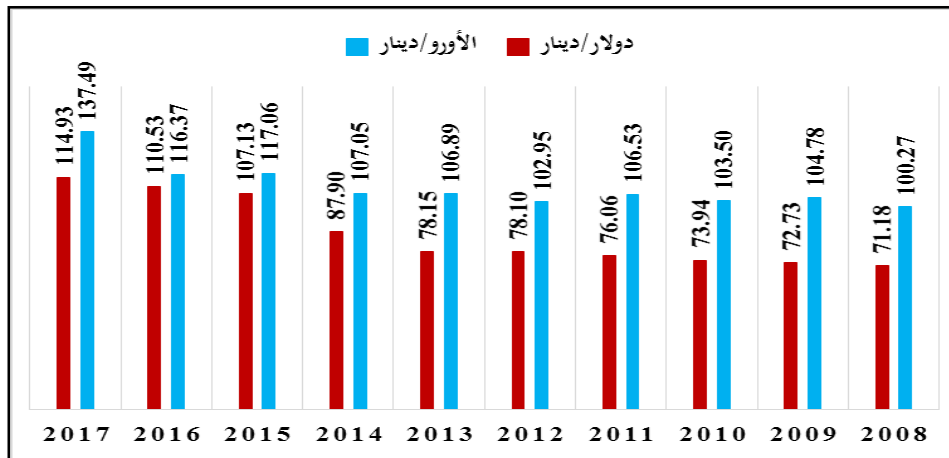
-فترة أولى (2008-2014): عرفت الكتلة النقدية M2 خلالها تطورا متسارعا من 6.955,90 مليار دج سنة 2008 إلى 13.686,70 مليار دج سنة 2014 بسبب النمو الكبير لصافي الموجودات الخارجية نتيجة ارتفاع مداخيل المحروقات، كما اعتمد بنك الجزائر خلالها على سياسة نقدية تتماشى والبرامج التنموية التي شرعت الحكومة في تنفيذها بدءا من سنة 2001، والتي رصد لها مجتمعة ما يقارب 28.012,00 مليار دج (عابد، 2016) ، بالإضافة لما رافقها من توسع في منح الائتمان وكذا مراجعة أجور العمال بأثر رجعي ابتداء من سنة 2008.

-فترة ثانية (2015-2017): لم تشهد خلالها الكتلة النقدية M2 نموا سريعا كما كان عليه الحال في الفترة السابقة فقدر نموها بـ 0,13% سنة 2015 و 0,81% سنة 2016 نتيجة تراجع نسبة تمثيل صافي الموجودات الخارجية كمقابل رئيسي لتطور الكتلة النقدية لصالح صافي القروض الموجهة للاقتصاد، لترتفع نوعا ما إلى 8,4% في 2017 بسبب الارتفاع القوي للودائع تحت الطلب على مستوى البنوك التجارية التي ارتفعت بـ 20,1% ، وهذا مرده لارتفاع ودائع الشركة الوطنية للمحروقات (سوناطراك) التي تمثل منها ما نسبته 65% وهذا لاستفادتها في أواخر 2017 من تسديد جزء من مستحقاتها على الخزينة العمومية (452 مليار دينار) تم إصدارها ضمن برنامج التمويل غير التقليدي (بنك الجزائر، التقرير السنوي 2017، 2018).

ثالثا: تطور أسعار صرف الدينار الجزائري مقابل الأورو والدولار.

في ظل الاستقرار النسبي الذي ميز أسعار صرف الأورو/ الدولار بأسعار الصرف لنهاية الفترة في أسواق الصرف الدولية بين سنوات 2015 إلى 2017، إلا أن ذات الفترة شهدت تراجع ملحوظ لسعر صرف الدينار مقابل العملتين الرئيسيتين للمعاملات الخارجية للجزائر، فانخفض سعر صرف الدينار بنسبة 15,3% مقابل الأورو في 2017، مقابل انخفاض بـ 8% سنتي 2015 و 2016. أما مقارنة بالدولار الأمريكي فانتقل سعر صرف الدينار من 110,53 دينار للدولار الواحد في 2016 إلى 114,93 دينار للدولار الواحد أي انخفاض طفيف قدره 3,8% بعدما سجل انخفاض بـ 3,07% في السنة السابقة، وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (3-7): تطور أسعار صرف الدينار (قيم نهاية الفترة) (2008-2017)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على - بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية رقم 44، ديسمبر 2018.

- بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية رقم 13، ماي 2011، ص 21.

إجمالاً يمكن القول إنه وبدءاً من سنة 2008 بدأ يشهد الدينار الجزائري تدهوراً وانخفاضاً بصورة مستمرة يعود بالأساس إلى ارتفاع قيمة الأورو بالنسبة للدولار في الأسواق المالية العالمية من جهة، وكذا استمرار الاختلالات المسجلة في الحسابات الخارجية والعمومية في الجزائر مع اعتماد بنك الجزائر على سياسة التعويم الموجه للدينار الجزائري الذي سعى من خلاله إلى رفع قيمة إيرادات الدولة من صادرات النفط عند تحويلها للعملة الوطنية، إضافة للتطور غير المواتي لمتغيرات الاقتصاد الوطني خاصة فيما يتعلق بفارق التضخم مع أهم شركائنا التجاريين واستمرار ارتفاع مستوى الانفاق العام بالنظر لضعف أسعار النفط من جهة ثانية، دون أن نهمّل دور السوق غير الرسمي (الموازي) وما يسببه من ضغوطات على قيمة العملة المحلية.

رابعا: وضع المنظومة البنكية في الجزائر:

نتيجة لاستمرار الاختلالات في الاقتصاد الكلي خصوصا في الحسابات الخارجية، انخفضت الموارد المجمعة من طرف البنوك للمرة الأولى سنة 2009، وهي السنة التي شهدت انخفاضا حادا في الموارد المتأتية من عائدات الصادرات.

في حين وباستثناء الودائع، استمرت المؤشرات الأخرى للوساطة المصرفية في التطور إيجابياً، كما كان الأمر بالنسبة للقروض الموجهة للاقتصاد على الرغم من تراجع السيولة المصرفية بتقلص النشاط الاقتصادي خارج المحروقات. ففي نهاية 2016، أصبح يتكون النظام المالي الجزائري من (26) بنكا ومؤسسة مالية تهيمن عليها المؤسسات العمومية بـ 1134 وكالة مقابل 355 وكالة للبنوك الخاصة. وعليه لم يتأثر النظام البنكي الجزائري بالأزمة المالية العالمية باعتباره نظاما ماليا مغلقا موجه حصرياً نحو تمويل احتياجات الاقتصاد الوطني، فنجد أن هذا التمويل يأخذ شكل توزيع مباشر للاعتمادات من قبل البنوك الوطنية وليس عن طريق اللجوء إلى أسواق رأس المال الدولية. فمثلا نجد أنه في سنة 2011 تم توفير التمويل المحلي للوكلاء الاقتصاديين غير الماليين بنسبة 97,9% من قبل القطاع المصرفي مقابل 2,1% فقط من قبل السوق المالي. واعتماده على أسواق رأس المال الدولية محدود جدا ينحصر فقط في الاحتياجات التمويلية قصيرة الأجل للبنوك الأجنبية العاملة بالجزائر. (بنك الجزائر، التقرير السنوي 2016، 2017)

لهذه الأسباب فإن القطاع المصرفي الجزائري أقل حساسية من غيره للصدمات الخارجية التي أصابت النظام المالي الدولي بما في ذلك بعض البلدان الناشئة والنامية.

ولو نظرنا إلى السوق المالي فقد بقيت مقتصرة على سوق السندات في حين أن سوق الأسهم لا تزال شبه معدومة، لذا فهي توفر حجم تمويل ضعيف بعيد عن المأمول منه. حيث نجد أن هذا السوق سجل تراجعاً وأصبح يمثل 0,8% من الناتج المحلي الإجمالي غير الهيدروكربوني سنة 2011 بعدما كان 1,9% سنة 2010 و 2,6% سنة 2009 و 3,1% سنة 2008، وهذا بسبب تراجع إصدارات السندات سنة 2009 وانعدامها في سنتي 2010 و 2011. إضافة لكل ذلك فإن تمويل السوق متاح فعلياً فقط للشركات العامة الكبيرة وعدد قليل من الشركات الخاصة (أربعة جهات إصدار خاصة فقط في نهاية عام 2011)، بينما تجد الشركات الصغيرة والمتوسطة التي هي شركات عائلية صعوبة في القيام بذلك، بسبب عدم كفاية شفافية حساباتها وإدارتها ومساهمتها.

- وعليه يمكن الحكم بأن القطاع المالي الجزائري غير مدمج في الأسواق المالية الدولية وهذا مرده إلى:
- البنوك الأجنبية باستثناء بعض الدعم من الشركات الأم لفروعها في الجزائر لم تودع أموالاً في البنوك الجزائرية؛
 - بسبب الأنظمة المعمول بها لم تتدخل البنوك الجزائرية في الأسواق المالية الدولية وبالتالي فهي لا تحوز أية أوراق مالية "سامة" من شأنها أن تؤثر على ملاءتها المالية من خلال الخسائر الناجمة عن اضمحلال القيمة، وبالتالي فهي لا تخضع لتقلبات الأسواق المالية الدولية؛
 - في السوق المالية الجزائرية لم تكن هناك استثمارات لرأس المال الأجنبي (تم إعداد اللوائح ذات الصلة ولكن لم يتم إصدارها).
- ومع ذلك، تجدر الإشارة إلى أن البنوك الأجنبية العاملة في الجزائر تتعرض لخطر التأثير بأي صعوبات تواجهها الشركات الأم (صعوبات في العثور على الموارد، وقرار إعادة التركيز على سوق بلد المنشأ، إلخ).

الفرع الثالث: تطور متغيرات الاقتصاد الكلي:

تميزت الفترة السابقة لتطبيق آلية التمويل غير التقليدي بتواصل التوترات التضخمية لكن بشدة أقل من السابق لتشهد أكبر ارتفاع لها بمعدل 8,98% سنة 2012، ويُرجع بنك الجزائر ذلك لمحددتين رئيسيتين هما (بنك الجزائر، التقرير السنوي 2012، 2013):

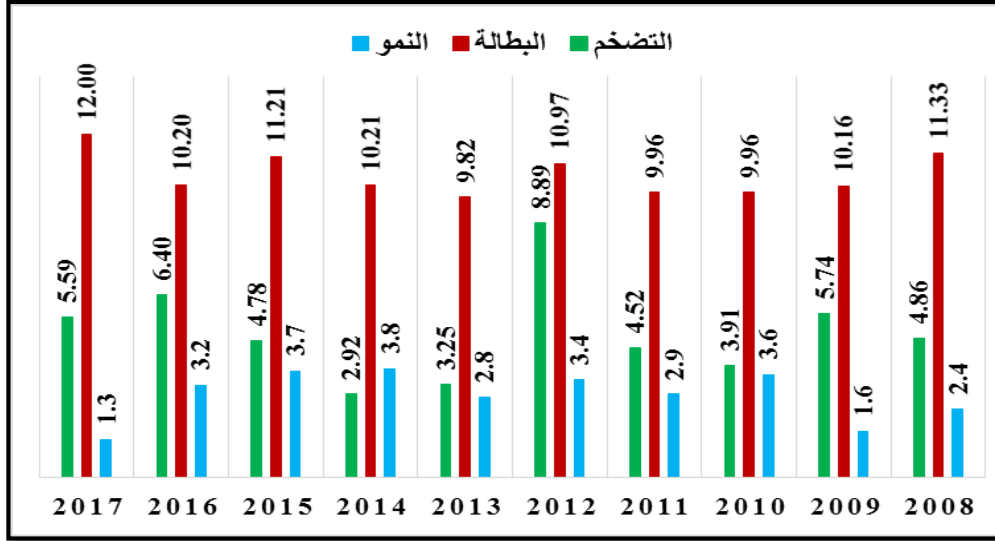
- زيادة الكتلة النقدية التي ساهمت في نسبة التضخم بـ 84%؛
- ارتفاع أسعار السلع الصناعية والسلع المستوردة التي ساهمت بنسبة 14%.

وهو ما يفسر إنشاء الحكومة لصندوق ضبط الإيرادات من جهة واستحداث السياسة النقدية لأدوات استرجاع السيولة للحد من تطور الكتلة النقدية، الأمر الذي أدى إلى انخفاض نسبي لمعدلات التضخم لتتراوح بين 4,78% سنة 2015 و5,59% في 2017. إلا أن معدلات التضخم المحتسبة لا تعكس بدقة المعدلات الحقيقية لها نظراً لاعتمادها في جزء من سلتها على مواد استهلاكية مدعومة من طرف الدولة، فيرى عدد من خبراء الاقتصاد أن التضخم الحقيقي يفوق 10% على الأقل حيث تعتبر الأرقام الرسمية المعلنة بالأرقام بعد التعديل عن طريق سياسة الدعم الحكومي لأسعار المواد الأساسية والطاقة والوقود والتحويلات الاجتماعية داخل وخارج الموازنة (بوكروخ، 2018).

أما بالنسبة لمعدلات النمو فقد شهدت نوعاً من الاستقرار بين سنتي 2010 إلى 2016 أين بقيت فوق معدل 3% وهو ما يدل على أن الأزمة المالية العالمية لم يكن لها تأثير مباشر على معدلات النمو في الجزائر، إلا أن استمرار الاقتصاد الجزائري في تسجيله لهذه المعدلات الإيجابية في ظل تراجع الوضع المالي للبلاد إنما يبرز وجود أزمة هيكلية يعاني منها الاقتصاد الجزائري وهذا بالنظر إلى أن متوسط معدل التراكم الخام للأصول الثابتة بالنسبة للنتائج المحلي الخام طوال الفترة (2010-2014) يساوي 33,7% وبمقارنته مع دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا أين بلغ 24% في حين أن المعدل العالمي هو 21% وهو ما يعني أنه ليس هناك ارتباط بين معدلات النمو ومعدلات التراكم وهذا بسبب ضعف الإنتاجية الكلية للبلاد (قدي، 2017). ليسجل بعدها معدل النمو انخفاضاً إلى 1,3% سنة 2017 على الرغم من الاعتمادات المالية التي خصصت لتنفيذ البرامج التنموية للفترة من 2001 إلى 2014.

وبخصوص معدلات البطالة فقد سجلت هي الأخرى معدلات مرتفعة لذات الفترة، لتستقر عند معدل 9,96% سنة 2010 وتحافظ عليه إلى غاية سنة 2017 أين بلغت 12% (بنك الجزائر، التقرير السنوي 2017، 2018، صفحة 143). وفي الأخير يمكن توضيح منحى تطور متغيرات الاقتصاد الكلي من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (3-8): تطور متغيرات الاقتصاد الكلي (2017-2008)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: بيانات البنك الدولي <https://data.albankaldawli.org/country/DZ>

المطلب الثالث: تحليل مسار السياسة النقدية بالجزائر للفترة (2017-1990):

تعد السياسة النقدية من أهم الأدوات المساهمة في تحقيق الاستقرار والتوازن الاقتصادي العام، لذا نجد أن بنك الجزائر ومن تاريخ صدور قانون النقد والقرض 90-10، اعتمد على مجموعة من الأدوات المباشرة وغير المباشرة حسب مقتضيات الوضع الاقتصادي والمالي السائدين سعياً منه للتأثير الإيجابي على مختلف المتغيرات الاقتصادية، وهو ما سنوضحه فيما يلي:

الفرع الأول: أدوات السياسة النقدية بالجزائر للفترة (2000-1990):

تميزت فترة التسعينات بارتفاع معدلات التضخم مما اضطر بنك الجزائر لتطبيق سياسة نقدية انكماشية (تقييدية)، فتخلى عن اللجوء إلى الأدوات المباشرة (تأطير الائتمان)، واعتمد في ذلك على أدوات غير المباشرة من خلال أداة إعادة الخصم الذي سجل بداية ارتفاعاً من 10,5% سنة 1990 إلى 15% سنة 1994، ليبدأ بعدها في الانخفاض إلى أن بلغ 7,5% سنة 2001 (Banque d'Algérie, Instruction n°16-94, 1994)، ليقوم بعدها وابتداء من سنة 1994 بفرض احتياطي اجباري على البنوك التجارية و حدد بـ 2,5%، (Banque d'Algérie, Instruction n° 73-94, 1994) فكان لهذين الأداةين الأثر في خفض كل من نسبة السيولة في الاقتصاد ومعدل تطور الكتلة النقدية فبعدما ارتفعت بنسبة 83% بين سنتي 1990 و1993 انخفضت نسبة تطورها إلى 27% بين سنتي 1993 و1995.

كما استعمل آلية أخرى تمثلت في نظام المناقصات عن طريق نداءات العروض في السوق النقدية قصد تأمين السيولة لفائدة البنوك التجارية بناء على تعليمة بنك الجزائر رقم 28-95 المؤرخة في 1995/04/22. ويمكن توضيح تطور معدل إعادة الخصم في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-3): تطور معدل إعادة الخصم لدى بنك الجزائر (الوحدة: %)

المعدل	إلى	يحسب ابتداء من
10.5%	1991/09/30	1990/05/22
11.5%	1994/04/09	1991/10/01
15%	1995/08/01	1994/04/10
14%	1996/08/27	1995/08/02
13 %	1997/04/20	1996/08/28
12.5%	1997/06/28	1997/04/21
12 %	1997/11/17	1997/06/29
11 %	1998/02/08	1997/11/18
9.5%	1999/09/08	1998/02/09
8.5%	2000/01/26	1999/09/09
7.5%	2000/10/21	2000/01/27

المصدر: بنك الجزائر النشرة الإحصائية الثلاثية رقم (05-ديسمبر 2008، 42-جوان 2018).

الفرع الثاني: أدوات السياسة النقدية بالجزائر للفترة (2001-2013):

تزايدت التحديات أمام السياسة النقدية في هذه الفترة لمنع انفلات التضخم من جديد وهذا بعدما سجلت الكتلة النقدية ارتفاعا ملحوظا قدر بـ 345% من سنة 2001 إلى سنة 2012، ومنه السيولة في الاقتصاد الوطني بحيث نجد أن معدل السيولة في الاقتصاد بلغ 68,4% سنة 2011 (بنك الجزائر، التقرير السنوي 2012، 2013) بعدما كان يقدر بـ 58,4% في سنة 2001، وتسجيل السيولة المصرفية لفوائض معتبرة بسبب تراكم الموجودات الخارجية، الأمر الذي دفع ببنك الجزائر إلى تكييف وسائل السياسة النقدية مع هذه الظروف المستجدة، فعرفت هذه المرحلة ليس فقط تكتيف استعمال الوسائل غير المباشرة لإدارة السياسة النقدية وإنما إثراؤها وإدخال أدوات جديدة تتلاءم وظرف فائض السيولة (الطاهر لطرش، 2015، صفحة 410). وقد تمثلت هذه الأدوات في:

1- الاحتياطي الإجمالي (Required Reserve Ratio): تم تفعيل الاحتياطي الإجمالي من جديد كأداة غير مباشرة للسياسة النقدية بناء على تعليمة بنك الجزائر رقم 01-01 المؤرخة في 2001/02/11، ليشهد بعدها إعادة تحديد لإطاره العمليتي سنة 2004 بناء على النظام رقم 02-04 المؤرخ في 2004/03/04، أين قام بنك الجزائر بالرفع من نسبة الاحتياطي الإجمالي بصفة مستمرة لينتقل من 3% سنة 2001 إلى 12% سنة 2013 وهو ما يعكس حدة فائض السيولة المصرفية التي يعاني منها الاقتصاد الوطني.

2- استرجاع السيولة عن طريق نداءات العروض (Liquidity recovery by call for tenders): تم استحداث هذه الوسيلة غير المباشرة ابتداء من أفريل 2002، (Banque d'Algérie, Instruction n° 02-2002, 2002) من أجل (استرجاع السيولة على بياض) امتصاص فائض السيولة البنكية وهذا من خلال فترتين: فترة نضج (07) أيام أو لفترة نضج (03) أشهر التي استحدثت بدءا من أوت 2005، بحيث تسمح الاسترجاعات لثلاث أشهر بامتصاص الأموال القابلة للإقراض في السوق النقدية ما بين البنوك (الطاهر لطرش، 2015، صفحة 411)، كما استحدثت في جانفي 2013 أداة جديدة لاسترجاع السيولة لمدة ستة أشهر بمعدل فائدة قدره 1,5%.

3- تسهيلة الودائع المغلة للفائدة (Remunerated deposit facility): تعد وسيلة جديدة غير مباشرة استحدثت بدءا من جوان 2005، لامتصاص فائض السيولة بحيث سمحت للبنوك التجارية بإيداع فوائضها لفترة قصيرة جدا لمدة (24) ساعة لدى بنك الجزائر مقابل فائدة ثابتة (Banque d'Algérie, Instruction n°04-2005, 2005)، كما حافظ بنك الجزائر على معدل إعادة الخصم كآلية ممكنة ولكن لم تعد هذه الآلية مستعملة من طرف البنوك اعتبارا من نهاية 2001 بالنظر إلى فائض السيولة الموجود لديها (الطاهر لطرش، 2015، صفحة 411)، حيث بقي هذا المعدل ثابتا بـ 04% ابتداء من سنة 2004 وإلى غاية سنة 2013.

ومن خلال اعتماده على هذه الوسائل المستحدثة تمكّن من استرجاع مبالغ معتبرة من فوائض السيولة بلغت 2.885,2 مليار دينار نهاية سنة 2008 (الطاهر لطرش، 2015، صفحة 412). والتي يمكن أن نلخصها في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-4): أدوات السياسة النقدية المطبقة في الجزائر (2001-2013)

معدل إعادة الخصم	نداءات العروض		معدل الاحتياطي الاجباري	معدل المكافأة في الاحتياط الاجباري	السنوات
	استرجاع السيولة				
	تسهيلات الودائع	معدل إعادة الخصم			
6.00			3.00 (تم تفعيله)		2001
5.50		2.75	4.25	2.50	2002
4.50		1.75	6.25	2.50	2003
4.00		0.75	6.50	1.75	2004
4.00	0.30	1.90	6.50	1.00	2005
4.00	0.30	2.00	6.50	1.00	2006
4.00	1.00	2.50	6.50	1.00	2007
4.00	0.75	2.00	8.00	0.75	2008
4.00	0.30	1.25	8.00	0.50	2009
4.00	0.30	1.25	9.00	0.50	2010
4.00	0.30	1.25	9.00	0.50	2011
4.00	0.30	1.25	11.00	0.50	2012
4.00	0.30	1.25	12.00	0.50	2013

المصدر: بنك الجزائر، النشرات الإحصائية الثلاثية (رقم 05 ديسمبر 2008، رقم 21 مارس 2013، رقم 42 جوان 2018)، بتصرف.

الفرع الثالث: أدوات السياسة النقدية للفترة (2014-2017):

بعد انخفاض إيرادات الدولة نتيجة انهيار أسعار النفط ابتداء من سنة 2014، بدأت تظهر الاختلالات على مستوى الموازنة العامة للدولة، وأمام هذا الوضع اضطر بنك الجزائر لانتهاج سياسة نقدية مغايرة أدت إلى تغيير جذري في إدارة السياسة النقدية فبعدما كانت موجهة لامتصاص فائض السيولة المصرفية من خلال أدوات الامتصاص وتسهيلات الودائع، اتجهت ابتداء من شهر أوت 2016 نحو استحداث أدوات لضخ السيولة ضمانا لإعادة تمويل النظام المصرفي (بنك الجزائر، التقرير السنوي 2016، 2017) من خلال استخدامه لأدواته بالشكل التالي:

- تخفيض معدل الاحتياطي الإجمالي من 12% إلى 8% في ماي 2016 ثم إلى 4% في أوت 2017؛
- إلغاء عمليات استرجاع السيولة بدءا من سنة 2017 بعد قيامه بالتخفيض التدريجي لاعتبات الامتصاص وألغى تسعيرة عمليات تسهيل الإيداع، مما حفز البنوك بطرح فوائضها من الموارد لدى السوق النقدية بين البنوك؛
- ابتداء من أفريل 2017 وتعويضها بعمليات السوق المفتوحة للمدد (7 أيام، 3 أشهر، 6 أشهر، 12 شهر)؛
- إلغاء أداة تسهيلات الودائع ابتداء من سنة 2016؛
- إعادة تنشيط عمليات إعادة خصم السندات الخاصة والعمومية وخفض معدلها من 4% إلى 3,5% سنة 2016، ليرتفع بعده إلى 3,75% في ماي 2017.

ويمكن أن نوضح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (3-5): أدوات السياسة النقدية المطبقة في الجزائر (2014-2017)

السنوات	معدل الاحتياطي الاجباري	نداءات العروض							
		عمليات السوق المفتوحة				استرجاع السيولة			
		تسهيلات الودائع	لمدة 12 شهر	لمدة 6 أشهر	لمدة 3 أشهر	لمدة 7 أيام	لمدة 6 أشهر	لمدة 3 أشهر	لمدة 7 أيام
2014	12.0	0.30					1.50	1.25	0.75
2015	12.0	0.30					1.50	1.25	0.75
2016	8.0	0					1.50	1.25	0.75
2017	4.0	0	3.5	3.5	3.5	3.5	-	-	-

المصدر: بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية (رقم 42 جوان 2018)، بتصرف.

هدف بنك الجزائر من خلال هذه السياسة إلى تحقيق تطور في المجاميع النقدية والائتمانية مع الحفاظ على استقرار المستوى العام للأسعار، فاعتمد على عمليات السوق المفتوحة (معدل العمليات لسبع أيام) كقناة رئيسية لنقل السياسة النقدية (المعدل التوجيهي)، فنجد أن بنك الجزائر خلال سنتي 2016-2017 سطر الأهداف الموضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-6): أهداف بنك الجزائر (2016-2017)

السنة	التعيين	المعدل الهدف	المعدل المحقق
2016	معدل التضخم	4 %	6.4 %
	معدل نمو الكتلة النقدية	بين 5% و 7%	0.8 %
	معدل نمو القروض الموجهة للاقتصاد	بين 9% و 11%	-
2017	معدل التضخم	4 %	5.6 %
	معدل نمو الكتلة النقدية	4.7 %	8.3 %
	معدل نمو القروض الموجهة للاقتصاد	13.5 %	12.3 %

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على، بنك الجزائر، التقرير السنوي (2016، 2017).

فمن خلال الجدول نلاحظ أن السياسة النقدية لم تكتفي بعدم تحقيق أهدافها المسطرة بل وقعت في تناقض خاصة ما تمثل في معدل نمو الكتلة النقدية الذي لما سطر له معدل بين 5% و 7% سنة 2016، سجل معدل 0,8% وهذا بعيد كل البعد عن الهدف المسطر وفسر بنك الجزائر ذلك بالعجز الكبير والغير المتوقع الذي سجله ميزان المدفوعات لذات السنة، في حين سجل معدل 8,3% سنة 2017 وهو ضعف المعدل المسطر. كما نلاحظ بأن بنك الجزائر لم يستطع تحقيق معدلات التضخم المستهدفة لسنتي 2016-2017 ونفس الشيء ينطبق على معدلات نمو القروض الموجهة للاقتصاد.

ومن خلال تحليلنا لمؤشرات الوضع النقدي وكذا لاتجاه السياسة النقدية التي طبقها بنك الجزائر للفترة السابقة لتطبيق سياسة التمويل غير التقليدي، نجد بأن السياسة النقدية المطبقة من طرف بنك الجزائر لم يكن لها الأثر الإيجابي على المؤشرات الاقتصادية الكلية (التضخم، النمو، البطالة) كما أنها لم تتمكن من تحقيق أهدافها المرجوة ونرجع ذلك لعدة أسباب منها:

- انحصار تدخل بنك الجزائر في السياسة النقدية على استخدامه لأدواته لعلاج مشكلي الفائض والعجز في السيولة التي ميزت أغلب فترات الاقتصاد الوطني؛

- افتقاد للتنسيق بين السياسة النقدية والسياسة الاقتصادية والمالية؛

- تعدد أهداف السياسة النقدية في حين لا بد من تركيزها على هدف وحيد هو المحافظة على استقرار المستوى العام للأسعار؛
- الاختلالات الهيكلية المستمرة التي يعاني منها الاقتصاد الوطني نتيجة اعتماده على قطاع واحد (قطاع المحروقات) وضعف هيكل الإنتاج مما زاد من تبعيته للخارج؛

- ضعف السوق النقدي وغياب السوق المالي حالا دون تحقيق الأدوات النقدية لمهامها.

ومما سبق نستنتج بأن المشكل أعمق من مجرد تفعيل أداة أو تجميدها بحيث لا يمكن لبنك الجزائر أن يحقق هدفا سطره أو أن تتحسن المؤشرات المالية أو النقدية في ظل السياسة الاقتصادية الحالية، التي فرضت على الاقتصاد الجزائري بأن يبقى دوما رهينا لصدمات خارجية متمثلة في تقلبات أسعار النفط في الأسواق العالمية التي أصبحت تتحكم فيها عوامل جيوبوليتيكية أكثر منها عوامل اقتصادية، فأنهيار أسعار النفط بدءا من سنة 2014 كشف عن هشاشة الاقتصاد الجزائري في العديد من جوانبه التي غطتها الوفرة المالية السابقة، والتي يمكن تلخيصها في: (قدي، 2017، الصفحات 386-387)

- اقتصار النفط على أداء الوظيفة المالية والطاقوية دون الوظيفة الإنتاجية؛
- ارتكاز نموذج النمو على الثنائية (دولة/نفط) = (بيروقراطية/تقلبات)؛
- اتساع القطاع الموازي، الأمر الذي يجعل من السياسات الاقتصادية غير فعالة لعدم قدرتها على احتوائه؛
- توجيه الانفاق الحكومي لمشاريع البنى التحتية والمشاريع الاجتماعية دون الاهتمام بالتنوع في مصادر النمو خارج قطاع المحروقات؛
- ضعف الأجهزة الرقابية بشقيها التقنية والمالية تسبب في تأخر إنجاز المشاريع الأمر الذي كان يتطلب دوما تخصيص أظرفة مالية إضافية لاستكمالها؛
- انعدام المناخ الملائم لاستدامة الاستثمار المنتج مع إهمال عنصر العامل البشري.

فهذه الأسباب مجتمعة أدت إلى انعكاسات سلبية على الاقتصاد الجزائري والمواطن على حد سواء نذكر منها:

- عجز مستمر في ميزانية الدولة: رافقه استمرار في تمويل ودعم الاستثمار العمومي وهو ما انعكس بالسلب على التوظيف الذي جُمد بدءاً من سنة 2015 في المؤسسات العمومية باستثناء بعض القطاعات الحساسة (الصحة، التعليم...).
 - انخفاض مستمر للسيولة البنكية: استمرار انخفاض السيولة النقدية لدى البنوك أين وصلت إلى أدنى مستوياتها في أكتوبر 2017 لتبلغ 482,40 مليار دينار؛
 - انخفاض القدرة الشرائية لقيمة الدينار الجزائري: أدى الانخفاض المستمر لقيمة الدينار الجزائري حيث بعدما كان 01 أورو يقابله 100,27 دينار سنة 2008 انتقل إلى 137,49 دينار سنة 2017 ونفس الأمر ينطبق على الدولار الذي انتقل من 71,18 دينار في 2008 إلى 114,93 دينار نهاية 2017، إلى إضعاف القدرة الشرائية للمواطن وهو ما نلمسه من خلال ارتفاع المؤشر العام للأسعار الذي بعدما سجل سنة 2009 معدل 135,5% ارتفع ليصل إلى 206,9% نهاية 2017 أي ارتفاع بمعدل 52,69%؛
 - تآكل احتياطي الصرف: الأمر الذي قلص من هامش التصدي للأزمات الخارجية؛
 - انخفاض أسعار النفط: الانخفاض المستمر لأسعار النفط الجزائري بداية من سنة 2014 وبالمقارنة مع السعر المرجعي لإعداد الميزانية حيث بينت إحصاءات منظمة أوبك بأن سعر برميل البترول الجزائري نهاية 2017 قدر بـ 54 دولار وسنة 2016 بـ 44,28 دولار، مقابل وضع الحكومة لسعر مرجعي للبرميل مقدر بـ 50 دولار سنة 2017 و 45 دولار سنة 2016 الأمر الذي أدى إلى تقلص الإيرادات ومنه زيادة العجز الموازي.
 - عجز ميزان المدفوعات: ظهور الأرصدة السالبة على حسابات ميزان المدفوعات بدءاً من سنة 2014، بسبب تراجع أسعار النفط وقلة الصادرات خارج المحروقات وكذا إلى المستوى المرتفع جدا للواردات التي ازدادت بنسبة تفوق 40% بين 2010 و 2014. (بنك الجزائر، التقرير السنوي 2018، 2019، صفحة 39)
- وهذا بالإضافة إلى بعض الأسباب الأخرى التي ساهمت في تدهور الوضع الاقتصادي للبلاد نذكر منها:
- ضعف الإنتاج المحلي أدى إلى عدم تنوع الصادرات وبالتالي اعتماد هيكل تمويل الاقتصاد الجزائري على مداخيل صادرات النفط بنسبة تفوق 95% ما جعله رهين الصدمات الخارجية؛

- اتساع حجم الكتلة النقدية المتداولة في السوق الموازي؛
- عدم القدرة على استقطاب الاستثمار الأجنبي بفعل القاعدة 49-51%؛
- ظهور بؤر للفساد والتبذير وهذا نظرا لاتساع الفجوة بين طبقات المجتمع بتلاشي الطبقة الوسطى؛
- كثرة الاحتجاجات والوقفات والاضرابات لعدم مقدرة الدولة على المحافظة على السلم الاجتماعي؛
- صعوبة الاستشراف وتحديد المؤشرات الاقتصادية الكلية.

المبحث الثاني: سياسة التمويل غير التقليدي بالجزائر: الآلية والتطبيق.

في الجزائر تبنت الحكومة هذه الآلية ابتداء من أكتوبر 2017، من خلال القانون رقم 17-10 المؤرخ في 2017/10/11 المتمم للأمر رقم 03-11 المتعلق بالنقد والقرض (الجريدة الرسمية، العدد 57، 2017)، وهذا كنتيجة للعجز المالي المستمر الذي شهدته الموازنة العامة لتقص الموارد المالية بعد انهيار أسعار النفط سنة 2014 وضعف الموارد في القطاعات البديلة، وبمقابل ذلك كانت الحكومة أمام تحديات كبيرة لمواصلة البرامج التنموية المسطرة مع عدم تخليها عن مسؤولياتها الاجتماعية وكل المؤشرات كانت توحي بأن الأمر متأزم ففي سنة 2017، انعدم رصيد صندوق ضبط الإيرادات كما بلغ معدل نمو الناتج المحلي الخام 1,4% في حين سجلت البطالة نسبة 12%، أما التضخم فقدر بـ 5,59% لتبلغ السيولة المصرفية أدنى مستوياتها بـ 482,4 مليار دينار. (بنك الجزائر، ديسمبر 2018)

المطلب الأول: التمويل غير التقليدي بالجزائر: الجانب التنظيمي، الأسس والضوابط:

اعتمدت الحكومة الجزائرية على غرار باقي دول العالم على سياسة التوسع في الإصدار النقدي، وهذا لمواجهة الركود الذي بدأ يخيّم على الاقتصاد الجزائري جراء تراجع إيرادات الجباية البترولية التي تعد المورد الرئيسي للاقتصاد الجزائري، فكان ذلك من خلال تبني سياسة التمويل غير التقليدي بدءا من أكتوبر 2017. لذا سنتطرق في هذا المطلب للجانب التنظيمي لهذه السياسة التمويلية وكذا الأسس والضوابط التي تنظمها.

الفرع الأول: الجانب التنظيمي لآلية التمويل غير التقليدي في الجزائر:

جاء القانون 17-10 المؤرخ في 2017/10/11 بتعديل هام لمحتوى السياسة النقدية المتبناة للمرحلة القادمة، فهو تعديل مسّ المادة 45 من الأمر 03-11 بإضافة المادة 45 مكرر، ونص القانون الجديد على أن بنك الجزائر يقوم بتمويل الخزينة العمومية وبشكل مباشر من خلال شراء السندات المالية التي تصدرها هذه الأخيرة، وذلك استثنائيا ولمدة 05 سنوات. وهذا من أجل المساهمة في: (الجريدة الرسمية، العدد 57، 2017)

- تغطية احتياجات تمويل الخزينة؛
- تمويل الدين العمومي الداخلي؛
- تمويل الصندوق الوطني للاستثمار.

ووفقا لهذه المادة الجديدة، تأتي هذه الآلية لمرافقة تنفيذ برنامج الإصلاحات الهيكلية الاقتصادية والميزانية، التي ينبغي أن تفضي في نهاية الفترة المحددة كأقصى حد إلى:

- توازنات خزينة الدولة؛
- توازن ميزان المدفوعات.

وباعتبار أن آلية التمويل غير التقليدي خصصت لتمويل الخزينة العمومية فإنه وجب علينا بداية توضيح مختلف آليات التمويل المتاحة للخزينة العمومية وهذا من خلال:

أولا: الموارد المالية للخزينة العمومية:

ويقصد بها إعادة تمويل الخزينة العمومية، فتنخذ مواردها كل أشكال السيولة وتجمع من المدخرات الناجمة عن المؤسسات، فوائض تسيير ميزانية الدولة وموارد من بنك الجزائر ويمكن توضيحها فيما يلي: (خليل، 2012، الصفحات 41-42)

1-الودائع: وتشمل ما يلي:

- النقود المحصل عليها من بنك الجزائر لقاء بيع السندات؛
- تسيير ودائع تحت الطلب، عن طريق شبائيكها وبواسطة مركز الصكوك البريدية؛
- فتح حسابات جارية للمؤسسات، ومبالغها الكبيرة تشكل مورد هام للخزينة.

2-الادخار السائل: ينجم عن بيع سندات الخزينة للأفراد وغيرهم قصد الحصول على الادخار، وحدث هذا في الجزائر سنة 1994 حيث أصدرت سندات الخزينة لمدة سنة بفائدة 16,5% وبمبلغ 10.000,00 دج أين حصلت الخزينة العمومية بموجبها على 1,9 مليار دج عن طريق "CNEP" وبمبلغ 400 مليون دج عن طريق البنوك التجارية الأخرى. وفي سنة 2016 أصدرت الخزينة العمومية سندات القرض الوطني للنمو الاقتصادي بموجب القرار الوزاري المؤرخ في 28/03/2016 المعدل والمتمم، (الجريدة الرسمية، العدد 20، 2016، صفحة 33) والذي من خلاله حصلت الخزينة العمومية على مبلغ 158,7 مليار دينار نهاية 2016، نتيجة اكتتاب البنوك المحلية في القرض الوطني. (محافظ بنك الجزائر، 2017، صفحة 12)

3-طرح سندات في السوق المالية: بإمكان الخزينة العمومية أن تحصل على قروض وطنية أو دولية في إطار تمويلها لمشاريع ضخمة عن طريق طرحها لسندات في السوق المالي.

4-تسيقات وقروض من المؤسسات المالية والبنكية: بإمكانها اللجوء إلى بنك الجزائر أو المؤسسات المالية المختلفة لمعالجة الاختلالات أو لتغطية العجز وهذا كما يلي:

4-1-تمويل بنك الجزائر للخزينة العمومية: إذ يتم اللجوء إليه في حالتين:

- حالة اختلال مؤقت للميزانية: يقدم فيه بنك الجزائر تسيقات (قروض مؤقتة) للخزينة العمومية لتدارك الاختلال الحاصل بين مواردها واستخداماتها؛

- حالة عجز تام: هنا يقدم بنك الجزائر للخرزينة العمومية قروضا بـ 10% من الموارد العادية للسنة السابقة، واجبة السداد في أجل 240 يوما حسب (المادة 78 من القانون 90-10)، أو يطبق سياسة السوق المفتوحة بشرائه لسندات عامة من السوق النقدية حيث حددت (المادة 77 من القانون 90-10) المبلغ الإجمالي للعملية بـ 20% من موارد السنة السابقة.

4-2-تمويل باقي المؤسسات المالية: يمكنها كذلك الحصول على قروض من المؤسسات المالية سواء أكانت مؤسسات تأمين أو بنوك تجارية وهذا وفق سقف محددة.

ثانيا: التمويل النقدي والمالي للخرزينة العمومية: باعتبار أن الخزينة العمومية تمثل الصندوق المالي للدولة فهي موكلة بمهمة تحصيل الإيرادات وتسديد النفقات كما تقوم بتسيير الدين العام، مما أتاح لها فرص تمويل متعددة منها ما هو نقدي وآخر مالي نوضحه فيما يلي: (بخراز، 2008، الصفحات 82-83)

1-التمويل النقدي للخرزينة العمومية:

يتم التمويل النقدي للخرزينة العمومية عبر قناتين رئيسيتين هما:

1-1-تمويل بنك الجزائر للخرزينة العمومية: يتم التمويل ضمن القروض المباشرة وغير المباشرة كما يلي:
- تمويل ضمن القروض المباشرة: هي قروض مسجلة في بند خاص ضمن ميزانية بنك الجزائر، تحت اسم قروض للخرزينة العمومية وذلك بموجب اتفاق بين بنك الجزائر والحكومة، ويمكن أن تستفيد منه جراء التغيرات في سعر الصرف.
- تمويل ضمن القروض غير المباشرة: وهي شراء بنك الجزائر أو الأخذ لأجل للسندات العمومية (Bon de Trésor).

1-2-تمويل بعض البنوك للخرزينة العمومية: يتم التمويل عن طريق اكتتاب البنوك المقرضة للخرزينة على حساباتهم الجارية، ويؤدي ذلك إلى:

- أثر مباشر: إصدار نقود من بنك الجزائر، نتيجة إعادة التمويل لديه ثم تقدم كقرض للخرزينة العمومية.
- أثر غير مباشر: يؤدي إلى ارتفاع الكتلة النقدية، نتيجة توجه النقود لتغذية ودائع بنكية لا لتمويل الخزينة، ونتيجة لمفعول المضاعف النقدي تزيد أيضا الكتلة النقدية.

إلا أننا نشير إلى أن بنك الجزائر عادة ما يعتمد على الطريقة الأولى في التمويل وهذا تجنباً لآثار التضخمية، كما نجد بأن نشاط الخزينة العمومية يؤثر على السيولة البنكية فإما تعمل على امتصاصها بإصدارها للسندات للاكتتاب أو رفعها بدفع الرواتب ومستحقات التسيير.

2-التمويل المالي للخرزينة العمومية: ويتم هذا التمويل من خلال:

- إصدار سندات خزينة للاكتتاب من طرف الخواص؛
- إصدار قرض للدولة (اقتراض لصالح الخزينة بإصدار سندات وبيعها في السوق المالي)؛
- اللجوء إلى ودائع محصلة أو الاكتتاب في سندات الخزينة على الحساب الجاري من طرف صناديق الادخار.

ثالثا: المفاضلة بين التمويل النقدي والمالي للخزينة العمومية:

تلجأ الخزينة العمومية للبحث عن التمويل عند تسجيلها لعجز مؤقت أو دائم في أرصدها وهو ما يعبر عنه بإصلاح السيولة الآنية والسيولة الهيكلية، إلا أن قرار اختيار التمويل الأمثل يخضع لمعايير منها: قيمة (مبلغ) العجز، المدة اللازمة للسداد والأخطار المتوقعة منه، وعليه يجب على الخزينة العمومية دراسة الأسلوب الذي ستحصل به عن الأموال: (بخراز، 2008، الصفحات 84-85)

- باللجوء إلى التمويل من السوق المالي، الذي قد يكون أقل تكلفة لكنه مرتفع المخاطر ويستغرق وقتا أطول مقارنة بالتمويل من السوق النقدي الذي ولو تكلفته مرتفعة قليلا إلا أنه يكون فورا، أو اللجوء إلى الإصدار النقدي مع خطر الزيادة في الكتلة النقدية؛

- تحتفظ الخزينة العمومية باحتياطات لدى بنك الجزائر في شكل حساب جاري برصيد دائن بشكل يومي، ما يمكنها من اللجوء إليه في حالة التمويل القصير الأجل (يوم، أسبوع، شهر، شهران على الأكثر)؛

- تتحكم الخزينة العمومية في اختيار طريقة التمويل وحل مشكل السيولة، إذ أنها تقوم بدراسات إحصائية تنبؤيه تكون إما: سنوية بخصوص (عجز الميزانية، القروض المسددة، الاقتراضات الحاصلة)، أو شهرية لحجم المبالغ المسددة في دفع الرواتب وكذا تواريخ استحقاق سندات الخزينة من طرف الخواص، وبتجميع الدراستين تقرر نوع التمويل الأنجع.

رابعا: سيولة الخزينة العمومية:

قد تتعرض الخزينة العمومية لبعض مشاكل نقص السيولة وهذا نجده مرتبط إما بطبيعة علاقتها مع المؤسسات الاقتصادية والمالية والبنكية الناشطة في الاقتصاد، أو بمدى كفاءتها في إدارة الدائرة النقدية كما يمكن أن نرجعه لوضع البلد الاقتصادي بشكل العام، ومنه نميز في الخزينة العمومية نوعين من السيولة إما: (خليل، 2012، الصفحات 45-46)

1- السيولة الآنية (الجارية): وهي الفارق الموجب بين الإيرادات والنفقات لكل يوم، وإن فاقت النفقات المداخيل هنا وجب التدخل وأخذ الإجراءات التصحيحية، أما معيار درجة السيولة فهو يعتمد على الرصيد الموجب لها لدى بنك الجزائر مضاف له رصيد القروض المقدمة من بنك الجزائر للخزينة العمومية.

أما محددات السيولة الآنية فهي:

- السيولة لدى صناديق المحاسبين العموميين؛

- الرصيد الموجب لدى بنك الجزائر؛

- الاحتياطي الإضافي، ويتشكل من السندات المضمونة والأوراق المستحقة الدفع؛

فهذه المحددات يمكن التحكم فيها لتكون سببا في علاج مشكل السيولة الآنية.

2- السيولة الهيكلية: وتنتج نتيجة الاختلال المسجل بين النفقات والإيرادات لفترة تعادل ستة شهور أو سنة وتميز فيها حالتين:

- فائض الميزانية: عندما تكون الإيرادات أكبر من النفقات، حيث يعكس نقص السيولة العامة.
- عجز الميزانية: عندما تكون الإيرادات أقل من النفقات، حيث يعكس فائض السيولة العام.
- أما محددات السيولة الهيكلية فهي:
 - الاقتراض العمومي (المدى المتوسط والطويل)؛
 - سندات الخزينة بآجال متعددة؛
 - السندات والأوراق التي مجوزتها؛
 - اقتراض من البنك الخارجي؛
 - اقتراض خارجي.

ومن خلال التحكم في هذه المحددات يمكن إيجاد الحلول لمشكل السيولة الهيكلية للخزينة العمومية.

الفرع الثاني: أسس التمويل غير التقليدي بالجزائر:

يعد التمويل غير التقليدي بالمسمى الجزائري -التيسير الكمي بالمفهوم الاقتصادي العالمي- وصفة نيو كينزية قائمة بالأساس على التدخل المباشر للبنك المركزي في الاقتصاد الحقيقي بتوفيره للتمويل الضروري بهدف تحفيز الطلب الكلي أي التوسع في الانفاق (الاستهلاكي والاستثماري) على المدى الطويل أي يقوم بعملية إصدار نقدي جديد بطريقة مغايرة غير تقليدية.

ولتحديد أسس التمويل غير التقليدي المطبق في الجزائر وجب معرفة محددات سقف الإصدار النقدي الجديد حسب ما ورد في قانون النقد والقرض:

أولاً: الإصدار النقدي قبل قانون (17-10):

وفقاً لقانون النقد والقرض 90-10 وما تلاه من تعديلات يمكن التعرف على الحالات التي يقوم فيها بنك الجزائر بإصدارات نقدية جديدة ونلخصها فيما يلي:

1-الذهب والعملات الأجنبية: تسوى عمليات التبادل التجاري بين الدول عن طريق العملات الصعبة والذهب النقدي وهو ما من شأنه أن ينتج فوائض لدى الدول المصدرة، غير أن تلك الفوائض المتحصل عليها من الذهب والعملات الأجنبية لا تتداول محلياً فيقوم بنك الجزائر بتحويلها لعملة وطنية (علي، 2015)، بمعنى أن الإصدار النقدي الجديد يجب أن يتم بمقابل أي غطاء من الفوائض المحقق من الذهب والعملات الأجنبية.

وعليه نستنتج أنه قبل صدور قانون 17-10 كان سقف إصدار النقود وفق نظام التغطية بفوائض الذهب النقدي والعملات الأجنبية هي القيمة الكلية لهذه الفوائض (الجريدة الرسمية، العدد 52، 2003، الصفحات 7-8).

2- **سندات الخزينة:** تحتاج الخزينة العمومية في تسييرها للميزانية العامة للدولة للتمويل خاصة في الفترات التي تفوق فيها النفقات العامة المسطرة إيراداتها ويكون ذلك في الجزائر من خلال طلب الخزينة العمومية لتسيقات من بنك الجزائر لتغطية العجز في الموازنة العامة الناتج عن تجاوز قيمة النفقات المستمرة لقيمة الإيرادات المتقطعة (لطرش، 2010، صفحة 44).

وقد تم تحديد سقف هذه الإصدارات النقدية قبل قانون 17-10، بقيمة 10% من الإيرادات العادية للدولة للسنة الماضية ويكون استحقاق هذه الأموال خلال 240 يوما. على أن يقوم بنك الجزائر بشراء هذه السندات من خلال السوق الثانوي (سوق ما بين البنوك) (الجريدة الرسمية، 2003، صفحة 8).

3- **إعادة الخصم:** باعتبار أن البنك المركزي يعد الملجأ الأخير للإقراض بالنسبة للبنوك التجارية فتقوم هذه الأخيرة بإعادة الخصم للأصول المالية (السندات التجارية) التي تحصلت عليها من عمليات خصم سابقة لدى البنك المركزي، فعملية إعادة الخصم تعد عملية إقراض بالنسبة للبنك المركزي يحصل من خلالها على مقابل أو عمولة كما يمكن تسميتها بالاقراض الوطني.

وبالنسبة للجزائر لم تحدد القوانين والنصوص التشريعية نوعية الأوراق المالية القابلة لإعادة الخصم ولا سقف الإصدار النقدي مقابلها، وبقي هذا الأمر من تقديرات بنك الجزائر بما يراه مناسباً للاقتصاد الوطني وقراءته للسياسة النقدية الواجب اتباعها في مثل هكذا وضع (لطرش، 2010، صفحة 45).

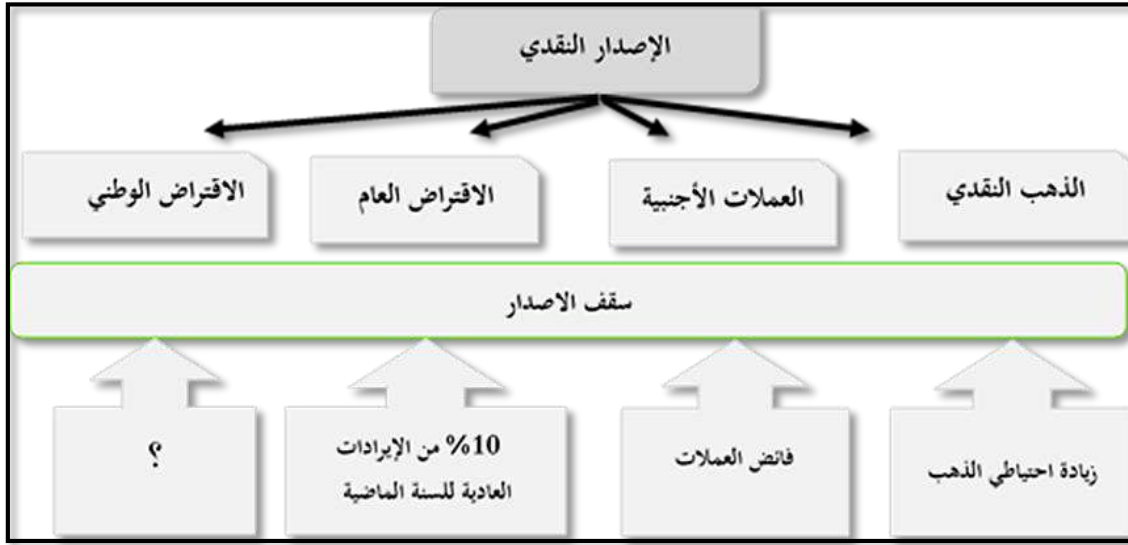
وهو ما يقودنا إلى القول بأن سقف الإصدار النقدي يحدده بنك الجزائر وفق السياسة النقدية التي يتبناها، ففي التعليم رقم 02-2016 المؤرخة في 24 مارس 2016 حدد بنك الجزائر هذه السندات ب (بنك الجزائر، التعليم 16-02، 2016):

3-1- **سندات الخزينة العمومية:** متمثلة في سندات الخزينة قصير الأجل (الأقل من سنة)، والمتوسطة الأجل (تتراوح مدتها من سنتين إلى خمس سنوات) ويسقف بنك الجزائر العملية هنا ب 90% من القيمة الاسمية.

3-2- **سندات خاصة:** التي تمثل السندات الناتجة من العمليات التجارية مع الخارج والتي لا تتعدى المدة المتبقية لاستحقاقها 06 أشهر، فهي السندات الممثلة لقروض الخزينة وللقروض متوسطة الأجل القابلة لإعادة الخصم لفترة 06 أشهر. وبنك الجزائر هنا يسقف العملية ب 70% من القيمة الاسمية بالنسبة للعمليات التجارية، و50% بالنسبة للعمليات الأخرى.

وعليه يمكن أن نوجز عملية الإصدار النقدي قبل قانون 17-10 في الشكل التالي:

الشكل رقم (3-9): سقف الإصدار النقدي قبل قانون (10-17)



المصدر: (حمزة، 2018، صفحة 218).

ثانيا: سقف الإصدار النقدي حسب القانون (10-17):

جاء القانون 10-17 ليتمم الأمر 03-11 المتعلق بالنقد والقرض من خلال تعديل بسيط مس المادة 45 بإضافة المادة 45 مكرر التي بموجبها أصبح بإمكان بنك الجزائر تمويل الخزينة العمومية وبشكل مباشر من خلال شراء السندات المالية التي تصدرها استثناءا ولمدة 05 سنوات، على أن يكون هذا التمويل -الإصدار النقدي- بهدف:

- تغطية احتياجات الخزينة العمومية؛ -تمويل الدين العمومي الداخلي؛ -تمويل صندوق الاستثمار.

وعليه نقول إن هذا التعديل غيّر فقط في سقف الاصدار النقدي الجديد المتعلق بالعملية التمويلية بين بنك الجزائر والخزينة العمومية، أين سمح لبنك الجزائر بشراء سندات الخزينة بصورة مباشرة من مصدرها أي من السوق الأولي كما أجبره على شراء الأصول المالية التي تصدرها الخزينة العمومية بغض النظر عن درجة مخاطرها ودون اعتبار لجودتها المالية، فأصبح بإمكان بنك الجزائر إصدار المزيد من العملة الوطنية تلبية لاحتياجات الخزينة العمومية وبدون غطاء حقيقي لها، والشكل التالي يوضح التحولات الحاصلة في سقف الإصدار النقدي:

الشكل رقم (3-10): سقف الإصدار حسب القانون (17-10)



المصدر: (حمزة، 2018، صفحة 219).

الفرع الثالث: ضوابط آلية تمويل بنك الجزائر للخزينة العمومية وفق القانون (17-10):

إن التعديل في العلاقة التمويلية بين بنك الجزائر والخزينة العمومية حددت له المادة 45 مكرر من القانون 10-17 ضوابط يجب الالتزام بها وهذا تجنباً للآثار السلبية التي قد تنتجها آلية التمويل غير التقليدي والمتمثلة في كونها: (نسيب، 2019)

1-استثنائية: وهذا نظراً لارتباطها المباشر-تمويل بنك الجزائر للخزينة العمومية-بحدوث العجز في الموازنة العامة وهذا الأخير يتحدد وفق الاختلالات المسجلة بين النفقات والإيرادات ومنه نقول إن هذه الآلية التمويلية تعد ظرفية لحل أزمة نقص الموارد المالية الناجم عن انهيار أسعار النفط وعلية انخفاض مداخل الجباية البترولية التي تعد المصدر الرئيسي لإيرادات الدولة.

2-محددة بمدة زمنية: حددت فترة الاعتماد على التمويل غير التقليدي بخمس سنوات، لكن المدة لا تشكل خطراً بقدر ما يشكله حجم الإصدار النقدي الذي يوافق ويرتبط بقيمة العجز في الميزانية، لذا وجب على الحكومة والسلطة النقدية الإسراع بإيجاد الحلول المناسبة لهذا العجز وتجنب المزيد من الإصدار النقدي لما ثبت عنه من انعكاسات سلبية على الوضع الاقتصادي والاجتماعي إذا طال أمده وحجمه.

3-تتم عن طريق سندات الخزينة: أكد القانون 10-17 أن بنك الجزائر يمول الخزينة العمومية بشراء السندات الصادرة عنها، وبطبيعة الحال فهي تمثل قيمة العجز المسجل في الموازنة العامة.

4-الشراء مباشرة: وفق القانون 10-17 وعلى عكس التنظيمات السابقة، يقوم بنك الجزائر بتمويل مباشر للخزينة العمومية بشراء السندات الصادرة عنها مباشرة دون شرط مرورها عبر السوق الثانوي.

5-سقف الإصدار النقدي: وفقاً لما تم ذكره سابقاً، لا يوجد حد معين أو سقف للإصدار النقدي لارتباطه بتمويل العجز الموازني، إلا أن وزير المالية وبعد مطالبة عدد من الخبراء بضرورة تحديد سقف الإصدار النقدي، صرح بأن المبالغ التي سيتم إصدارها لن تتعدى 2.382,00 مليار دينار والتي تمثل عجز الموازنة لسنتي 2017 و2018 وهذا في ظل توقعات بتناقص عجز الميزانية العام ليصل إلى الصفر في 2019. (ناصر، 2018)

فمن خلال ما تم ذكره يتضح بأن هذه الآلية التمويلية المتبعة تتعلق بعملية إصدار نقدي جديد مغايرة لما كان مقررا في التشريع السابق الذي حدد العلاقة التمويلية بين بنك الجزائر والخزينة العمومية، ويمكن تلخيصها في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-7): العلاقة التمويلية بين بنك الجزائر والخزينة العمومية

في ظل قانون النقد والقرض (11-03/10-90)	في ظل القانون (10-17)
وفقا للمادة 46: يقرض بنك الجزائر الخزينة العمومية بأن يفتح لها حسابا جاريا على المكشوف، بحيث لا يتجاوز رصيدها فيه 10% من إجمالي الإيرادات العامة للسنة السابقة.	أعفيت الخزينة العمومية من هذا الشرط وأصبح بإمكانها فتح حساب جار على المكشوف دون سقف للالتزام وبشروط أيسر، فتكون الخزينة العمومية قد تحصلت على مورد تمويلي غير تقليدي.
لا يسمح لبنك الجزائر بشراء سندات الخزينة العمومية إلا من السوق الثانوي (سوق ما بين البنوك).	سمح لبنك الجزائر بشراء سندات الخزينة بصورة مباشرة من مصدرها أي من السوق الأولي، وهذا هو البعد غير التقليدي في عملية التمويل المباشرة.
اكتساب بنك الجزائر لصفة الاستقلالية بناء على القانون (10-90) ما جعله متعاملا اقتصاديا مستقلا في سوق النقد وفق الأساليب الاستثمارية المتفق عليها والتي تقضي بعدم الاستثمار في الأوراق المالية غير الجيدة وهي الصفة الغالبة على سندات الخزينة.	يجبر بنك الجزائر على شراء الأصول المالية التي تصدرها الخزينة العمومية بغض النظر عن درجة مخاطرها ودون اعتبار لجودتها المالية، مع إمكانية تمديد آجال استحقاقها.
وفق قانون النقد والقرض والقوانين الاقتصادية المعمول بها، إن أي عملية إصدار نقدي جديد (طبع نقود) تخضع لآليات ومحددات دقيقة تضبطها منها: -وجود مقابلات (غطاء) للإصدار النقدي الجديد. -وضعية الاقتصاد الوطني ومعدلات النمو المراد تحقيقها، بمعنى أن التوسع النقدي يكون محددا بنسبة من الناتج الداخلي الخام PIB.	أصبح بإمكان بنك الجزائر إصدار المزيد من العملة الوطنية تلبية لاحتياجات الخزينة العمومية وبدون غطاء لها.

المصدر: من إعداد الباحث.

المطلب الثاني: التمويل غير التقليدي بالجزائر: مجالات الاستخدام، برنامج الاصدار:

إن التعديل الذي طرأ على قانون النقد والقرض كان الهدف منه التأثير على العلاقة التمويلية بين بنك الجزائر والخزينة العمومية، إذ سيسمح للخزينة العمومية بالحصول على التمويل المباشر الضروري لتغطية نفقاتها وتمويل عجزها، سداد الدين العمومي، وتمويل الاستثمارات.

الفرع الأول: مجالات استخدام التمويل غير التقليدي بالجزائر:

في إطار التمويل غير التقليدي تم إبرام ثمانية اتفاقيات بين الخزينة العمومية وبنك الجزائر، ستة (06) خلال الفصل الأخير من سنة 2017 واتفاقيتين (02) خلال الفصل الأول لسنة 2018 وقضت بـ: (شاوش اخوان، شعباني، و هادف، 2020)

1-تمويل احتياجات الخزينة العمومية: وفقا لأحكام المادة 45 مكرر من القانون 10-17 المعدل والمتمم للأمر 11-03 المؤرخ في 26 أوت 2011 المتعلق بالنقد والقرض، أصدرت المديرية العامة للخزينة العمومية سندات مالية لفائدة بنك الجزائر بمبلغ 570 مليار دج مقسمة على عدة فئات من السندات حسب آجال استحقاقها وهذا من أجل تغطية احتياجات الخزينة

العمومية وحددت الاتفاقية رقم 14 المؤرخة في 29/10/2017 كيفية إصدار السندات من حيث المبالغ وأسعار الفائدة المكافئة لها المقدرة بـ 0,50%، والتي كانت كما يلي:

- الفئة الأولى: سند الخزينة المطابق لمدة 05 سنوات، المستحق الدفع في 2022/10/30.
- الفئة الثانية: سند الخزينة المطابق لمدة 07 سنوات، المستحق الدفع في 2024/10/30.
- الفئة الثالثة: سند الخزينة المطابق لمدة 10 سنوات، المستحق الدفع في 2027/10/30.
- الفئة الرابعة: سند الخزينة المطابق لمدة 15 سنة، المستحق الدفع في 2032/10/30.
- الفئة الخامسة: سند الخزينة المطابق لمدة 20 سنة، المستحق الدفع في 2037/10/30.

2-تسديد الدين العمومي الداخلي: أصدرت المديرية العامة للخزينة العمومية سندات مالية لفائدة بنك الجزائر من أجل تسديد الدين العمومي الداخلي، وحددت الاتفاقية رقم 16 المؤرخة في 07/11/2017 كيفية إصدار السندات من حيث المبالغ، وحدد أسعار الفائدة بـ 0,50%، وتواريخ الاستحقاق لتكون فئات السندات على النحو التالي:

- الفئة الأولى: سند الخزينة المطابق لمدة 07 سنوات، المستحق الدفع في 2024/11/08.
- الفئة الثانية: سند الخزينة المطابق لمدة 10 سنوات، المستحق الدفع في 2027/11/08.
- الفئة الثالثة: سند الخزينة المطابق لمدة 15 سنة، المستحق الدفع في 2032/11/30.
- الفئة الرابعة: سند الخزينة المطابق لمدة 20 سنة، المستحق الدفع في 2037/11/30.
- الفئة الخامسة: سند الخزينة المطابق لمدة 25 سنة، المستحق الدفع في 2042/11/30.
- الفئة السادسة: سند الخزينة المطابق لمدة 30 سنة، المستحق الدفع في 2047/11/30.

3-تمويل الصندوق الوطني للاستثمار: حددت الاتفاقية رقم 20 المؤرخة في 07/11/2017 المبرمة بين الخزينة العمومية والبنك المركزي المدة الدنيا والقصوى للسندات المصدرة في هذا الإطار، وكذا مبالغها وآجال استحقاقها وكذا نسبة الفائدة المحدد بـ 0,50%، التي قسمت إلى فئات كمايلي:

- الفئة الأولى: سند الخزينة المطابق لمدة 07 سنوات، المستحق الدفع في 2024/11/08.
- الفئة الثانية: سند الخزينة المطابق لمدة 10 سنوات، المستحق الدفع في 2027/11/08.
- الفئة الثالثة: سند الخزينة المطابق لمدة 15 سنة، المستحق الدفع في 2032/11/30.
- الفئة الرابعة: سند الخزينة المطابق لمدة 20 سنة، المستحق الدفع في 2037/11/30.
- الفئة الخامسة: سند الخزينة المطابق لمدة 25 سنة، المستحق الدفع في 2042/11/30.
- الفئة السادسة: سند الخزينة المطابق لمدة 30 سنة، المستحق الدفع في 2047/11/30.

الفرع الثاني: برنامج الإصدار النقدي وفق سياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر:

مع ندرة مصادر التمويل البديلة وتزايد الضغوطات على المالية العامة، وفي ظل استبعاد التمويل الخارجي تطلب الأمر لجوء بنك الجزائر لتشكيل فريق عمل يضم مجموعة من الخبراء من أجل إيجاد حلول للمشاكل المالية (نقص السيولة المصرفية،

صعوبة تمويل الاقتصاد، واستخدام التمويل غير التقليدي (لوحة النقود)، فخرج فريق العمل بجملة من التوصيات بإصداره لتعليمية موجهة لبنك الجزائر في أفريل 2017 بعنوان تمويل الاقتصاد: "المزائق والحلول الممكنة" (Banque d'algerie, 2019). إلا أنها وردت متناقضة في محتواها بحيث من جهة حذرت من اختيار هذا الأسلوب التمويلي لاختلاف الظروف وواقع الاقتصاد الجزائري عن الدول المتقدمة التي طبقت سياسة التيسير الكمي لافتقاره لمؤسسات مالية ومصرفية ذات كفاءة عالية، ومن جهة ثانية دعت لضرورة اعتماده وهو ما يكرس عدم استقلالية بنك الجزائر، فهذه الضباية شجعت الحكومة وبنك الجزائر على اعتماد هذه الآلية التمويلية كخيار استراتيجي وحل استثنائي للأزمة المالية التي تشهدها البلاد، فسطرت له برنامج للإصدار النقدي لمدة تمتد لخمس سنوات وفق الأهداف المراد تحقيقها، والجدول الموالي يوضح وضعية المبالغ المالية التي تم إصدارها في إطار التمويل غير التقليدي إلى غاية 2019/01/31.

الجدول رقم (3-8): وضعية أرصدة التمويل غير التقليدي للفترة 2017/10/30 إلى 2019 /01/31

الإصدار الأول:	أكتوبر 2017	2.185,00 (مليار دج)
تمويل العجز الإجمالي للخزينة العمومية لسنة 2017	570,00	
تمويل الصندوق الوطني للاستثمار	354,00	
إعادة شراء الجزء الأول من سندات الخزينة العمومية لفائدة سوناطراك	452,00	
إعادة شراء سندات الخزينة العمومية المتعلقة بديون سونلغاز	545,00	
موجهة لتسديد الجزء الأول من القرض الوطني السندي	264,00	
مجموع الإصدار إلى 2017/11/30 (1)	2.185,00	
الإصدار الثاني:	جانفي 2018	1.400,00
كتسبيق لتغطية جزئية لعجز الخزينة العمومية المرتقب لسنة 2018	900,00	
لتسديد ديون الصندوق الوطني للتقاعد اتجاه الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي	500,00	
مجموع الإصدار إلى 2018/03/31 (2)	3.585,00	
الإصدار الثالث:	سبتمبر 2018	420,00
إعادة شراء سندات الخزينة العمومية لفائدة القرض الشعبي الجزائري لتطهير ديون سونلغاز.	100,00	
لصالح الصندوق الوطني للاستثمار لتمويل مؤخرات برامج السكن (AADL) لسنتي 2017/2018.	320,00	
مجموع الإصدار إلى 2018/09/30 (3)	4.005,00	
الإصدار الرابع:	نوفمبر 2018	1.187,20
لفائدة الصندوق الوطني للاستثمار لتمويل مشروع (الفوسفات المدمج) بشرق البلاد	735,20	
لفائدة سوناطراك تمثل تعويضات فوارق أسعار الوقود المتراكمة بين سنتي 2012 و2014.	452,00	
مجموع الإصدار إلى 2018/11/30 (4)	5.192,20	
الإصدار الخامس:	ديسمبر 2018	364,00
مخصصة لسداد الدين العمومي الداخلي	364,00	
مجموع الإصدار إلى 2018/12/30 (5)	5.556,20	
الإصدار السادس:	جانفي 2019	1.000,00
تمويل عجز الخزينة العمومية لسنة 2018	1.000,00	
مجموع الإصدار إلى 2019/01/30 (6)	6.556,20	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: - بنك الجزائر، حوصلة حول التطورات النقدية والمالية لسنة 2017 وتوجهات سنة 2018،

ديسمبر 2018، ص: 18-20.

- الوضعيات الشهرية لبنك الجزائر من أكتوبر 2017 إلى غاية فيفري 2019.

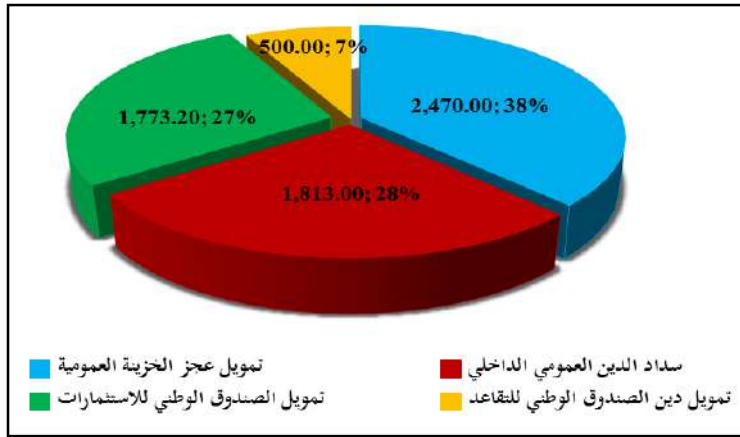
وحسب محافظ بنك الجزائر فإن إجمالي مبالغ الإصدار النقدي من أكتوبر 2017 وإلى غاية جانفي 2019 بلغت 6.556,2 مليار دينار لتمثل نسبة 28% من إجمالي الناتج الداخلي الخام لسنة 2017، وقد وجهت هذه المبالغ إلى الاستخدامات التالية: (Banque d'algerie, 2019, pp. 6-7)

- منها مبلغ 2.470,00 مليار دينار وُجّه لتغطية عجز الخزانة العمومية لسنتي 2017 و 2018 وجزء من سنة 2019؛
- مبلغ 1.813,00 مليار دينار لتمويل الدين العمومي والمتمثل إجمالاً في ديون الشركتين الوطنيتين (سوناطراك وسونلغاز) بالإضافة إلى سداد مستحقات الجزء الأول من القرض السندي (سندات النمو)؛
- مبلغ 500,00 مليار دينار، خصص للصندوق الوطني للتقاعد CNR قصد سداد ديونه تجاه الصندوق الوطني للتأمينات الاجتماعية CNAS.
- أما المبلغ المتبقي المقدّر بـ 1.773,2 مليار دينار فقد خصص للصندوق الوطني للاستثمار لتمويل برامج سكنات عدل وعجز الصندوق الوطني للتقاعد وهيكله المشاريع، إذ نلاحظ أنه يشكل ما نسبته 27% من المبلغ الإجمالي للإصدار النقدي بعنوان هذه العملية.

فقرآتنا الأولية لهذه النسبة تقودنا إلى أن الحكومة وبنك الجزائر يفكران جديا في حل الأزمة وفي أسرع وقت باعتبار أن الاستثمار هو العنصر الفاعل الذي يقودنا لرفع الإنتاج وبالتالي معدل نمو الاقتصاد الوطني، لكن بالعودة إلى أوجه تخصيصها فنجد أن المبالغ المخصصة لهذا الصندوق لم توجه للمؤسسات والشركات الصناعية الكبرى المنتجة التي تساهم في رفع الناتج الداخلي الخام والتي هي في الواقع لا تعاني من مشكل التمويل، بل استغلت في سداد ديون المؤسسات العمومية (الصندوق الوطني للتقاعد، سوناطراك) وتمويل (دعم) البرامج السكنية، وعليه فهذه الأخيرة لا تعتبر استثمارة حقيقيا قادرا على تقديم القيمة المضافة للاقتصاد الوطني والمساهمة في نمو الناتج الداخلي الخام الذي بقي ضعيفا ولم يتجاوز معدل 2% حتى بعد ضخ سيولة جديدة في الاقتصاد وهو ما يعكس عدم مساهمتها في الإنتاج.

وفي الأخير يمكن توضيح نسب تخصيص مبالغ التمويل غير التقليدي في الشكل التالي:

الشكل رقم (3-11): توزيع إجمالي مبالغ التمويل غير التقليدي لغاية 2019/01/31



المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على Point de situation sur le financement non conventionnel, Banque d'Algérie

من خلال الشكل يتبين لنا أن 38% من الأموال التي تم طبعها وفق آلية التمويل غير التقليدي خصصت لتمويل عجز الخزينة العمومية في حين خصص لسداد الدين الداخلي ما نسبته 28%، أما الصندوق الوطني للاستثمار فقد استفاد من حصة 27% أما النسبة المتبقية والتي تمثل 7% فقد خصصت لسداد ديون الصندوق الوطني للتقاعد.

أما من حيث الاستخدام فقد تم ضخ مبلغ 3.114,4 مليار دج في الاقتصاد من المبلغ الإجمالي المطبوع (6.556,2 مليار دينار) في حين نجد مبلغ 3.441,8 مليار دينار لم يضح بعد وهو مفصل كما يلي:

- رصيد 945,1 مليار دينار محتفظ به في حساب الخزينة لدى بنك الجزائر، وبالتالي لم يتم ضخه بعد في الاقتصاد؛
- مبلغ 656,7 مليار دينار مودع في حساب الصندوق الوطني للاستثمار لدى الخزينة العمومية بهدف استخدامه حسب الحاجة المثبتة؛
- مبلغ 1.830,00 مليار دج خاضع للتقييم من قبل بنك الجزائر من خلال أدواته المختلفة.

المطلب الثالث: سياسة التمويل غير التقليدي بالجزائر: آلية المتابعة؛ البدائل المقترحة:

من أجل ضمان نجاعة سياسة التمويل غير التقليدي كان لزاما على الحكومة أن ترافقها بتدابير وإصلاحات هيكلية وأن تحدد كيفية مراقبتها وتقييمها، وهو ما سنتطرق إليه من خلال هذا المطلب، إضافة لاقتراح بعض الحلول البديلة لسياسة التمويل غير التقليدي.

الفرع الأول: آلية تقييم ومتابعة برنامج التمويل غير التقليدي بالجزائر:

لقد تم إقرار المرسوم التنفيذي رقم 18-86 المؤرخ في 05 مارس 2018 (الجريدة الرسمية، العدد 15، 2018)، يتضمن آلية متابعة التدابير و الإصلاحات الهيكلية في إطار تنفيذ التمويل غير التقليدي، والذي يهدف إلى تحديد آلية متابعة التدابير والإصلاحات الهيكلية، الاقتصادية والمالية والميزانية الرامية إلى استعادة توازنات خزينة الدولة وتوازن ميزان المدفوعات وذلك في أجل أقصاه 05 سنوات ابتداء من أول جانفي 2018 .

حيث كُلف بنك الجزائر بإنشاء لجنة تتكون من ممثليه وممثلي وزارة المالية تضمن متابعة وتقييم تنفيذ التدابير والأعمال من خلال:

-تقترح على وزير المالية وتعمل على اعتماد مستوى اللجوء إلى التمويل غير التقليدي والبرنامج التقديري لإصدار سندات الدولة المترتبة على ذلك.

-تضمن رصد النتائج في مجال إعادة توازنات خزينة الدولة وتوازن ميزان المدفوعات.

-يتم إعلام اللجنة في أداء مهامها المحددة كل ثلاثة (03) أشهر من طرف وزير المالية، بالأعمال والتدابير المحققة والمتعلقة بإنجاز البرنامج المرفق.

-ترسل اللجنة إلى محافظ بنك الجزائر كشفا فصليا يبين ما يلي:

- مدى تنفيذ التدابير والإصلاحات المحققة لإنجاز البرنامج المرفق؛

- وضعية المعطيات المالية المتعلقة بخزينة الدولة والتوازنات الخارجية؛
- مستوى اللجوء إلى التمويل غير التقليدي بالرجوع إلى الأهداف المخولة.

ليقوم محافظ بنك الجزائر برفع تقرير كل سداسي لرئيس الجمهورية عن انجاز الالتزامات المالية والنقدية وكذا أثرها. أما بخصوص الإصلاحات الهيكلية التي أقرها المرسوم التنفيذي رقم 18-86 والتي يجب أن ترافق سياسة التمويل غير التقليدي للخمس سنوات قادمة فقسمت إلى أربع محاور كما يلي:

أولاً: استعادة توازنات خزينة الدولة: وقصد استعادة توازنات خزينة الدولة بعد خمس سنوات من تطبيق التمويل غير التقليدي فقد نص المرسوم على الإصلاحات التالية:

1- تعزيز قدرات التقدير والتسيير للنفقات العامة للدولة وعصرنة مجموع الأنظمة المستخدمة في تحضير وتنفيذ الميزانية من خلال:
- الإسراع في استكمال وإصدار مشروع القانون العضوي المتعلق بقوانين المالية خلال سنة 2018؛
- اعتماد طريقة في تسيير المالية العمومية عن طريق تفويض الاختصاصات على مستوى الجماعات المحلية والمؤسسات العمومية المقدمة للخدمة العمومية؛
- وضع نظام مندمج لتسيير الميزانية يسمح بترشيد مسارات الميزانية والتعجيل بمعالجة النشاطات المتعلقة بالإفناق.

2- تحسين الإيرادات الجبائية العادية من خلال:

- التسريع بإتمام برامج انجاز مراكز الضرائب؛
- مكافحة الغش الجبائي وتحسين التحصيل بمراجعة وتعزيز القواعد التي تحكم تحصيل الضرائب ومراجعة أدوات التحقيق.
3- التحكم في النفقات العامة وترشيدها من خلال:

- تعزيز الأحكام التنظيمية المتعلقة بنفقات التجهيز للدولة؛
- القيام بإحصاء وطني لمداخيل للأسر في سنة 2018 تحضيراً لترشيد سياسة الإعانات العمومية؛
- الشروع تدريجياً بدء من سنة 2019 في مقارنة جديدة في مجال الإعانات المباشرة وغير المباشرة من الدولة للأسر؛
- الاستمرار في ترشيد سياسة التوظيف في الوظيفة العمومية وتنفيذ التشريع في مجال التقاعد؛
- تكييف البرامج المستقبلية للتجهيزات العمومية مع التطور الذي تحقق في كل قطاع، مع ترشيد اقتصادي أكبر تماشياً والقدرات المالية للبلاد.

ثانياً: استعادة توازنات ميزان المدفوعات: وتضم الإصلاحات التالية:

1- ترشيد الواردات من السلع والخدمات من خلال:

- توجيه الأمرين بالصرف نحو إعطاء الأولوية للمنتوج المحلي من السلع والخدمات طبقاً لقانون الصفقات العمومية؛
- رفع العرض الداخلي من السلع والخدمات لتفادي تآكل احتياطي الصرف؛
- ضبط التجارة الخارجية بهدف التقليل من الواردات والحد منها؛

-مكافحة تضخيم الفواتير عن طريق تبادل المعلومات مع إدارة الضرائب والجمارك لبلد المنشأ.
2-ترقية الصادرات خارج المحروقات.

ثالثا: الإصلاحات الهيكلية المالية: وتضم الإصلاحات التالية:

1-إصلاح المالية والجبائية المحليتين من خلال:

-وضع إطار تشريعي لسياسة جبائية محلية في سنة 2019، تضمن توسيع وتحسين المنتجات الجبائية للبلديات؛
-تأهيل القدرات البشرية للبلديات على تقنيات الميزانية العصرية لضمان تسيير بأكثر فعالية للمالية المحلية وبالتالي ترشيد الانفاق العمومي المحلي.

2-الإصلاح المصرفي والمالي بهدف تنويع العرض في مجال التمويل ودفع حركية سوق القرض من خلال:

-تعميم استعمال وسائل الدفع العصرية عن طريق تطوير وتعميم شبكة الدفع الالكتروني؛
-القيام بتطوير المالية البديلة (التأمين، سوق السندات) بهدف جلب المزيد من الادخار؛
-دعم ومضاعفة نشاطات الائتمان الايجاري ورأسمال المخاطرة، لاسيما ما تعلق بمرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
-مواصلة عمليات تأهيل المستخدمين في البنوك والمؤسسات المالية مع الحرص على تعميم مفهوم الحكامة على المؤسسات المالية، وكذا تفعيل دور الصناديق الجهوية للاستثمار وجعلها أكثر تنافسية.

رابعا: الإصلاحات الهيكلية الاقتصادية وتضم:

-تطوير الاقتصاد الرقمي مع تعزيز اللامركزية في التسيير؛
- ترشيد الإنفاق العمومي وإصلاح سوق العمل؛
-عصرنة القطاع الفلاحي بما يسمح بتحقيق هدف الأمن الغذائي وترقية الصادرات الفلاحية؛
-مواصلة تنويع الاقتصاد وتفعيل النمو لاسيما خارج المحروقات؛
-تحسين مناخ الأعمال وجاذبية وجهة الجزائر فيما يخص الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

غير أننا نجد أن هذا المرسوم غير مُفعّل من الناحية العملية بدليل عدم المضي في أي اصلاح اقتصادي، مالي أو مصرفي، وبالتالي بقاء الاقتصاد الوطني رهينة قطاع المحروقات وأسعاره وعدم القدرة على خلق مصادر تمويلية أخرى غير عملية التمويل غير التقليدي أو الاستدانة الخارجية.

ومن خلال تحليلنا لسياسة التمويل غير التقليدي التي اعتمدها بنك الجزائر نخلص إلى أن قرار اعتماد التمويل غير التقليدي في الجزائر تم في ظرف تسوده الكثير من الضبابية، حيث اتخذ من جانب أحادي (الحكومة) وفرض على بنك الجزائر الذي يفتقد للاستقلالية الفعلية، دون دراسة اقتصادية حقيقية لمقومات الاقتصاد الجزائري والبدائل التمويلية المطروحة وهو ما نستشفه أيضا من قرار التجميد المتعلق بطبع النقود الذي هو الآخر اتخذ دون دراسة أو تقييم لهذه السياسة.

الفرع الثاني: الحلول البديلة لسياسة التمويل غير التقليدي:

أثبتت بعض التجارب الدولية في السياسة النقدية غير التقليدية نجاعتها وكفاءتها في مجابهة الأزمات على غرار تجارب كل من (بنك اليابان، الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، بنك إنجلترا، البنك المركزي الأوروبي) بعد الأزمة المالية العالمية 2008. ولو نظرنا لتجارب الدول النامية في السياسة النقدية غير التقليدية رغم قلتها نجد أنها تشبه سياسة التمويل غير التقليدي التي اعتمدها بنك الجزائر وتنبئ لها بالآثار التضخمية مسبقا.

فسياسة التمويل غير التقليدي كان بإمكانها أن تحقق أهدافها على غرار تجارب بعض الدول المتقدمة لو أحسن تطبيقها وهذا من خلال: (بوجلل و ديب، 2019، صفحة 10)
- أن يتم ربط الإصدار النقدي الجديد بحجم الطاقة الإنتاجية العاطلة وبزيادة المتوقعة في الدخل (سليمان ناصر، 2021) التي تصاحب عملية التنمية، لا بقيمة عجز الموازنة والدين الداخلي؛
- توجيه الإصدار النقدي الجديد إلى القطاعات المنتجة وبالأخص إلى القطاع الخاص، فالتوجيه الكامل لهذه الموارد إلى القطاع العام ستؤدي حتما إلى زيادة مقدرة النظام البنكي على منح الائتمان بما لا يتناسب وتطوير الوضع الاقتصادي.

إلا أنه وبعد تشخيصنا للوضع الاقتصادي في الجزائر نجد بأن شروط نجاح مثل هذه السياسات النقدية غير متوفرة وبالتالي لا يمكن أن نعتمد عليها لوحدها وبشكل مطلق في إخراج الاقتصاد من حالة الركود التي سادته بعد انهيار أسعار المحروقات.

فالحلول ممكنة للنهوض بالاقتصاد وإخراجه من تبعية قطاع المحروقات لكن هذا يتطلب أمرين: **أولهما**: إرادة الدولة وعزمها الصادق في تصحيح المسار، **ثانيا**: غيرة المواطن واستعداده للتضحية من أجل البناء والتشييد.

وعليه يمكن اقتراح بعض الحلول التي نراها مناسبة لتصحيح مسار الاقتصاد الجزائري، على النحو التالي:

- تغيير النموذج الاقتصادي القائم على ثنائية (دولة، نفط) إلى نموذج أكثر فاعلية يعتمد على المردودية ويشرك المواطن في العمل الاقتصادي من خلال الثلاثية (دولة، مؤسسات خاصة، تنوع اقتصادي)؛
- وضع برنامج إصلاح اقتصادي شامل للبلاد، يمتد على المدى القصير والمتوسط والطويل تكون أهدافه واضحة المعالم وتكون فيه محطات للتقييم، على أن يعتمد على سياسات تقشفية صارمة يتقاسم تكلفتها الجميع خاصة أن التكلفة ستكون باهظة، باعتبار أن البرنامج يعتمد في أهم محاوره على رفع الدعم الاجتماعي عن السلع الأساسية وتعويضه في شكل منح مالية للعائلات الفقيرة، وتعويم الدينار الجزائري والقضاء على السوق الموازية للعملة والتقليل من الاقتصاد الموازي والإسراع في تنويع الاقتصاد والخروج من التبعية الكبيرة للنفط والغاز. (سليمان ناصر، 2021)
- معالجة الأزمات الاقتصادية بدراسة واستشراف، من خلال تحليل بعدها الهيكلي (الجانب الانتاجي، الجانب التسييري، الجانب التسويقي، المردود) وليس الاكتفاء بالبعد المالي فقط؛

- خلق أقطاب استثمارية حسب خصائص وسمات كل منطقة وما تمتاز به من خصوصية ونقاط قوة، بإشراك رجل الأعمال المحلي في القرار الاستثماري وليس بالاعتماد على سن تشريعات تخدم أجندات سياسية؛
- دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الناشطة بالقطاعات ذات الأولوية ذات الصلة بالأمن الغذائي (الغذاء، الدواء، الماء)؛
- ضرورة الاعتماد على صيغ التمويل الاسلامي خاصة صيغ التمويل طويلة المدى التي تعتمد على المشاركة في رأس المال أو المضاربة به التي من شأنها تحفيز دورة الاستثمار الحقيقي في الاقتصاد الوطني.

خلاصة الفصل:

اعتمدت الجزائر على السياسة النقدية غير التقليدية عن طريق سياسة التمويل غير التقليدي نهاية 2017 وهذا من خلال تعديل قانون النقد والقرض بإضافة المادة 45 مكرر وفق القانون رقم 17-10 الصادر في 11 أكتوبر 2017 المتمم للأمر 03-11 الصادر في 26 أوت 2003.

فاعتماد هذه السياسة التمويلية كان حل ظرفي واستثنائي أملت الظروف الاقتصادية والوضع المالي للبلاد الذي كان ينبئ بالانفجار نتيجة تراكم العجزات وتآكل الاحتياطات مع استمرار تراجع إيرادات الجباية البترولية في ظل التزامات الحكومة الاجتماعية وضرورة استمرارها في الانفاق لإتمام البرامج التنموية المسطرة.

فهذا التعديل في السياسة النقدية أعطى شكل جديد لعملية الإصدار النقدي المرتبط بالعلاقة التمويلية بين بنك الجزائر والخزينة العمومية، ما سيجب لبنك الجزائر بالتوسع في الإصدار النقدي وبشكل غير مسبوق بحجة تمويل الخزينة العمومية وبهدف تحقيق توازن خزينة الدولة وميزان المدفوعات.

إلا أننا نجد بأنه وبعد مرور ثلاث سنوات من تطبيق هذه السياسة التي أسفرت عن إصدار 6.556,20 مليار دينار، لم تسجل المؤشرات المالية والنقدية للاقتصاد الجزائري أي تحسن بل زادت حدة وهو ما يوحي بأن مشكل الاقتصاد الجزائري أعمق من تطبيق سياسة تمويلية ظرفية في ظل اختلالات هيكلية دائمة سببها الرئيسي تبعية الاقتصاد الجزائري لقطاع المحروقات.

الفصل الرابع:

لدراسة التطبيقية لتقييم الآثار الاقتصادية للتمويل غير
لتقليدي بالجزائر

تمهيد

اعتمدت الحكومة الجزائرية سياسة التمويل غير التقليدي كحل ظرفي واستثنائي لمشكلكي السيولة وتراكم عجز الموازنة، كما اعتبرت من الإجراءات المرافقة لتنفيذ برنامج الإصلاحات الهيكلية الاقتصادية والميزانية التي يفترض أن تساهم في نهاية الفترة بتحقيق توازنات خزينة الدولة وتوازن ميزان المدفوعات وفق أهداف القانون 17-10 المؤرخ في 11/10/2017، إلا أن الخبراء الاقتصاديين يخشون من استمرار الحكومة في استخدامه لوقت طويل باعتبار أن أزمة الاقتصاد الجزائري لا تقتصر على مشكل نقص السيولة أو حجم الانفاق العمومي المتزايد فحسب بل تعد أزمة هيكلية تتطلب إصلاحات عميقة تشمل كل قطاعاته دون استثناء.

غير أن الحكومة خالفت كل التوقعات حيث قامت بتجميد هذه السياسة التمويلية غير التقليدية بدءاً من جانفي 2019 بمبلغ إصدار نقدي قدر بـ 6.556,2 مليار دينار، وبالتالي قصر مدة التطبيق لهذه السياسة يجعل من الصعوبة بمكان تقييم أثرها على الاقتصاد الجزائري، إلا أن هذا لا يمنع أن يكون التقييم استشرافياً لتائجها. وبالموازاة مع التوجهات التي أبرزت دور تحليل السلاسل الزمنية في جعل العلاقات الاقتصادية قابلة للقياس والتحليل الكمي، ارتأينا إبراز أثر سياسة التمويل غير التقليدي على النشاط الاقتصادي بالجزائر خلال الفترة (2017-2020).

فمن خلال هذا الفصل سنقوم بإجراء دراسة تطبيقية لاختبار أهم فرضيات الدراسة والتحقق من مدى صحتها، حيث خصص المبحث الأول لعرض منهجية وأدوات الدراسة القياسية إضافة لدراسة إحصائية لمتغيرات الدراسة؛ في حين تناول المبحث الثاني الدراسة القياسية لتقييم آثار سياسة التمويل غير التقليدي على أهم المؤشرات المالية والنقدية للاقتصاد الجزائري بعد مرور ثلاث سنوات من تطبيقه.

المبحث الأول: منهجية ومتغيرات الدراسة:

يتم اختيار المتغيرات المفسرة للآثار الاقتصادية للسياسة النقدية غير التقليدية حسب خصوصية المنطقة محل الدراسة، وبمأن الجزائر من بين الدول التي لجأت لهذه السياسة عبر أداة التمويل غير التقليدي (التمويل الكمي) مع نهاية سنة 2017 بهدف إعادة التوازنات المالية للاقتصاد الجزائري، وهذا بعد التراجع الكبير المسجل على مستوى الإيرادات العامة نتيجة انهيار أسعار النفط في الأسواق العالمية ما أدى لوقوع الاقتصاد الجزائري في أزمة سيولة خانقة، لذا سنركز في هذا المبحث على تحديد نموذج الدراسة والتحليل الوصفي والاحصائي لمتغيرات الدراسة.

المطلب الأول: تحديد نموذج الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل وتقييم الآثار الاقتصادية لسياسة التمويل غير التقليدي بالجزائر للفترة (2017-2022)، وبمأن فترة التطبيق الفعلي لهذه السياسة النقدية غير التقليدية جاءت قصيرة نتيجة تجميدها بدءاً من جانفي 2019 حيث كان من المفترض أن تمتد لخمس سنوات، الأمر الذي دفعنا إلى تمديد مدة الدراسة القياسية لتكون للفترة (1990-2020) مما سمح لنا بجمع أكبر قدر من البيانات كما أنها توافقت صدور أول قانون للنقد والقرض في الجزائر والتعديلات التي حصلت على مستواه خلال سنوات (2001، 2003، 2010، 2017)، وانعكاسها على الأدوات النقدية المطبقة وبالتالي الأهداف المرجوة منها التي يمكننا تقييمها من خلال الآثار المسجلة على مختلف المؤشرات الاقتصادية.

ومن خلال عرضنا للدراسات السابقة نجد بأنها لم تتفق على نموذج موحد لقياس أثر السياسات النقدية غير التقليدية، فمنها من اعتمد على منهجية بوكس جنكينز (Box-Jenkins) للتنبؤ على المدى القصير، وآخرون اعتمدوا على نموذج ARDL، نماذج PANEL.. إلخ. في حين نجد بأن كل من دراسة (Ryou, Baak, & Kim, 2019)، (Koeda, (2019)، (خلف الله، 2018)، (Schenkelberg & Watzka, 2013)، (MOUSSA, 2010) فقد اعتمدت على نموذج شعاع الانحدار الذاتي (VAR)، والذي بدورنا نرى بأنه الأصلح لدراستنا والأكثر ملاءمة لطبيعة الاقتصاد الجزائري وهذا بالنظر للمتغيرات محل الدراسة من جهة وللخصائص التي يمتاز بها نموذج (VAR) من جهة ثانية.

فنماذج (VAR) جاءت كبديل لنماذج المعادلات الآنية التي أثبتت الاختلالات الاقتصادية (الأزمات الاقتصادية العالمية) عدم صلاحيتها بسبب آنية العلاقات التي تربط بين المتغيرات الاقتصادية وعدم أخذها بعين الاعتبار ديناميكية نظام المعادلات القياسية. (شيخي، 2012، صفحة 269)

فقد تم استخدام نماذج المعادلات المتزامنة متعددة المتغيرات على نطاق واسع لتحليل الاقتصاد الكلي عندما دعا Sims (1980) إلى نماذج شعاع الانحدار الذاتي (VAR) كبديل للمعادلات الآنية، لأنها تتطلب نماذج تصف الهيكل الديناميكي للمتغيرات.

فنماذج (VAR) تعالج كل المتغيرات بصفة متماثلة وبدون شرط إقصاء مع إدخال عامل التباطؤ لكل المتغيرات في كل المعادلات ليعطي للنظام الطبيعة الحركية. فهذه النماذج عبارة عن تعميم لنماذج الانحدار الذاتي إذ يتكون من نظام لجملة

معادلات بحيث كل متغيرة هي عبارة عن توليفة خطية لقيمتها الماضية والقيم الماضية لمتغيرات أخرى، فهي تعد أدوات طبيعية للتنبؤ كما يمكن استخدامها في التحليل الاقتصادي للتحقق من الفرضيات الاقتصادية من خلال دراسة السببية، تحليل دوال الاستجابة الدفعية، تحليل تفكيك تباين خطأ التنبؤ، التحليلات التاريخية وتحليل سيناريوهات التنبؤ وهي الأدوات التي تم اقتراحها لفك العلاقة بين المتغيرات في نموذج VAR. (HELMUT, 2011, p. 2)

تكتب الصياغة العامة لنموذج شعاع الانحدار الذاتي "Vector AutoRegressive" VAR لـ k متغير و p تباطؤ على الشكل المصفوفي التالي: (شيخي، 2012، صفحة 270)

$$Y_t = \Phi_0 + \Phi_1 Y_{t-1} + \Phi_2 Y_{t-2} + \dots + \Phi_p Y_{t-p} + \varepsilon_t \quad t = 1, 2, \dots, T$$

حيث: $Y_t = \begin{pmatrix} Y_{1,t} \\ Y_{2,t} \\ \vdots \\ Y_{k,t} \end{pmatrix}$ عبارة عن شعاع يحتوي على العدد K من المتغيرات.

$$\Phi_i = \begin{pmatrix} \phi_{i1}^1 & \phi_{i1}^2 & \dots & \phi_{i1}^k \\ \phi_{i2}^1 & \phi_{i2}^2 & \dots & \phi_{i2}^k \\ \vdots & \vdots & \dots & \vdots \\ \phi_{ki}^1 & \phi_{ki}^2 & \dots & \phi_{ki}^k \end{pmatrix}; \quad \Phi_0 = \begin{pmatrix} \phi_1^0 \\ \phi_2^0 \\ \vdots \\ \phi_k^0 \end{pmatrix} \quad i = 1, 2, \dots, p \quad , \quad \varepsilon_t = \begin{pmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \\ \vdots \\ \varepsilon_{kt} \end{pmatrix}$$

- نسمي $\Sigma_\varepsilon = E(\varepsilon_t \varepsilon_t')$ مصفوفة التباين المشترك للأخطاء وهي ذات بعد (k, k) .

كما يمكن أيضا كتابة النموذج بدلالة معامل التأخير حيث: $(I - \Phi_1 L - \Phi_2 L^2 - \dots - \Phi_p L^p) Y_t = \Phi_0 + \varepsilon_t$

أو: $\Phi(L) Y_t = \Phi_0 + \varepsilon_t$

المتغيرات $Y_{1,t}, \dots, Y_{k,t}$ تعتبر كسلاسل مستقرة والأخطاء $\varepsilon_{1t}, \dots, \varepsilon_{kt}$ ذات تشويش أبيض مستقلة ذاتيا وذات تباينات ثابتة $\sigma_{\varepsilon 1}^2, \dots, \sigma_{\varepsilon k}^2$.

- وليكون النموذج VAR مستقرا يجب أن تتحقق الشروط التالية:

$E(Y_t) = \mu, \forall t -$

$\text{var}(Y_t) < \infty -$

$\text{cov}(Y_t, Y_{t+k}) = E[(Y_t - \mu)(Y_{t+k} - \mu)] = \Gamma(k), \forall t -$

التي تفيد بأنه يجب أن يكون توقع متغيرات النموذج ثابتا، وتباينات متغيرات النموذج منتهية.

- كما يمكن اثبات أن VAR مستقرا إذا كان كثير الحدود المعرف انطلاقا من محدد المصفوفة:
 $|I - \Phi_1 L - \Phi_2 L^2 - \dots - \Phi_p L^p| = 0$ له جذور خارج الدائرة الوحدة.

- أما بخصوص تقدير نموذج VAR، يمكن تقدير كل معادلة من معادلات هذا النموذج بطريقة المربعات الصغرى أو بطريقة المعقولة العظمى، حيث يتم تقدير كل معادلة على حدا، ومنه فالنموذج VAR (p) يكتب على الشكل التالي:

$$\hat{Y}_t = \hat{\Phi}_0 + \hat{\Phi}_1 Y_{t-1} + \hat{\Phi}_2 Y_{t-2} + \dots + \hat{\Phi}_p Y_{t-p}$$

إذ لا يمكننا تقدير معاملات هذا النموذج انطلاقا من سلاسل غير مستقرة، وعليه يجب جعل كل السلاسل مستقرة بحساب الفروقات من الدرجة **d** في حالة اتجاه عام عشوائي أو إضافة مركبة الاتجاه العام إلى صيغة النموذج VAR في حالة اتجاه عام ثابت، كما يمكننا إضافة متغيرات صورية لتصحيح التغيرات الموسمية. (شيخي، 2012، صفحة 272)

- ولتحديد درجة التأخير المناسبة لنموذج VAR، نعتمد على معايير المعلومات إذ لم يقدم Sims في نموده أي تحديد فيما يتعلق بطول مدة التأخير التي يمكن تطبيقها على متغيرات النظام، وبالتالي فطريقة اختيار الدرجة المثلى للتأخير تكمن في تقدير كل معادلات النموذج من أجل أي درجة من 0 إلى P (P هو العدد الأقصى المقبول من طرف النظرية الاقتصادية أو الاحصائية). ومن أجل تجنب الحكم الشخصي في ذلك تم اقتراح عدة معايير كمية يمكن الاستعانة بها، أهمها المعايير الثلاثة: Akaike، Hannan-Quin و Schwarz المعرفة كما يلي: (شيخي، 2012، صفحة 272)

$$AIC = \ln|\Sigma_{\hat{\varepsilon}}| + \frac{2k^2 p}{T}$$

$$HQ = \ln|\Sigma_{\hat{\varepsilon}}| + \frac{2 \log \log T}{T} k^2 p$$

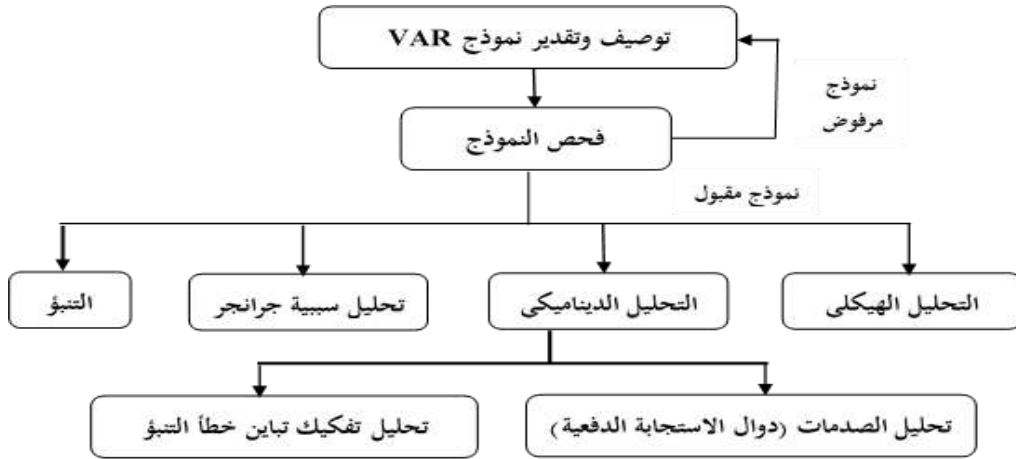
$$SC = \ln|\Sigma_{\hat{\varepsilon}}| + \frac{k^2 p \ln(T)}{T}$$

حيث تمثل K عدد متغيرات النظام، T عدد المشاهدات، p عدد الفجوات الزمنية $\Sigma_{\hat{\varepsilon}}$ أما فهي مصفوفة التباين المشترك للبواقي

ونختار درجة التأخير الأمثل بتصغير المعايير الثلاث.

وعليه فالخطوات الرئيسية المتبعة في دراستنا القياسية لبناء نموذج VAR يمكن تلخيصها في الشكل التالي:

الشكل رقم (4-1): ملخص نموذج VAR



المصدر: (HELMUT, 2011, p. 3)، بتصرف

المطلب الثاني: التحليل الوصفي والاحصائي لمتغيرات الدراسة:

لأجل إجراء الدراسة التطبيقية تم تحديد متغيرات النموذج الأساسية وفق البيانات النقدية والمالية والكلية للاقتصاد الجزائري من قاعدة معطيات البنك الدولي، بنك الجزائر، الديوان الوطني للإحصاء ووزارة المالية، والمتعلقة بمؤشرات الاقتصاد الكلي الجزائري من خلال مواقعهم على شبكة الأنترنت. ومن أجل تقييم أثر سياسة التمويل غير التقليدي على مؤشرات الاقتصاد الجزائري، تمت الاستعانة بمعطيات سنوية تمثل معدلات التطور لعشرة متغيرات اقتصادية تفسر الظاهرة قيد الدراسة استنادا لما ورد في الدراسات السابقة، وفيما يلي وصف لها.

الفرع الأول: الدراسة الوصفية للمتغيرات المستخدمة:

بهدف اختبار فرضيات البحث وبالاستناد على الدراسات التحريية التي تمت في دول مختلفة من العالم، والتي اختبرت علاقة السياسة النقدية غير التقليدية من خلال برامج التيسير الكمي التي طبقتها البنوك المركزية بالمؤشرات المالية والنقدية والكلية أو بحثت في الآثار الاقتصادية لهذه السياسة النقدية التوسعية، فنجد أن الكثير منها استخدم نموذج شعاع الانحدار الذاتي (VAR) لتبيان أثر برامج التيسير الكمي على المؤشرات الاقتصادية، حيث أن الأساس الاقتصادي الذي انطلقت منه علاقة التبعية التي تربط زيادة المعروض النقدي في الاقتصاد بالتغيرات الحاصلة على كل من معدلي النمو الاقتصادي والتضخم وهو ما فسرتة النظريات الاقتصادية من خلال: النظرية الكمية للنقود، الطلب الفعال لكينز و النظرية النقدية الحديثة لفريدمان، وتم فيما بعد إضافة متغيرات اقتصادية كلية يعتقد أنها تساهم في تحليل أثر السياسة النقدية غير التقليدية.

وعليه سنعتمد في دراستنا على السيولة البنكية كمتغيرة مستقلة ممثلة للسياسة النقدية بالجزائر باعتبارها أهم قناة تعكس أثر تطور الكتلة النقدية في الجزائر إضافة إلى أن التغيرات الحاصلة في السياسة النقدية كما رأيناها سابقا كانت كلها كرد فعل لمشكلي الفائض والعجز في السيولة، ولنتمكن من تحديد أثر السياسة النقدية التقليدية/وغير التقليدية على الاقتصاد الجزائري تم الاستعانة بمتغيرات اقتصادية باعتبارها متغيرات تابعة موزعة بين مؤشرات نقدية (الكتلة النقدية، سعر الخصم، سعر صرف

الدينار الجزائري) وأخرى مالية (رصيد الميزان التجاري، الدين العام الداخلي، رصيد الموازنة العامة) ومؤشرات الاقتصاد الكلي (التضخم، الناتج المحلي الإجمالي، البطالة) ، حيث أن:

LB : معدل تطور السيولة البنكية، التي تعرف بأنها قدرة البنك على التسديد نقدا لجميع التزاماته التجارية وتلبية طلبات الائتمان أو منح القروض.

DC : معدل سعر الخصم، هو سعر الفائدة الذي تقترض به البنوك التجارية من البنك المركزي أو بعبارة أخرى هو سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي نظير خصمه للأوراق التجارية والمالية للبنوك التجارية.

BC : معدل تطور رصيد الميزان التجاري؛ وهو التطور السنوي للفرق بين قيمة الصادرات والواردات وبالتالي حالة الفائض أو العجز التي تمثل رصيده. إذ يعد من المؤشرات الاقتصادية الهامة كما تبرز أهميته من خلال تحليل مكوناته لا قيمة رصيده، بهدف معرفة هيكل اقتصاد البلد المراد دراسته.

SB : معدل تطور رصيد الموازنة العامة، يمثل التطور السنوي لرصيد الموازنة العامة الناجم عن الفرق الحاصل بين الإيرادات العامة والنفقات العامة والذي يكون إما فائضا أو عجزا لسنة مالية واحدة.

M2 : معدل تطور الكتلة النقدية، يمثل نمو المعروض النقدي بمعناه الواسع (% سنويا) الذي يشمل على مجموع العملة خارج البنوك، والودائع تحت الطلب بخلاف ودائع الحكومة المركزية؛ والودائع لأجل، والمدخرات، والودائع بالعملة الأجنبية.

DP : المعدل السنوي لتطور الدين العام الداخلي نسبة للناتج المحلي الإجمالي، فالدين العام الداخلي يمثل الأموال التي تقترضها الحكومة من الأفراد والمؤسسات لتغطية العجز الذي قد ينجم لعدم مقدرة الإيرادات العامة على تغطية النفقات العامة

INF : معدل التضخم، الأسعار التي يدفعها المستهلكون (% سنويا)، حيث يعكس التضخم كما يقيسه مؤشر أسعار المستهلكين التغير السنوي للنسبة المئوية في التكلفة على المستهلك المتوسط للحصول على سلة من السلع والخدمات التي يمكن أن تثبت أو تتغير على فترات زمنية محددة، ككل سنة مثلاً وتستخدم بوجه عام صيغة لاسبيرز.

TCH : معدل سعر الصرف، سعر صرف رسمي (عملة محلية مقابل الدولار الأمريكي، متوسط الفترة) حيث يشير سعر الصرف الرسمي إلى سعر الصرف الذي تحدده السلطات الوطنية أو السعر المحدد بسوق الصرف المسموح بها قانوناً، ويتم حسابه كمتوسط سنوي استناداً للمتوسطات الشهرية (وحدات العملة المحلية مقابل الدولار الأمريكي).

PIB : معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ، يمثل معدل النمو السنوي (% لإجمالي الناتج المحلي بأسعار السوق على أساس سعر ثابت للعملة المحلية، وهو عبارة عن مجموع إجمالي القيمة المضافة من جانب جميع المنتجين المقيمين في الاقتصاد زائد الضرائب على المنتجات وناقص إعانات غير مشمولة في قيمة المنتجات، ويتم حسابه بدون اقتطاع قيمة إهلاك الأصول المصنعة أو إجراء أية خصوم بسبب نضوب وتدهور الموارد الطبيعية، كما يعتبر المؤشر الأكثر استخداماً لقياس النمو الاقتصادي.

UMP : معدل البطالة، (% من إجمالي القوى العاملة) تشير البطالة إلى نسبة أفراد القوى العاملة الذين ليس لديهم عمل ولكنهم متاحين للعمل ويبحثون عن الوظائف. ويختلف تعريف القوى العاملة والبطالة تبعاً للبلد.

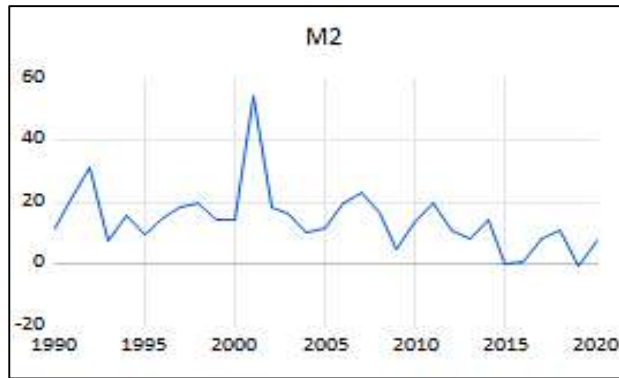
أولاً: الدراسة الوصفية للمؤشرات النقدية بالجزائر:

التي سنعرض من خلالها تطور أهم المؤشرات النقدية خلال فترة الدراسة، بالتركيز على أثر استخدام التمويل غير التقليدي كسياسة نقدية غير تقليدية تمويلية للاقتصاد الجزائري على تطور الكتلة النقدية والتغيرات التي طرأت على إدارة السياسة النقدية.

1-الكتلة النقدية M2:

يلاحظ من خلال الشكل رقم (4-2)، أن معدل التطور السنوي للكتلة النقدية في تذبذب طيلة فترة الدراسة حيث نجد أنه سجل أعلى معدل سنة 2001 قدر بـ 54,05%، في حين أدنى معدل كان في 2019 بـ -0,84%.

الشكل رقم (4-2): تطور معدل نمو الكتلة النقدية



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على بيانات الملحق رقم (1-2).

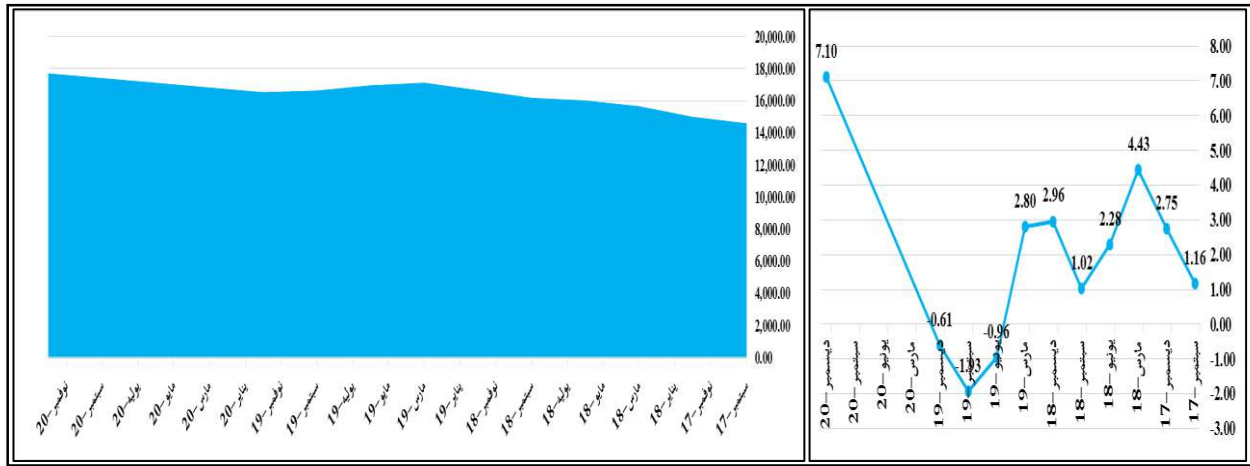
وبأكثر تفصيل نقول بأن بداية التسعينات شهدت توسعاً في نسب نمو الكتلة النقدية نتيجة الإصلاحات النقدية المتمثلة في صدور قانون النقد والقرض، ليبدأ هذا التوسع في الانخفاض مع بداية الشروع في تطبيق برنامج التعديل الهيكلي سنوات (1994-1995-1996). ثم عاودت الارتفاع من جديد لتصل سنة 2001 إلى 54,05% وهذا مرده إلى الانطلاق في برنامج الإنعاش الاقتصادي وهكذا استمرت معدلات نمو الكتلة النقدية في التذبذب بفعل البرامج التنموية وما رافقها من ضخ للسيولة وتفعيل أدوات السياسة النقدية لامتناس الفوائض منها وعدم استقرار أسعار النفط في الأسواق العالمية. لتبدأ في التناقص بدءاً من سنة 2010 إلى أن بلغ أدنى مستوياته سنتي 2015 و2016. وابتداءً من الثلاثي الثالث لسنة 2017 وتزامناً مع دخول التمويل غير التقليدي حيز التطبيق بدأت تشهد الكتلة النقدية M2 تطوراً ملحوظاً حيث سجلت زيادة معتبرة قدرت بـ 11,1% في 2018 مقارنةً بنهاية 2017، وهذا بسبب الارتفاع القوي للودائع تحت الطلب على مستوى البنوك التي ارتفعت بنحو 19% مقابل 11% فيما يخص الودائع لأجل و بـ 4,5% فيما يخص التداول الورقي، إلا أن هذا الارتفاع في نسبة الودائع تحت الطلب يعود بالأساس إلى تزايد حصة الشركة الوطنية للمحروقات التي تمثل ما نسبته 68% منها والتي استفادت من تسديد جزء من مستحقاتها على الخزينة العمومية بمبلغ 452 مليار دج وفق آلية التمويل غير التقليدي نهاية 2017 وبالتالي

انتقلت الودائع تحت الطلب لقطاع المحروقات من 690,3 مليار دينار نهاية 2017 إلى 1.274,5 مليار دينار نهاية 2018 وبمقابل ذلك تراجعت وتيرة نمو تداول النقد الورقي في 2018 (4,5% مقابل 4,9% سنة 2017) ما أدى إلى تقلص حصة النقود الورقية ضمن الكتلة النقدية M2 للسنة الثانية على التوالي لتبلغ 29,6% في ديسمبر 2018 مقابل 31,5% نهاية 2017 و32,5% في 2016. (بنك الجزائر، التقرير السنوي 2018، 2019، الصفحات 133-134)

ليستمر بعدها تطور نمو الكتلة النقدية M2 ليسجل سنة 2020 معدل 7,12% حيث بلغت 17.682,7 مليار دينار، وهذا بعد أن سجلت تراجعا بـ 0,75% نهاية 2019 مسجلة 16.510,7 مليار دينار، الأمر الذي أدى بدوره إلى ارتفاع الكتلة النقدية المتداولة خارج البنوك بـ 12,93% منتقلة من 5.437,6 مليار دينار نهاية 2019 ما نسبته 32,94% من إجمالي الكتلة النقدية M2 إلى 6.140,7 مليار دينار نهاية 2020 ما يمثل 37,73% من إجمالي M2. وهو ما انعكس بالسلب على حجم الودائع النقدية التي انخفضت بـ 3,22%، أين تراجعت من 4.351,2 مليار دينار نهاية 2019 إلى 4.211 مليار دينار نهاية 2020. (الشروق، 2021)

والشكل الموالي يوضح تطور نمو الكتلة النقدية للفترة من الثلاثي الثالث لسنة 2017 إلى غاية ديسمبر 2020.

الشكل رقم (3-4): تطور الكتلة النقدية M2 (2017-2020)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات البنك الدولي، <https://data.albankaldawli.org/country/DZ>

فمن خلال الأشكال الموضحة أعلاه، نلاحظ بأن الكتلة النقدية إجمالاً سجلت نمواً قدر بـ 21,33% للفترة الممتدة من سبتمبر 2017 إلى ديسمبر 2020 منتقلة من 14.573,8 مليار دينار إلى 17.682,7 مليار دينار نهاية 2020. وبتفصيلنا لهذه القراءة نجد بأنه:

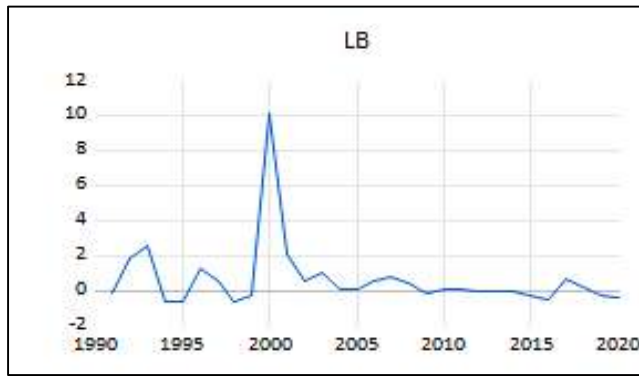
- عند ضخ مبلغ 2.185,00 مليار دينار وفق برنامج التمويل غير التقليدي نهاية 2017، ارتفعت الكتلة النقدية من 14.573,8 مليار دينار، سبتمبر 2017 إلى 14.974,2 مليار دينار، ديسمبر 2017، بمعدل نمو بلغ 2,75%.
- وبضخ مبلغ 1.400,00 مليار دينار في جانفي 2018، ارتفعت M2 إلى 15.638,3 مليار دينار بمعدل نمو بلغ 4,43%.
- وبضخ مبالغ متتالية قدرت بـ (420 مليار دينار، 1.187,20 مليار دينار، 364 مليار دينار) على التوالي في سبتمبر ونوفمبر وديسمبر من سنة 2018 ارتفعت M2 إلى 16.636,7 مليار دينار نهاية 2018.

-واصلت الكتلة النقدية الارتفاع خلال الثلاثي الأول من سنة 2019 وهذا بعد ضخ مبلغ 1000 مليار دينار، في جانفي 2019 لتبلغ 17.103,1 مليار دينار في مارس 2019. لتبدأ بعدها M2 في التراجع إلى غاية نهاية 2019 وهذا بعد تجميد آلية التمويل غير التقليدي، لتبلغ 16.510,7 مليار دينار في ديسمبر 2019.

2- السيولة البنكية LB:

يبين الشكل رقم (4-4) أن معدلات تطور السيولة البنكية شهدت تذبذبا بين الايجاب والسلب طيلة فترة الدراسة، لتسجل أعلى معدل لها سنة 2000 أين بلغ 10,2% ليتراجع بعد ذلك إلى أن بلغ -0,55% سنة 2016.

الشكل رقم (4-4): تطور معدل نمو السيولة البنكية



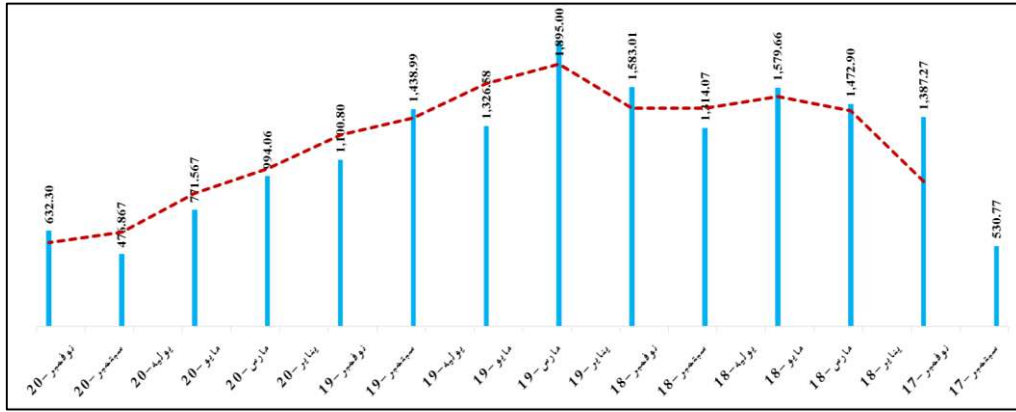
المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الملحق رقم (2-1).

ومع وضع التمويل غير التقليدي قيد التنفيذ بدءا من أكتوبر 2017 بدأت السيولة البنكية تشهد تطورا ملحوظا سنة 2018 مقارنة بالتراجع الذي سجلته خلال الثلاثي الثالث لسنة 2017، وهذا تزامنا مع انخفاض عجز ميزان المدفوعات خلال سنة 2018.

كما أدى اللجوء إلى التمويل غير التقليدي من خلال الشراء المباشر من طرف بنك الجزائر لسندات الخزينة العمومية لتغطية حاجياتها من التمويل لسنتي 2017، 2018 (2.470 مليار دينار) إلى ارتفاع مستوى السيولة البنكية بواقع 1.583,01 مليار دينار نهاية ديسمبر 2018 مقابل 530,77 مليار دينار نهاية سبتمبر 2017 و 1.387,27 مليار دينار نهاية ديسمبر 2017. (بنك الجزائر، التقرير السنوي 2018، 2019، صفحة 141)

لتبدأ بعدها بالتراجع من جديد وهذا ابتداء من الثلاثي الثاني لسنة 2019 لتصل إلى 1.100,8 مليار دينار نهاية 2019، وتبلغ أدنى مستوياتها في نهاية سبتمبر 2020 بـ 461,8 مليار دينار وهو ما يثبت تأثير التمويل غير التقليدي عليها وهذا بالموازاة مع استمرار عجز ميزان المدفوعات والآثار الاقتصادية الناتجة عن جائحة كوفيد-19. مع ملاحظة ارتفاع مستوى النقود المتداولة خارج البنوك بنسبة 12,93% ما بين 2019 و 2020 حيث بلغت 6.140,7 مليار دينار مقابل 5.437,6 مليار دينار نهاية 2019، وهو ما يعادل 45,1 مليار دولار، وهو ما نوضحه من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (4-5): تطور السيولة البنكية (2020-2017)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الوضعيات الشهرية لبنك الجزائر.

ورغم قيام بنك الجزائر بتخفيض نسبة الاحتياطات الاجبارية من 10% إلى 8% وتقليص النسبة المديرة لبنك الجزائر بـ 25 نقطة قاعدية (0,25%) لتحديدها في 3,25% ابتداء من مارس 2020. ليتم تعزيز هذه القرارات في شهر أبريل 2020 بإحداث انخفاض جديد بـ 25 نقطة قاعدية (0,25%) في النسبة المديرة المطبقة على العمليات الرئيسية لإعادة التمويل التي انتقلت بالتالي إلى 3% بدل من 3,25% في محاولة من بنك الجزائر احتواء أزمة السيولة الحادة التي تعيشها البنوك في الأشهر الأخيرة، لا سيما بعد تراجع مداخيل عائدات النفط من العملة الصعبة وانكماش الأسعار إضافة لتداعيات تفشي فيروس كورونا فإن وضع السيولة ظل في منحى متدني خلال السداسي الثاني من سنة 2020.

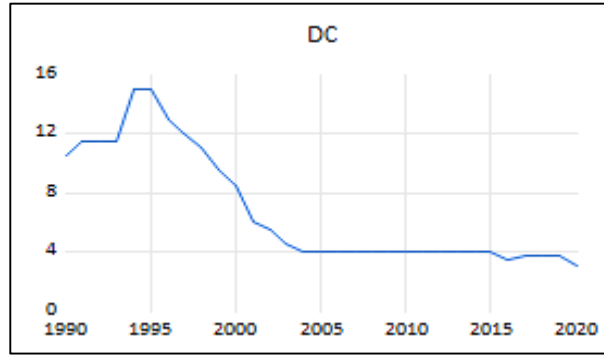
ويبقى نقص الثقة في البنوك الوطنية والاكتناز السلبي وعجز البنوك في استقطاب جزء من الرساميل التي تبقى خارج الدائرة الرسمية تؤثر سلبا على وفرة السيولة وتضاعفت مع الوضع الاقتصادي الصعب جراء جائحة كورونا.

3- معدل سعر الخصم DC:

يلاحظ من خلال الشكل رقم (4-6)، أن معدلات تطور سعر الخصم شهدت ثلاث مراحل متباينة خلال فترة الدراسة، الأولى امتدت من 1990 إلى 1995 التي شهدت ارتفاعا لمعدلات سعر الخصم أين انتقل من 10,5% إلى 15%. أما الثانية فتمثل مرحلة تقلبات وامتدت من 1996 إلى 2004 التي سجلت انخفاضا ملحوظا لسعر الخصم ليبلغ في نهايتها 4%. في حين شهدت المرحلة الثالثة التي تعد مرحلة استقرار، وهذا ابتداء من سنة 2004 إلى غاية نهاية فترة الدراسة ثباتا في معدل سعر الخصم عدا بعض التذبذبات الطفيفة من سنة 2016 إلى 2020. وبالتالي نستنتج وجود فاصل هيكلي بين الفترتين الأولى والثالثة في سلوك معدل سعر الخصم.

ويوعز هذا السلوك لمعدلات سعر الخصم إلى السياسة النقدية التي تبنتها السلطة النقدية في مجابته لمشكلي العجز والفائض في السيولة النقدية، وهو ما يفسره الانخفاض الملاحظ في سعر الخصم بدء من سنة 2016 الذي تزامن واشتداد أزمة السيولة التي شهدتها الجزائر نهاية 2016 وبداية 2017 بهدف خفض تكلفة التمويل أين كانت معظم البنوك التجارية في حاجة للسيولة والتي لا يمكن الحصول عليها إلا باللجوء لإعادة التمويل من بنك الجزائر.

الشكل رقم (4-6): تطور معدل سعر الخصم



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الملحق رقم (1-2).

ومع تطبيق آلية التمويل غير التقليدي أصبح لبنك الجزائر رهان حقيقي يتمثل في كبح الضغوط التضخمية الناجمة عن عملية الإصدار النقدي غير التقليدي، فالتجهت السياسة النقدية إلى إعادة تفعيل عمليات امتصاص السيولة بوضع قيد التنفيذ الأدوات المناسبة للسياسة النقدية لإعادة امتصاص السيولة الناجمة عن التمويل النقدي، وهذا من خلال إعادة تفعيل عمليات السوق المفتوحة لاسترجاع السيولة المتعددة الأطراف لسبعة أيام في جانفي 2018، وعمليات استرجاع السيولة ثنائية الأطراف لشهر واحد في ماي 2018. بالإضافة إلى مراجعة نسبة الاحتياطي الإجمالي حيث تم رفعه من 4% إلى 8% في جانفي 2018 ثم إلى 10% في جوان 2018 ليصل إلى 12% في 2019.

وبعد تجميد آلية التمويل غير التقليدي وبانتشار جائحة كورونا -كوفيد19- وتداعياتها الاقتصادية على العالم خاصة فيما يتمثل باختيار أسعار النفط ووصولها لمستويات دنيا أدت إلى ظهور حالة طوارئ اقتصادية مزوجة بحالة طوارئ اجتماعية، الأمر الذي تطلب رد فعل سريع تمثل في استخدام أدوات السياسة النقدية وكذا التخفيف من القيود الاحترازية المفروضة على البنوك كما تم اللجوء إلى سياسات مالية توسعية، حيث اتخذ بنك الجزائر في هذا الشأن عديد القرارات من خلال: -عقدت لجنة السياسة النقدية لبنك الجزائر اجتماعها العادي يوم الأربعاء 29 أفريل 2020 برئاسة محافظ بنك الجزائر، وهذا من أجل استعراض أهم تطورات الوضع الاقتصادي، النقدي والمالي الوطني والدولي وكذا آفاقه على المدى القصير والمتوسط خصوصا تلك المتعلقة بتطور التضخم، السيولة البنكية، القرض والنمو الاقتصادي.

وعلى ضوء هذه التطورات وآفاقها على المدى المتوسط، قررت لجنة عمليات السياسة النقدية بخصوص أدوات السياسة النقدية ما يلي: (Banque d'algérie, 2020)

- تخفيض المعدل التوجيهي المطبق على عمليات إعادة التمويل الرئيسية (سعر الخصم) بـ 25 نقطة أساس (0,25%) لتبنيته عند 3% بدلا من 3,25%.
- تخفيض معدل الاحتياطات الاجبارية من 8% إلى 6% الذي يفضلته سيتم تحرير مبلغ إضافي هام للسيولة.

أما فيما يتعلق بالتخفيف من القيود الاحترازية المفروضة على البنوك فقد قررت:

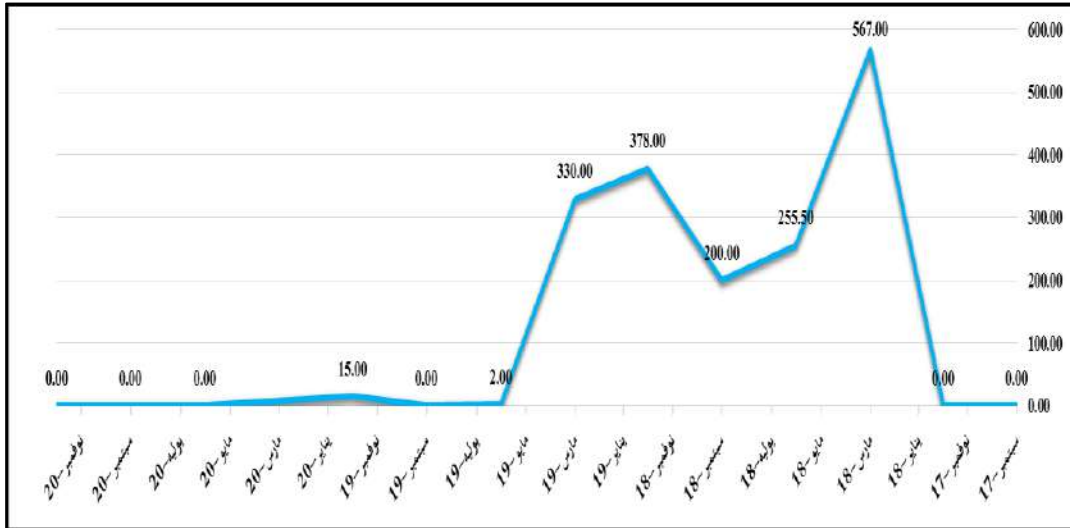
- تخفيض الحد الأدنى لمعامل السيولة إلى 60%؛

- إعفاء البنوك والمؤسسات المالية من الالتزام بوضع وسادة الأمان؛
- منح البنوك والمؤسسات المالية إمكانية دفع أقساط القروض المستحقة أو إعادة جدولة ديون عملائها التي تأثرت بالوضع الاقتصادي والوبائي للبلاد؛
- يجوز للبنوك والمؤسسات المالية، منح قروض جديدة للعملاء الذين استفادوا من إجراءات التأجيل أو إعادة الجدولة.

وفي اجتماعها المنعقد يوم 04 فيفري 2021 قررت تخفيض معدل الاحتياطي الاجباري من 3% إلى 2%. (بنك الجزائر، 2021)

فالإصلاحات المتتالية للسياسة النقدية كانت بهدف إضفاء المزيد من الشفافية ولتكريس مبدأ استقلالية بنك الجزائر بطريقة قانونية، إلا أنه ومن الجانب العملي فنجد أن أدوات السياسة المطبقة كانت من أجل حل مشكلي الفائض والعجز في السيولة اللتان لازمتا الاقتصاد الوطني، والشكل الموالي يوضح أثر التغيير في أدوات السياسة النقدية على امتصاص السيولة البنكية:

الشكل رقم (4-7): تطور استرداد السيولة البنكية (2017-2020)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الوضعيات الشهرية لبنك الجزائر.

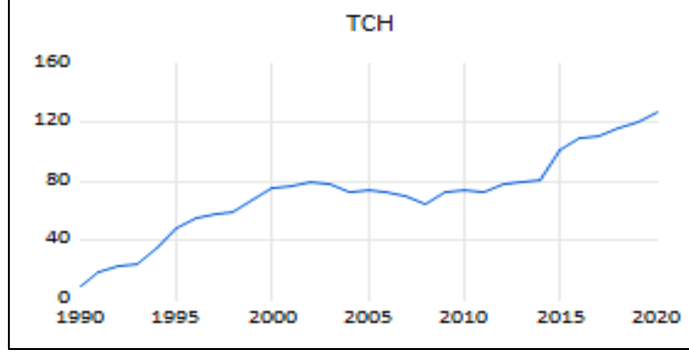
وبالتالي فما يمكن أن نستنتجه من خلال الشكل هو أن عمليات استرداد السيولة البنكية كانت موافقة للإصدار النقدي الجديد (التمويل غير التقليدي) وتوقفت بمجرد تجميد السياسة التمويلية، وهو ما يعني أن السلطة النقدية كانت على دراية بعدم مقدرة البنوك على تنشيط السيولة الإضافية في النشاط الاقتصادي الحقيقي وبأنها ستوجه إما لقروض الاستهلاك أو تتسرب للاقتصاد الموازي وهو ما من شأنه أن يغذي معدلات التضخم من جديد.

4- سعر الصرف الدينار مقابل الدولار TCH:

يلاحظ من خلال الشكل رقم (4-8)، أن معدلات صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي، شهدت تطورا مستمرا طيلة فترة الدراسة منتقلة من 8.95 دينار للدولار الواحد سنة 1990 إلى 126.82 دينار للدولار الواحد نهاية 2020.

وهذا يعكس استمرار الاختلالات المسجلة على مستوى الحسابات الخارجية والداخلية من جهة، وعدم قدرة السلطات على رفع الصادرات خارج قطاع المحروقات من جهة أخرى ما يدفعها إلى خفض قيمة الدينار بهدف رفع قيمة إيرادات الدولة.

الشكل رقم (4-8): تطور معدل صرف الدينار مقابل الدولار



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الملحق رقم (1-2).

كما نجد بأن الدينار الجزائري واصل انهياره مقارنة بالعملة الأخرى خاصة في الفترة الموالية لتطبيق التمويل غير التقليدي ليسجل سنة 2018 تراجعاً بنسبة 6,49% أمام الدولار مقارنة بسنة 2017، حيث انتقل سعر صرف الدولار الأمريكي من 110,97 دينار نهاية 2017 إلى 119,35 دينار نهاية 2019 ثم إلى 126,82 دينار نهاية 2020.

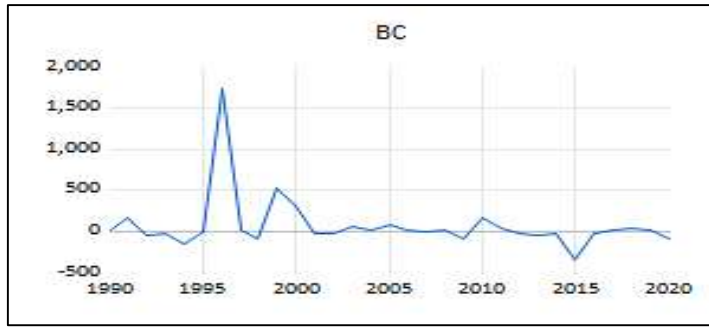
ثانياً: الدراسة الوصفية للمؤشرات المالية بالجزائر:

ترتب عن السياسات الظرفية التي تبنتها الحكومة بمعية بنك الجزائر إلى زيادة تراكم العجزات على مستوى الميزانية العامة والتي سيتم تمويلها حتماً بزيادة إما الدين الداخلي أو الخارجي، وعليه نجد بأن نشوء العجز المزدوج في الجزائر (الميزانية وميزان المدفوعات) في ظل انهيار أسعار النفط سيشكل تحدياً كبيراً في المستقبل.

1-رصيد الميزان التجاري BC:

يعبر عن الفرق المسجل بين الصادرات والواردات، ومن خلال ملاحظتنا للشكل رقم (4-9) نجد بأن تطور المعدل السنوي لرصيد الميزان التجاري شهد تذبذباً طيلة فترة الدراسة مسجلاً أعلى معدل سنة 1999 بلغ 1.744,86% وأدنى معدل سنة 2015 بـ -331,96%، الأمر الذي يعكس مدى تحكم أسعار النفط في رصيد الميزان التجاري من خلال الهيمنة المطلقة لإيرادات المحروقات على سلة الصادرات.

الشكل رقم (4-9): تطور رصيد الميزان التجاري



المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على بيانات الملحق رقم (1-2).

أما بتفصيلنا لتطور رصيد الميزان التجاري للفترة الموالية لتطبيق سياسة التمويل غير التقليدي فلم نلاحظ أي مؤشرات إيجابية بهذا الصدد، وهو ما تبرزه أهم مؤشرات مع نهاية 2020 فنجد أنه سجل: (المديرية العامة للجمارك، 2021، صفحة 7) - حجم إجمالي للواردات يقدر بـ 34,39 مليار دولار، أي انخفاض بنسبة 17,99% بالمقارنة مع سنة 2019؛ - حجم إجمالي للصادرات يقدر بـ 23,8 مليار دولار، أي تراجع بنسبة 33,57% مقارنة بسنة 2019؛ - عجز في الميزان التجاري قدره 10,6 مليار دولار خلال السنة الجارية، مقابل 6,11 مليار دولار سجل في 2019؛ - كما بلغ معدل تغطية الصادرات للواردات 69,19%، بعدما كان يبلغ 85,43% سنة 2019. ويمكن أن نلخص التطور الحاصل في الميزان التجاري للفترة (2020-2017) من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (4-1): تطور الميزان التجاري (2020-2017) الوحدة: مليار دج

2020	2019	2018	2017	
4.360,32	5.005,31	5.662,60	5.435,80	الواردات
3.016,68	4.275,40	4.795,23	3.841,72	الصادرات
-1.343,64	-729,90	-867,36	-1.594,08	الميزان التجاري
% 69,19	% 85,43	% 84,69	% 70,68	معدل التغطية

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: - (بنك الجزائر، التقرير السنوي 2018، 2019).

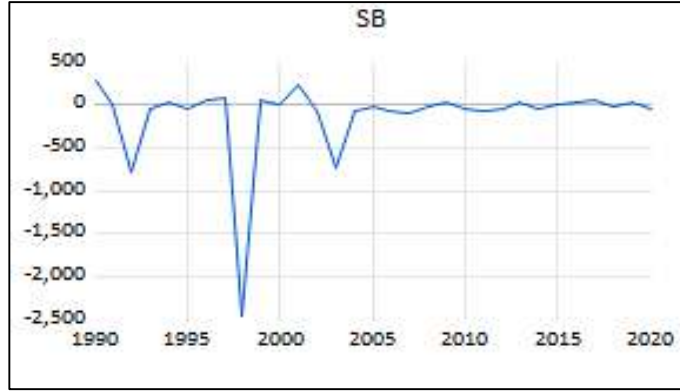
- (المديرية العامة للجمارك، 2021).

2-رصيد الميزانية العامة SB:

يعبر عن الفرق بين الإيرادات العامة والنفقات العامة للدولة، ومن خلال ملاحظتنا للشكل رقم (4-10) نجد بأن معدل تطور رصيد الميزانية العامة للبلاد شهد تذبذباً سالباً يعكس العجز المسجل في هذا الرصيد طيلة فترة الدراسة، تتخلله بعض النقاط الشاذة أهمها سجلت في سنة 1998 بمعدل تطور بلغ -2.453% وهذا نتيجة انتقال العجز من -7,3 مليار دينار سنة 1997 إلى -183,4 مليار دينار، وأخرى سنة 2003 بمعدل تطور للعجز قدر بـ 732% وهذا بانتقاله من رصيد موجب

(+26,038) مليار دينار سنة 2002 إلى عجز سنة 2003 بـ (-164,62) مليار دينار، وهو ما يفسر السياسة التوسعية في الانفاق التي تبنتها الدولة (البرامج التنموية 2001-2014).

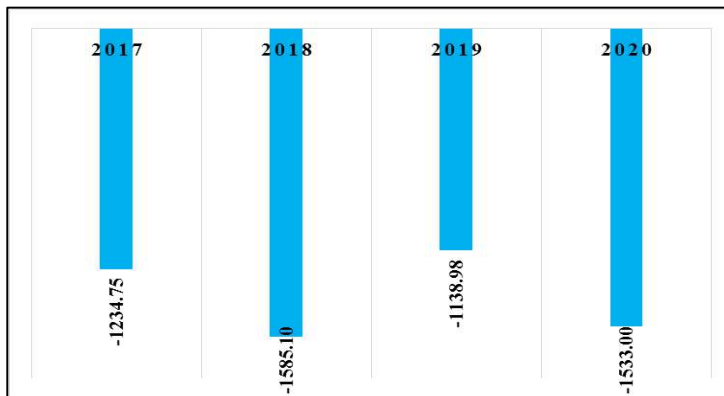
الشكل رقم (4-10): تطور رصيد الميزانية العامة



المصدر: إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الملحق رقم (1-2).

لنجد بأن هذه العجزات المسجلة على مستوى رصيد الميزانية العامة قد تواصلت رغم تطبيق الحكومة لسياسة التمويل غير التقليدي التي سعت من خلالها إلى ضمان تغطية احتياجات تمويل الخزينة العمومية وهذا بهدف أن تتوصل بعد نهاية الفترة المحددة لتطبيقها إلى تحقيق توازنات خزينة الدولة، فرصدت لها وفق هذه السياسة مبلغ 2.470,00 مليار دينار ووجه لتغطية عجز الخزينة العمومية لسنتي 2017 و2018 وجزء من سنة 2019. إلا أننا نجد في الواقع وبعد مرور ثلاث سنوات من تطبيق هذه السياسة التوسعية في إصدار النقود بأن عجز الميزانية قد استمر حيث انتقل من 1.234,745 مليار دينار نهاية 2017 إلى 1.585,102 مليار دينار نهاية 2018 ثم لينخفض قليلا نهاية 2019 أين سجل عجز بـ 1.138,977 مليار دينار، ليعاود الارتفاع نهاية 2020 حيث بلغ 1.533,00 مليار دينار وهو ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (4-11): تطور رصيد الميزانية العامة (2017-2020)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: بيانات وزارة المالية <https://www.mf.gov.dz/index.php/fr/solde-global-du-tresor>

وعليه نستنتج بأن سياسة التمويل غير التقليدي غير قادرة لوحدها على معالجة مشكل عجز الموازنة، حيث توصلنا في الفصل الثاني عند تحليلنا لمؤشرات الوضع المالي للاقتصاد الجزائري بأن مشكل عجز الموازنة العامة للدولة يعد هيكليا وليس ظرفيا وهذا نتيجة الاختلالات المتواجدة على مستوى هيكل تكوينه والمتمثلة في الأساس في الفرق بين الإيرادات العامة والنفقات العامة.

وبالتالي نقول إنه كان على الحكومة والسلطة النقدية بالجزائر بدل التفكير في حل استثنائي عن طريق ضخ أموال (طباعة) لسد العجز المسجل على مستوى الميزانية العامة، وجب التفكير في حل دائم يمكنها من تعظيم الإيرادات وبشكل مستدام بما يسمح لها من تغطية الانفاق العام إذ المشكل يكمن في اعتماد الدولة في إيراداتها بشكل كبير على قطاع المحروقات الذي يمثل ما نسبته 35,16%، 37,21%، 38,23% و 31,77% خلال سنوات (2017، 2018، 2019) وإلى نهاية الثلاثي الثالث 2020 على التوالي. في حين نجد بأن الإيرادات خارج قطاع المحروقات تهيمن عليها مداخيل الضرائب حيث بلغت نسبتها منها 67,07%، 66,80%، 69,72% و 66,71% خلال نفس السنوات، وهو الأمر الذي يفسر السياسة التي تعتمد عليها الدولة من خلال اعتمادها على مداخيل الربيع والضرائب في تمويل الاقتصاد وبمقابل ذلك استمرارها في سياسة التوسع في الانفاق وما يشوبها من عمليات التبذير وسوء التسيير ونهب للمال العام. وهو ما نلخصه في الشكل التالي:

الجدول رقم (4-2): تطور إجمالي رصيد الميزانية (2017-2020). الوحدة: (مليار دينار)

السنة	2017	2018	2019	2020/9
إجمالي إيرادات الميزانية	6.047,885	6.313,959	6.586,500	4.388,908
إيرادات المحروقات	2.126,987	2.349,694	2.518,488	1.394,710
إيرادات خارج المحروقات	منها: 2.630,003	منها: 2.648,500	منها: 2.836,414	منها: 1.997,697
	مداخيل الضرائب	مداخيل الضرائب	مداخيل الضرائب	مداخيل الضرائب
إجمالي نفقات الميزانية	7.282,630	7.899,061	7.725,477	5.010,997
نفقات التسيير	4.677,182	4.670,279	4.879,125	3.489,968
نفقات التجهيز	2.605,448	3.228,782	2.846,352	1.521,029
رصيد الميزانية	-1.234,745	-1.585,102	-1.138,977	-622,089

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: بيانات وزارة المالية <https://www.mf.gov.dz/index.php/fr/solde-global-du-tresor>

ونتيجة لتجميد سياسة التمويل غير التقليدي دون دراسة أو تقييم ومع تأثير جائحة كورونا على الاقتصاد العالمي بما فيه الاقتصاد الجزائري، سرعان ما ظهرت انعكاساتها السلبية على موازنة 2021 وهو ما نلاحظه من خلال:

- أين حددت الحكومة إجمالي النفقات في موازنة 2021 بنحو 8.113,04 مليار دينار (62,75 مليار دولار) مسجلة تراجعاً بنحو 2 مليار دولار عن موازنة 2020.
- اعتمدت موازنة 2021 على سعر مرجعي للنفط قدره 40 دولار للبرميل للفترة من 2021 إلى 2023 مقابل 50 دولار للبرميل في موازنة 2020.

-تعد موازنة 2021 الأكثر تقشفا عن السنوات السابقة أين بلغت موازنة 2020، 65 مليار دولار وفي 2019 نحو 72 مليار دولار وفي 2018 نحو 75 مليار دولار و63 مليار دولار في 2017، أي الرجوع إلى نقطة الصفر قبل تطبيق التمويل غير التقليدي.

-توقعت موازنة المالية لسنة 2021 بالجزائر عجزا في ميزانية الدولة قدره (-13,87%) بالنسبة إلى الناتج الداخلي الخام وهذا مقابل عجز بلغ (-10,04 %) في موازنة 2020.

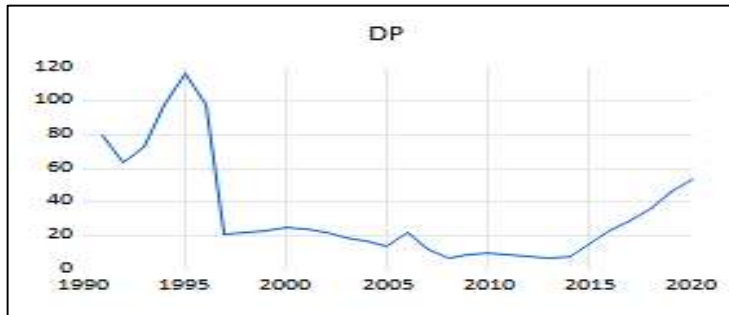
-في حين توقعت أن تبلغ عائدات النفط سنة 2021 ما يقارب 23,21 مليار دولار، و28,68 مليار دولار في 2022، و26,45 مليار دولار نهاية 2023.

-كما سيشهد احتياطي الصرف تراجعا بنهاية 2021 ليلعب 46,84 مليار دولار، ليتوقع أن يتحسن في 2022 فيرتفع إلى 47,53 مليار دولار وإلى 50,02 مليار دولار نهاية 2023.

3-الدين العام الداخلي DP:

يتبين من خلال الشكل رقم (4-12) نسبة الدين العام الداخلي بالنسبة للناتج المحلي الخام شهدت أعلى مستوى لها سنة 1995 حيث بلغت 116.2% لتتراجع بعدها إلى 20% سنة 1997 أما بعدها شهدت تذبذبا إلى أن بلغت أدنى مستوى لها سنة 2008 بـ 6.6% وهذا بسبب الوفرة المالية نتيجة تراكم الموجودات الخارجية وهو ما انعكس بالإيجاب على القدرات التمويلية للدولة.

الشكل رقم (4-12): تطور معدل الدين العام الداخلي

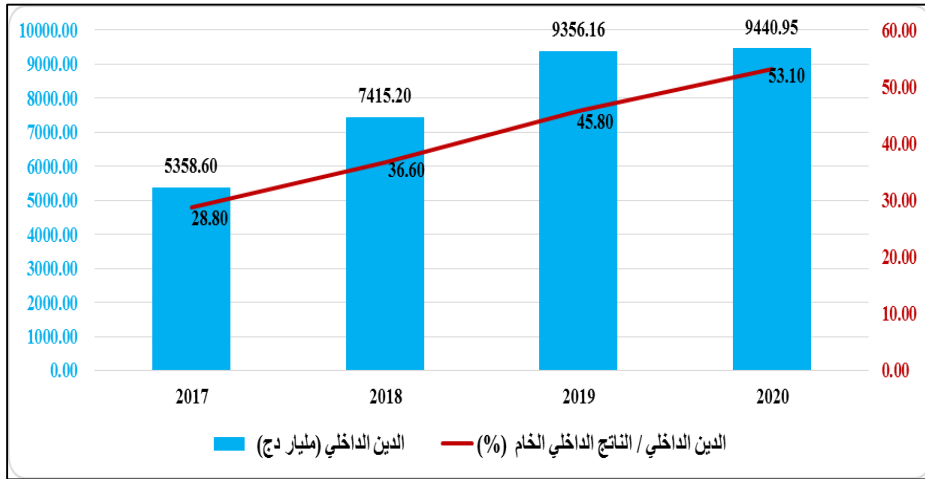


المصدر: إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الملحق رقم (1-2).

و بمجرد تراجع الإيرادات العامة نتيجة انهيار أسعار النفط وفي ظل تمسك الدولة بالتزاماتها الاجتماعية وإصرارها على مواصلة البرامج التنموية سجل الدين العام الداخلي وتزامنا مع بداية تطبيق سياسة التمويل غير التقليدي ارتفاعا ملحوظا سنة 2017 ليلعب 5.358,6 مليار دينار، مقابل 3.990,7 مليار دينار سنة 2016، وعلى الرغم من المبالغ التي رصدت له وفق آلية التمويل غير التقليدي (1.625 مليار دينار) إلا أنه استمر في الارتفاع ليصل إلى 7.415,2 مليار دينار سنة 2018 بما يعادل 36,6% من الناتج الداخلي الخام. ليواصل على نفس النهج للسنوات اللاحقة أين نجد بأنه ارتفع سنة 2020 بنسبة 27,32%، أين انتقل من 45,8% من الناتج المحلي الإجمالي في 2019 إلى 53,10% في 2020.

ووفقا لتوقعات البنك الدولي، فإن الدين العام سيواصل الارتفاع في السنوات المقبلة، حيث من المتوقع أن يصل في 2021 إلى ما يعادل 56,1% من الناتج المحلي الإجمالي، ثم إلى 60,5% في 2022 و65,3% في 2023. وهذا بسبب الانكماش الحاد الذي تعرض له الاقتصاد الجزائري بدءا من سنة 2020 بسبب الإجراءات الاحترازية التي طبقتها الحكومة بهدف احتواء الوباء العالمي -جائحة كورونا- وتزامنها مع الانخفاض الكبير المسجل في إنتاج النفط لضعف الطلب الدولي. (Mehenni, 2021)

الشكل رقم (4-13): تطور الدين العام الداخلي (2017-2020)



المصدر: من إعداد الباحث، بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر

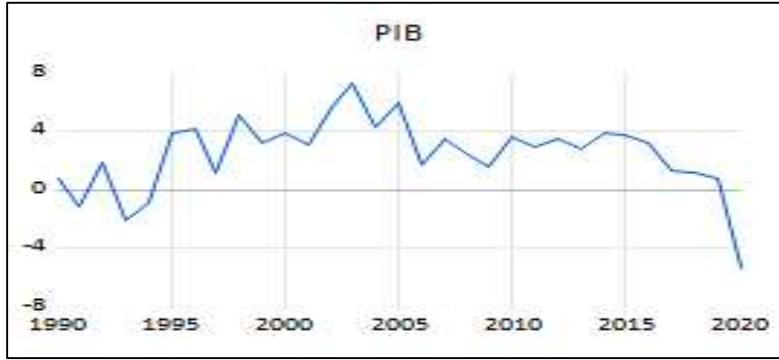
ثالثا: الدراسة الوصفية لمؤشرات الاقتصاد الكلي بالجزائر:

تهدف السلطة النقدية من خلال الأمر 10-04 المعدل والمتمم للأمر 03-11 المتعلق بالنقد والقرض، إلى استقرار المستوى العام للأسعار وضمان نمو سريع للاقتصاد لتحقيق مستويات عالية من التشغيل.

1- الناتج المحلي الاجمالي PIB:

يلاحظ من خلال الشكل رقم (4-14) أن تطور معدلات الناتج المحلي الاجمالي السنوية قد شهدت نموا متذبذبا بين السلب والايجاب متزامنا مع حالي الفائض والعجز في السيولة التي سادت أغلب فترات الدراسة، فسجلت أعلى قيمة لنمو الناتج المحلي الاجمالي بـ 7.2% سنة 2003، في حين قدرت أقل قيمة بـ 5.4% سنة 2020. كما نجد أنه من سنة 1995 إلى غاية سنة 2016 تتصف سلسلة نمو الناتج المحلي الاجمالي بالتذبذب حول متوسط حسابي يميل للثبات. لتبدأ بالتراجع ابتداء من سنة 2017 وهذا تزامنا مع تطبيق سياسة التمويل غير التقليدي.

الشكل رقم (4-14): تطور معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي

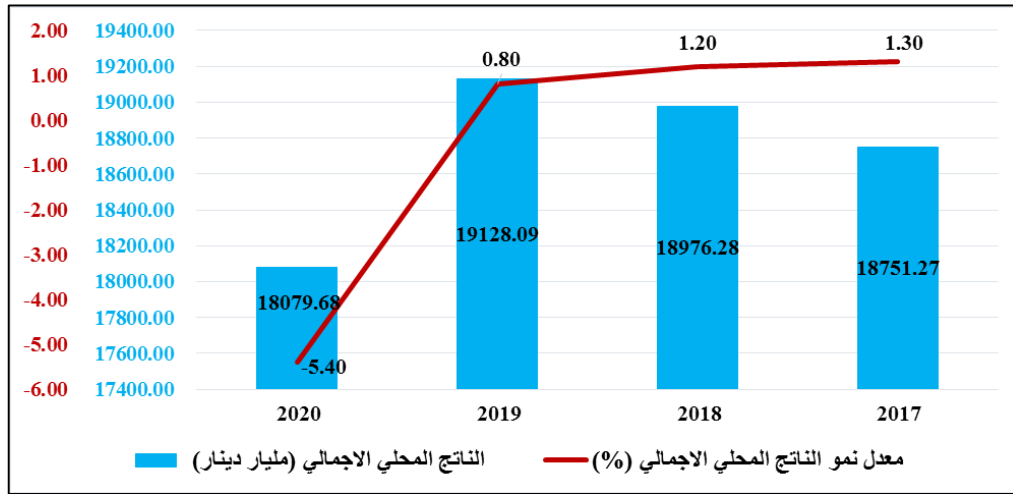


المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على بيانات الملحق رقم (1-2).

فرغم الوضع الاقتصادي الذي تمر به الجزائر، لم يستخدم التمويل غير التقليدي لتنشيط الاقتصاد مثل ما هو معمول به في الدول المتقدمة التي تبنت هذه السياسة بهدف تحفيز النشاط الاقتصادي بعدما وقعت الأسواق المالية بها بمصيدة السيولة ببلوغ أسعار الفائدة الاسمية لأدنى مستوياتها واقتربها من الصفر، بل وجه لتمويل عجز الخزينة العمومية على الرغم من فعالية السياسة النقدية التقليدية وهو ما من شأنه أن يؤثر بالسلب على معدلات النمو الاقتصادي فنجد أنه وبعد مرور ثلاث سنوات من استخدام هذه السياسة التمويلية غير التقليدية، إلا أن الاقتصاد الجزائري لم يشهد أي تحسن فبعدها تباطأ النمو الاقتصادي بشكل ملحوظ سنة 2017 بسبب التراجع القوي لوتيرة توسع قطاع المحروقات فمن حيث القيمة قدر إجمالي الناتج الداخلي بـ 18.751,266 مليار دينار، أي بمعدل 1,3% ليواصل بعدها التراجع إلى غاية 2020 أين لم يقدر على تجاوز عتبة 2%.

ويفسر هذا التراجع المسجل في نمو الناتج المحلي الإجمالي على أن الاقتصاد الجزائري اقتصاد ريعي يعتمد على إنتاج قطاع المحروقات في نمو الناتج الداخلي الخام وعلى الجباية البترولية في الرفع من الإيرادات العامة وعلى مداخيل الصادرات النفطية للحد من عجز الميزان التجاري وعليه نقول إن الإصدار النقدي الجديد الذي قام به بنك الجزائر موجه لتمويل الخزينة العمومية لا لدعم الاستثمار والنمو الاقتصادي، وبالتالي يمكننا الحكم على أن هذه الآلية تعد آلية تمويلية أكثر منها نقدية ودليل ذلك أن الدولة رافقتها بجملة من إجراءات السياسة النقدية التقليدية للحد من آثارها التضخمية على الاقتصاد الوطني. ويمكن تمثيل تطور إجمالي الناتج الداخلي الخام في الشكل التالي:

الشكل رقم (4-15): تطور الناتج المحلي الإجمالي - بالأسعار الثابتة للعملة المحلية - (2017-2020)

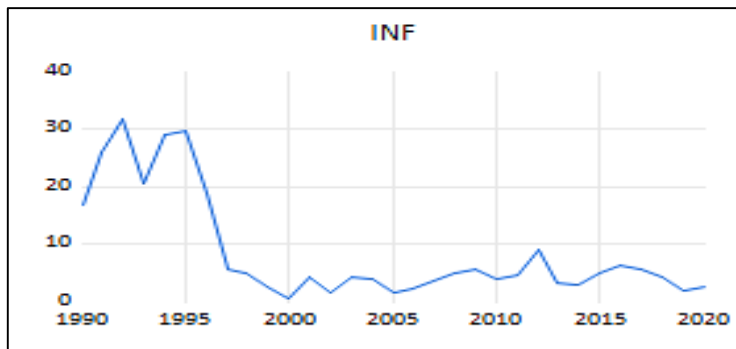


المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على بيانات البنك الدولي <https://data.albankaldawli.org/country/DZ>

2- معدل التضخم INF:

يتبين من خلال الشكل رقم (4-16) أن معدلات التضخم خلال فترة الدراسة كانت محصورة بين أقل قيمة مسجلة 0,33% سنة 2000 وأعلى قيمة 31,66% سنة 1992، كما يلاحظ وجود تذبذب في تطور معدلات التضخم طيلة فترة الدراسة حيث كانت معدلاته مرتفعة من 1990 إلى 1996 أين كانت تتعدى 20% وهذا بسبب الوضعية المالية الصعبة التي مرت بها الجزائر بداية من نهاية الثمانينات بعد انهيار أسعار النفط وتفاقم مشكل الديون الخارجية إضافة لتدني الوضع السياسي والسياسة النقدية التوسعية المطبقة بغرض تمويل عجز الميزانية وما تتطلبه مرحلة الانتقال من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق من اصلاحات، لتبدأ بالتراجع بدءاً من سنة 1997، وهذا كنتيجة لحزمة الإصلاحات التي باشرتها الحكومة خاصة بعد توقيعها على اتفاقية **STAND BY** في 1994/06/01 مع صندوق النقد الدولي التي ترتب عنها إعادة جدولة الديون الخارجية.

الشكل رقم (4-16): تطور معدلات التضخم



المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على بيانات الملحق رقم (1-2).

لتشهد بعدها معدلات التضخم نوع من الاستقرار بحيث لم تتعدى عتبة 6% إلا في سنتي 2012 و2016 وهذا بفعل أدوات استرداد فائض السيولة التي استحدثتها السلطة النقدية بعد سنة 2000.

ومع دخول سياسة التمويل غير التقليدي حيز التطبيق ساد تخوف من ارتفاع معدلات التضخم من جديد، لكن في الجزائر يصعب التنبؤ وبشكل دقيق بأثر التمويل غير التقليدي على توقعات التضخم، باعتبار أن هذا الأخير تؤثر فيه العديد من المحددات أهمها:

-الضعف المسجل بخصوص آليات ضبط الأسواق التي تسودها مظاهر الهيمنة والاحتكار، نتيجة الاعتماد الكبير على الاستيراد في تغطية الطلب الداخلي؛

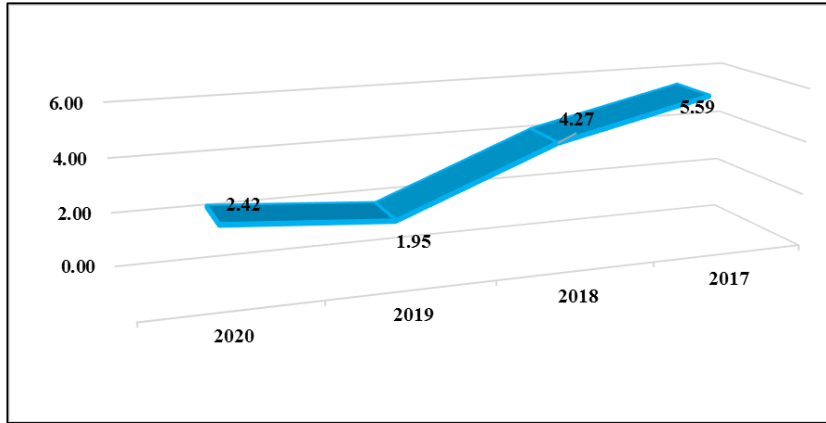
-سلوك الأعوان الاقتصاديين تجاه التداول النقدي؛

-اتساع حجم الاكتناز الذي بلغ 2.000 مليار دينار، والتداول في السوق النقدي الموازي قدر بـ 4.780 مليار دينار سنة 2017؛

- سياسة دعم الأسعار التي تنتهجها الحكومة وتستفيد منها كل شرائح المجتمع دون استثناء بل امتدت حتى للأجانب.

وعليه فإن إصدار بنك الجزائر لمبلغ 2.185 مليار دينار في فترة قصيرة تقل عن الشهرين نهاية 2017 ليبلغ مع بداية 2019 مبلغ 6.556,2 مليار دينار كانت له انعكاسات سلبية على التضخم فبلغت نسبته 4,27 % سنة 2018، و4,1 % خلال الثلاثي الأول لسنة 2019 (الإذاعة الجزائرية، 2019) بعدما كانت سنتي 2016 و2017 تقدر بـ 6,40% و5,9% على الترتيب، وبقرائنا للأرقام نجد التضخم قد انخفض إلى 1,95% نهاية 2019 ليبلغ 2,42% مع نهاية 2020 (بنك الجزائر، 2021) بنجدها لا تعكس الواقع وهو ما نلمسه في انخفاض القدرة الشرائية للمستهلكين، ليتوقع أن يرتفع من جديد سنة 2021 ليصل إلى 4,5 % .

الشكل رقم (4-17): معدلات التضخم (2017-2020)



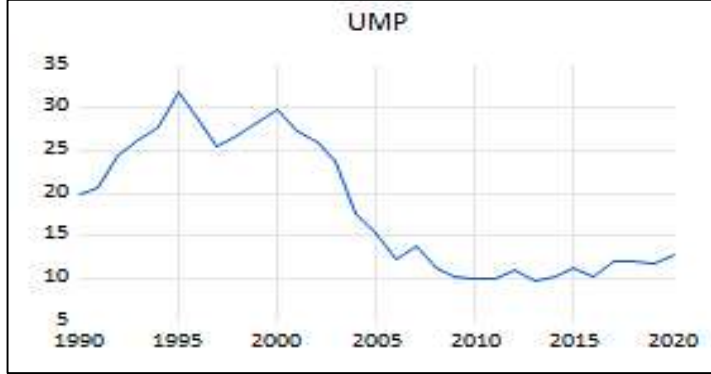
المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على بيانات البنك الدولي، <https://data.albankaldawli.org/country/DZ>

3- معدل البطالة UMP:

نلاحظ من خلال الشكل رقم (4-18) أن معدلات البطالة خلال فترة الدراسة كانت محصورة بين أقل قيمة مسجلة 9,82% سنة 2013 وأعلى قيمة 31,84% سنة 1995، كما يلاحظ وجود تذبذب في تطور معدلات البطالة طيلة فترة الدراسة حيث كانت معدلاته مرتفعة من 1990 إلى 2003 أين كانت تتعدى 20% وهذا بسبب الوضع السياسي غير المستقر

للبلاد إضافة للوضع الاقتصادي التقشفي الذي فرضته اتفاقية **STAND BY** وما نتج عنها من خصخصة للمؤسسات العمومية، الحد من التوظيف في القطاع العمومي، وضع حدود قصوى للائتمان المصرفي للحكومة وللقطاع العام وتخريب الأسعار.

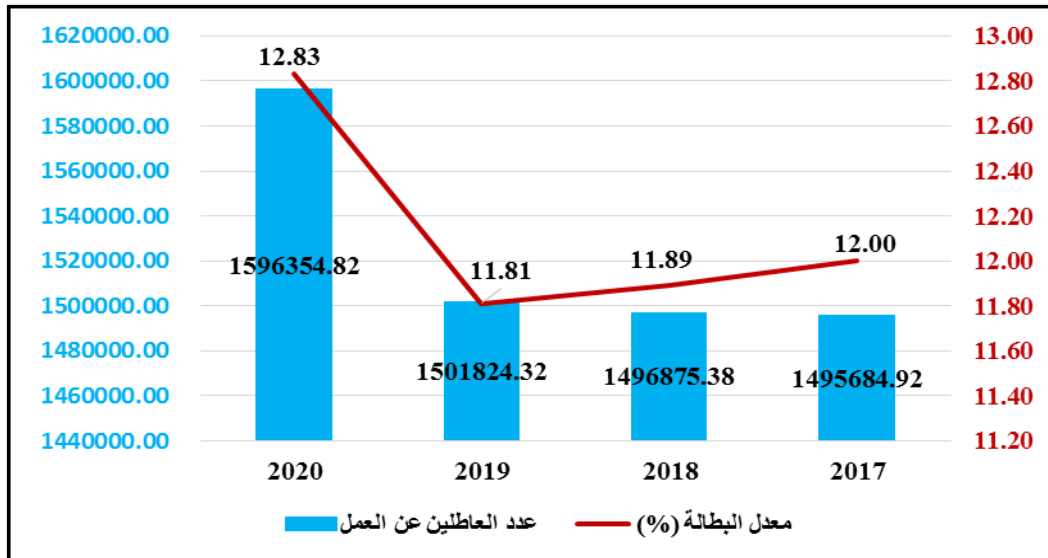
الشكل رقم (4-18): تطور معدلات البطالة



المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على بيانات الملحق رقم (1-2).

لتبدأ بالتراجع بدءاً من سنة 2004 وهذا كنتيجة لاستقرار الوضع السياسي بعد الانتخابات الرئاسية لسنة 1999 حيث تزامن مع ارتفاع أسعار النفط الذي نتجت عنه وفرة مالية أدت بالحكومة إلى إطلاق البرامج الخماسية للتنمية 2001-2014، التي رافقتها صيغ مختلفة من برامج التشغيل. فكل هذه الأسباب مجتمعة خفضت من حدة البطالة إلى ما دون 11% سنة 2016 لتعاود الارتفاع من جديد بدءاً من سنة 2017 رغم تبني سياسة التمويل غير التقليدي التي رصد في إطارها مبلغ 1.773,20 مليار دينار لتمويل الصندوق الوطني للاستثمار وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (4-19): معدلات البطالة (2017-2020)



المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على بيانات البنك الدولي، <https://data.albankaldawli.org/country/DZ>

من خلال الأشكال البيانية لمتغيرات الدراسة الموضحة أعلاه، نلاحظ بأنه:

- بالنسبة لسلسلة المتغيرات التالية (UMP, PIB, SB, TCH, INF, DP, M2, BC, LB): تمتاز بتذبذب متغير بين التزايد والتناقص خلال فترة الدراسة كما أنها تحتوي على مركبة الاتجاه العام وهو ما يوحي لنا مبدئيا بأنها غير مستقرة الأمر الذي يقودنا إلى ضرورة إخضاعهم لاختبارات جذور الوحدة.

- أما بالنسبة لسلسلة متغيرة سعر الخصم (DC): فجدد بأنها بعدما أخذت اتجاهها عاما سالبا للفترة من 1994 إلى 2004، شهدت ثباتا تاما إلى غاية 2015 لتسجل بعدها تذبذبا ضعيفا إلى غاية سنة 2020، الأمر الذي يقودنا إلى إخضاعها لاختبار جذر الوحدة بوجود تغير هيكلية من خلال اختبار (Zivot-Andrews).

الفرع الثاني: اختبار استقراريه السلاسل الزمنية:

يعد استقرار السلاسل الزمنية شرط أساسي في التحليل القياسي حيث أن الاستدلال بالمتغيرات غير المستقرة يعطي نتائج مضللة، وعليه قبل الشروع في دراسة تقلبات أي ظاهرة اقتصادية لا بد من التأكد أولا من وجود اتجاه في السلسلة الزمنية، فالسلسلة الزمنية المستقرة هي تلك التي تتغير مستوياتها مع الزمن دون أن يتغير المتوسط فيها وذلك خلال فترة زمنية طويلة نسبيا أي أن السلسلة لا يوجد فيها اتجاه نحو الزيادة ولا النقصان، ومنه نقول على سلسلة زمنية ما مستقرة إذا تحقق: (شيخي، 2012، الصفحات 200-201)

$$E(Y_t) = E(Y_{t+k}) = \mu \quad 1-تذبذبت حول متوسط$$

$$\text{var}(Y_t) = E[Y_t - E(Y_t)]^2 = \text{var}(Y_{t+k}) = E[Y_{t+k} - E(Y_{t+k})]^2 = \gamma(0) = \sigma^2 < \infty, \forall t \quad \text{حسابي ثابت عبر الزمن:}$$

2- ثبات التباين عبر الزمن:

3- أن يكون التباين المشترك بين أي قيمتين لنفس المتغير معتمدا على الفجوة الزمنية بين القيمتين، وليس على القيمة الفعلية للزمن الذي يحسب عند التغير، أي الفرق بين فترتين زمنية:

$$\text{cov}(Y_t, Y_{t+k}) = E[(Y_t - \mu)(Y_{t+k} - \mu)] = \text{cov}(Y_{t+k}, Y_{t+k+s}) = \gamma(k)$$

وعليه قبل تطبيق نموذج VAR على المتغيرات محل الدراسة، يجب أولا دراسة استقرار السلاسل الزمنية، وتعتبر اختبارات جذور الوحدة أهم طريقة لتحديد مدى استقرارية السلاسل الزمنية وفحص خصائصها، وأمام تعدد اختبارات جذر الوحدة يتم عادة استخدام اختبار ديكي فولر (DF) وديكي فولر المطور (ADF)، اختبار فيليبس بيرون (PP) واختبار (KPSS)، لكن في دراستنا سنقتصر على اختبار الاستقرارية باستخدام (PP) و (ADF) بحيث تكون الفرضية الصفرية في كلا الاختبارين هي احتواء السلسلة الزمنية للمتغير على جذر الوحدة أي أنه غير مستقر ويتم الحكم على هذه الفرضية بالقبول أو الرفض بمقارنتها بالقيم الحرجة الموافقة لها أو بملاحظة القيمة الاحتمالية. فإذا كانت أقل من (0,05) فهذا يعني أن القيمة المحسوبة لإحصائية (PP) و (ADF) أكبر من القيمة الجدولية لها، مما يعني رفض الفرضية الصفرية بوجود جذر الوحدة وتكون النتيجة هي استقرار السلسلة الزمنية للمتغير محل الدراسة. (كيحلي، 2017، صفحة 138)

حيث يعتمد اختبار ديكي فولر المطور على تقدير النماذج التالية: (شيخي، 2012، صفحة 210)

$$\nabla Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \nabla Y_{t-j+1} + \varepsilon_t$$

$$\nabla Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \nabla Y_{t-j+1} + c + \varepsilon_t$$

$$\nabla Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \nabla Y_{t-j+1} + c + b t + \varepsilon_t$$

ويعتمد اختبار فيليبس بيرون على تقدير نفس نماذج ديكي فولر، ولكن مع الأخذ بعين الاعتبار الأخطاء ذات التباين غير المتجانس، وذلك عن طريق عملية تصحيح غير معلمية لإحصاءات ديكي فولر كما أن له قدرة اختبار أفضل وأدق في حالة حجم العينات الصغيرة. لذا فإنه في حالة عدم توافق نتائج اختبار (PP) و (ADF)، فإنه يتم تفضيل نتائج اختبار (PP) لقدرته على إعطاء تقديرات قوية في حالة السلاسل الزمنية لمتغيرات نموذج الدراسة وفق النماذج الاحصائية الثلاثة: (كبحلي، 2017، صفحة 139)

جدول رقم (4-3): نتائج اختبار جذر الوحدة لفحص استقرار السلاسل الزمنية

القرار	القيمة الاحتمالية لإحصائية τ (ADF)		القيمة الاحتمالية لإحصائية τ (PP)		النماذج	المتغير
	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)		
I(0)	-	0.0022	-	0.0021	بقاطع	M2
	-	0.0010	-	0.0010	باتجاه وقاطع	
	-	0.0353	-	0.0353	دون اتجاه ولا قاطع	
I(0)	-	0.0008	-	0.0008	بقاطع	LB
	-	0.0020	-	0.0020	باتجاه وقاطع	
	-	0.0001	-	0.0001	دون اتجاه ولا قاطع	
I(0)	-	0.0000	-	0.0000	بقاطع	SB
	-	0.0001	-	0.0000	باتجاه وقاطع	
	-	0.0000	-	0.0000	دون اتجاه ولا قاطع	
I(1)	0.0036	0.3551	0.0045	0.4199	بقاطع	DP
	0.0143	0.8751	0.0003	0.9638	باتجاه وقاطع	
	0.0002	0.1299	0.0002	0.1470	دون اتجاه ولا قاطع	
I(1)	0.0000	0.1067	0.0001	0.0001	بقاطع	BC
	0.0000	0.1493	0.0000	0.0002	باتجاه وقاطع	
	0.0000	0.0187	0.0000	0.0000	دون اتجاه ولا قاطع	
I(1)	0.0001	0.5129	0.0001	0.5369	بقاطع	INF
	0.0005	0.6240	0.0003	0.5506	باتجاه وقاطع	
	0.0000	0.1278	0.0000	0.1269	دون اتجاه ولا قاطع	
I(1)	0.0000	0.5849	0.0000	0.2244	بقاطع	PIB
	0.0000	0.6162	0.0000	0.7895	باتجاه وقاطع	

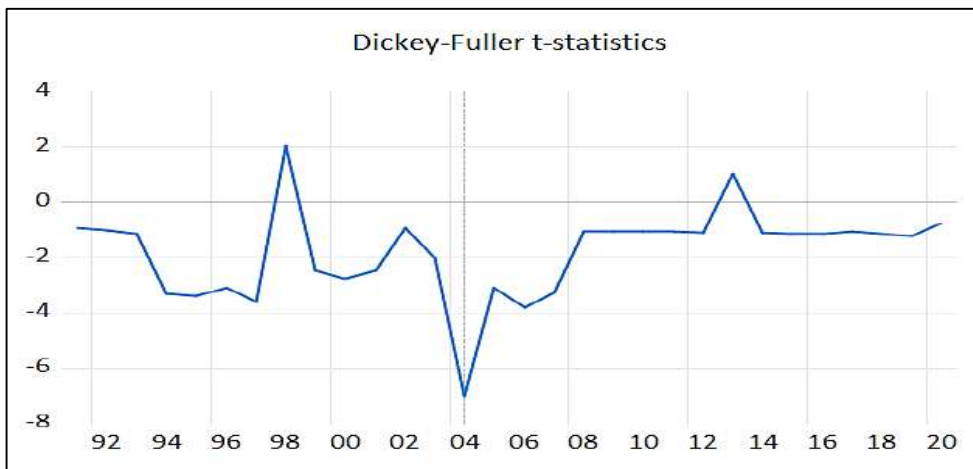
	0.0000	0.2699	0.0000	0.1245	دون اتجاه ولا قاطع	
	0.0059	0.7519	0.0063	0.7363	بقاطع	
I(1)	0.0319	0.0704	0.0344	0.6723	باتجاه وقاطع	TCH
	0.0036	0.9989	0.0046	0.9921	دون اتجاه ولا قاطع	
	0.0068	0.8528	0.0073	0.7786	بقاطع	
I(1)	0.0336	0.5914	0.0353	0.4808	باتجاه وقاطع	UMP
	0.0004	0.3760	0.0004	0.3839	دون اتجاه ولا قاطع	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

كشفت نتائج اختبار جذر الوحدة باستخدام كل من اختبار (PP) و (ADF) على النتائج التالية:
 - بالنسبة لكل من متغيرة: الكتلة النقدية (M2)، السيولة البنكية (LB) ورصيد الموازنة العامة (SB) فقد استقرت عند المستوى I(0) بالنظر للقيمة الاحتمالية لإحصائية ستودنت المعدلة (tua) بالنسبة لكل من اختبائي (PP) و (ADF) والتي كانت أقل من درجة المعنوية 0,05 في النماذج الإحصائية الثلاثة.
 - أما بالنسبة لباقي المتغيرات: رصيد الميزان التجاري (BC)، الدين العام الداخلي (DP)، التضخم (INF)، الناتج المحلي الاجمالي (PIB)، سعر الصرف (TCH)، معدل البطالة (UMP) فقد استقرت عند المستوى I(1) في الاختبارات الثلاث وعليه نقول إنها استقرت عند الفرق الأول I(1).

أما بخصوص سلسلة متغيرة سعر الخصم (DC)، فقد طبقنا عليها اختبار جذر الوحدة بوجود تغير هيكلية من خلال اختبار (Zivot-Andrews)، لتبين نتائج الاختبار أنظر الملحق رقم (2-2)، بأن احتمال إحصائية (ADF) أقل من 5% وبالتالي نقول بأن سلسلة (DC) مستقرة عند المستوى I(0) بوجود تغير هيكلية سنة 2004 في اتجاه سلسلة (DC)، وهو ما يمكن أن نتأكد منه بالرجوع إلى السلسلة الزمنية لمتغيرة سعر الخصم بحيث نجد بأنه سجل تراجعاً مستمراً من معدل 15% سنة 1994 إلى أن بلغ 4% سنة 2004 ليتم تثبيته عند هذا المعدل إلى غاية 2015، ليسجل بعدها تراجعاً طفيفاً ليصل إلى 3% سنة 2020. وهو ما يبينه الشكل التالي:

الشكل رقم (4-20): نتائج اختبار Zivot-Andrews



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

المبحث الثاني: دراسة قياسية تحليلية للآثار الاقتصادية للتمويل غير التقليدي بالجزائر:

سيتم من خلال هذا المبحث دراسة العلاقة بين السيولة البنكية باعتبارها القناة الرئيسية التي يتم من خلالها تنفيذ السياسة النقدية والمتغيرات الاقتصادية الكلية للاقتصاد الجزائري، بهدف تحديد أهم المتغيرات الاقتصادية الكلية التي يمكن التأثير عليها بفعل اتباع سياسة نقدية توسعية - التمويل غير التقليدي - بالجزائر.

المطلب الأول: نمذجة العلاقة بين السياسة النقدية والمتغيرات الاقتصادية الكلية للاقتصاد الجزائري للفترة (1990-2020):

بعد قيامنا بدراسة خصائص السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة، وجدنا بأن بعضها مستقر عند المستوى $I(0)$ والباقي عند الفرق الأول $I(1)$ وهو ما يسمح لنا بتقدير نموذج VAR، ومن أجل التوصل لنتائج دقيقة تمكنا من الإجابة على فرضيات الدراسة وبالتالي تحديد الآثار الاقتصادية الناجمة عن تطبيق سياسة التمويل غير التقليدي، فقد تم تقسيم متغيرات الدراسة العشر إلى قسمين، الأول يضم: السيولة البنكية، رصيد الميزان التجاري، الدين العام الداخلي، الناتج المحلي الاجمالي، التضخم ورصيد الموازنة العامة بحيث نعتبرها متغيرات داخلية (endogenous) في النموذج وبالتالي دراسة التأثير التبادلي فيما بينها.

أما الثاني فيضم: الكتلة النقدية، معدل سعر الخصم، سعر الصرف والبطالة التي نعتبرها خارجية (exogenous) وبالتالي فهي تؤثر في المتغيرات الداخلية ولا تتأثر بها.

الفرع الأول: بناء نموذج (VAR) لتقييم الآثار الاقتصادية للتمويل غير التقليدي بالجزائر:

انطلاقاً من اعتبار أن السيولة البنكية تعد من أهم المتغيرات المفسرة للسياسة النقدية في الجزائر، ونظراً لانعدام سوق مالي نشط إضافة لعدم حرية انتقال رؤوس الأموال من وإلى الخارج (نظام مالي مغلق) أي أن عملية التمويل في الاقتصاد محصورة على الوساطة المالية، سنعمد في بناء النموذج على تحليل أثر متغيرة السيولة البنكية باعتبارها متغيرة مستقلة على باقي المتغيرات الاقتصادية التي تعد متغيرات تابعة. وسيتم بناء النموذج وفق المراحل التالية:

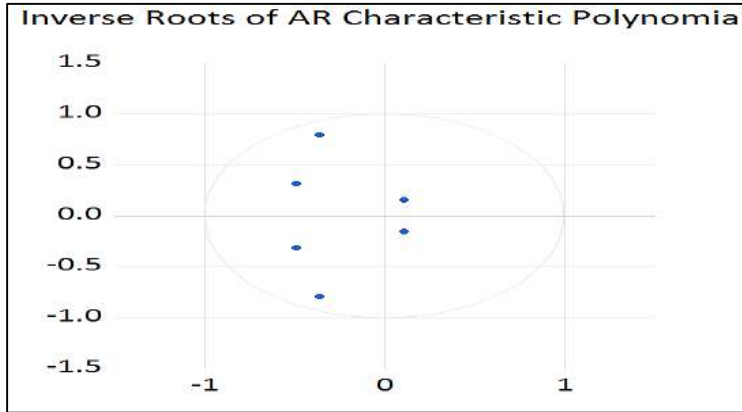
أولاً: تحديد درجة التأخير المناسبة للنموذج:

قبل تقدير معادلات نموذج الانحدار الذاتي VAR، ينبغي تحديد عدد درجات التأخير لهذا النموذج، إذ يتم تحديد درجة التأخير p بالاعتماد على معايير المعلوماتية AIC, SC, HQ، حيث تحدد درجة التأخير P التي تحقق أقل قيمة للمعايير السابقة والنتائج المحصل عليها أنظر الملحق رقم (3-2) أفادت بأن أقل قيمة للمعايير Akaike و Schwarz و Hannan-Quinn تصاحب التأخير رقم 1 مما يعني أن درجات التأخير في النموذج VAR هي $P=1$.

ثانيا: اختبار استقراره النموذج VAR:

من خلال اختبار استقراره النموذج، وكما هو مبين في الشكل الموالي، يتبين لنا عدم وجود مقلوب جذور المعادلة المميزة خارج الدائرة الأحادية، حيث إن قيم الجذور هي أقل من الواحد الصحيح، وبالتالي فالنموذج مستقر.

الشكل رقم (4-21): نتائج اختبار استقراره النموذج VAR



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

ثالثا: تقدير النموذج (التحليل الهيكلي لنموذج VAR):

لقد سبق وأن رأينا أن مختلف الأدوات والمعايير المعتمدة لتحديد أفضل درجة تأخير، أفضت إلى اعتماد الدرجة المقدرة بسنة واحدة كأفضل درجة تأخير يمكن من خلالها تقديم أمثل وصف لمختلف التفاعلات التي تحدث بين عناصر النظام المدروس، لتكون بذلك كل متغيرة من متغيرات هذا النظام مفسرة بواسطة قيمتها المؤخرة بفترة، بالإضافة إلى الحد الثابت والتأخيرات الأولى لباقي المتغيرات.

وفي هذه الحالة يمكن استخدام طريقة المربعات الصغرى لتقدير نموذج VAR، وبعد حصولنا على نتائج التقدير أنظر الملحق رقم (3-1) سنقوم بتحليلها وذلك بدراسة وتحليل كل معادلة على حدا كما يلي:

المعادلة الأولى: معادلة رصيد الميزان التجاري D(BC)

وهي على الشكل:

$$D(BC) = -0.885 * D(BC(-1)) + 21.281 * D(DP(-1)) - 4.629 * D(INF(-1)) - 143.585 * LB(-1) + 48.640 * D(PIB(-1)) - 0.0642 * SB(-1) + 31.054 * DC + 0.652 * D(TCH) - 74.477 * D(UMP) + 13.127 * M2 - 305.997.$$

$$R^2 = 0.791 \quad F\text{-Stat} = 6.465 \quad n = 28$$

من خلال المعادلة نلاحظ، أن إشارة كل من معلمي الدين العام الداخلي والنتاج المحلي الاجمالي (للفترة (t-1)) وكذا إشارة معلمة معدل الخصم وسعر الصرف والكتلة النقدية (للفترة t) موجبة وهو ما يدل على العلاقة الطردية بينها وبين رصيد الميزان التجاري. أما معلمة رصيد الميزان التجاري، التضخم، السيولة البنكية ورصيد الموازنة العامة (للفترة (t-1)) إضافة لمعلمة

البطالة (للفترة t) فقد كانت سالبة إشارة إلى العلاقة العكسية بينها وبين رصيد الميزان التجاري، كما نجد أن الحد الثابت سالب وهو ما يدل على وجود عوامل خارجية تؤثر بالسلب على النموذج.

أما من الناحية الإحصائية، نلاحظ أن بعض متغيرات الدراسة غير معنوية عند مستوى 5%، باعتبار أن قيمتها الاحتمالية $Prob > 0.05$ ، وبالتالي فهي لا تؤثر في متغيرة (BC) وهو ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (4-4): تقدير معادلة رصيد الميزان التجاري (BC)

المتغيرة	المعلمة	القيمة الاحتمالية (الدلالة الإحصائية)
D(BC)	- 0.885	0.0000
D(DP)	+ 21.281	0.0001
D(INF)	- 4.629	0.7996
D(LB)	- 143.585	0.0053
D(PIB)	+ 48.640	0.1772
D(SB)	- 0.0642	0.6279
DC	+ 31.054	0.0908
TCH	+ 0.652	0.9659
UMP	- 74.477	0.0433
M2	+ 13.127	0.2514
الحد الثابت C	- 305.997	0.0991

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

من خلال الجدول نجد أن المتغيرات التي لها دلالة معنوية وتؤثر في رصيد الميزان التجاري هي:

-رصيد الميزان التجاري: يؤثر في نفسه بحيث إذا ارتفع رصيد الميزان التجاري في الفترة (t-1) بوحدة واحدة فإن رصيد الميزان التجاري في الفترة t يشهد انخفاضا بمقدار 0,885.

-الدين العام الداخلي: يؤثر بالإيجاب في رصيد الميزان التجاري بحيث إذا ارتفع الدين العام الداخلي في الفترة (t-1) بوحدة واحدة فإن رصيد الميزان التجاري في الفترة t يشهد ارتفاعا بمقدار 21,281.

-السيولة البنكية: تؤثر بالسلب في رصيد الميزان التجاري بحيث إذا ارتفعت السيولة البنكية في الفترة (t-1) بوحدة واحدة فإن رصيد الميزان التجاري في الفترة t يشهد انخفاضا بمقدار 143,585.

-البطالة: تؤثر بالسلب في رصيد الميزان التجاري بحيث إذا ارتفعت البطالة في الفترة t بوحدة واحدة فإن رصيد الميزان التجاري في الفترة t يشهد انخفاضا بمقدار 74,477.

وفيما يخص اختبار جودة التوفيق، فإن قيمة $R^2 = 0.79$ وهي قيمة جيدة تعتبر أن متغيرات النموذج تفسر المتغير التابع بنسبة 79% في حين أن 21% من التغيرات في المتغير التابع مفسرة بواسطة عوامل أخرى.

أما فيما يخص المعنوية الكلية للنموذج، فإن إحصائية فيشر كانت مساوية لـ $F\text{-Stat} = 6.465$ ، و $Prob = 0.000424 < 0.05$ وبالتالي فالنموذج ككل معنوي عند مستوى معنوية 5%.

المعادلة الثانية: معادلة الدين العام الداخلي (DP)

وهي على الشكل:

$$D(DP) = - 0.0268 * D(BC(-1)) + 0.613 * D(DP(-1)) - 0.577 * D(INF(-1)) + 2.647 * LB(-1) + 0.0783 * D(PIB(-1)) - 0.001 * SB(-1) - 0.396 * DC - 0.246 * D(TCH) + 2.141 * D(UMP) - 0.716 * M2 + 11.764.$$

$$R^2 = 0.751 \quad F\text{-Stat} = 5.139 \quad n = 28$$

من خلال المعادلة نلاحظ، أن إشارة كل من معلمات الدين العام الداخلي، السيولة البنكية والنتاج المحلي الاجمالي للفترة (t-1)) وكذا إشارة معلمة البطالة (للفترة t) موجبة وهو ما يدل على العلاقة الطردية بينها وبين الدين العام الداخلي. أما معلمة رصيد الميزان التجاري، التضخم، ورصيد الموازنة العامة (للفترة (t-1)) إضافة لمعلمة معدل الخصم وسعر الصرف والكتلة النقدية (للفترة t) فقد كانت سالبة إشارة إلى العلاقة العكسية بينها وبين الدين العام الداخلي، كما نجد أن الحد الثابت موجب وهو ما يدل على وجود عوامل خارجية تؤثر بالإيجاب على النموذج.

أما من الناحية الإحصائية، نلاحظ أن بعض متغيرات الدراسة غير معنوية عند مستوى 5% باعتبار أن قيمتها الاحتمالية $Prob > 0.05$ ، وبالتالي فهي لا تؤثر في متغيرة (DP) وهو ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (4-5): تقدير معادلة الدين العام الداخلي (DP)

المتغيرة	المعلمة	القيمة الاحتمالية (الدلالة الإحصائية)
D(BC)	- 0.0268	0.0000
D(DP)	+ 0.613	0.0017
D(INF)	- 0.577	0.3930
D(LB)	+ 2.647	0.1590
D(PIB)	+ 0.0783	0.9530
D(SB)	- 0.001	0.7970
DC	- 0.396	0.5574
TCH	- 0.246	0.6617
UMP	+ 2.141	0.1150
M2	- 0.716	0.0920
الحد الثابت C	+ 11.764	0.0868

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

من خلال الجدول نجد أن المتغيرات التي لها دلالة معنوية وتؤثر في الدين العام الداخلي هي:

-رصيد الميزان التجاري: كلما ارتفعت قيمة رصيد الميزان التجاري في الفترة (t-1) بوحدة واحدة، فإن قيمة الدين العام الداخلي للفترة t ينخفض بمقدار 0,026.

-الدين العام الداخلي: كلما ارتفعت قيمة الدين العام الداخلي في الفترة (t-1) بوحدة واحدة، فإن قيمة الدين العام الداخلي للفترة t يرتفع بمقدار 0,613.

وفيما يخص اختبار جودة التوفيق، فإن قيمة $R^2 = 0.75$ وهي قيمة جيدة تعتبر أن متغيرات النموذج تفسر المتغير التابع بنسبة 75% في حين أن 25% من التغيرات في المتغير التابع مفسرة بواسطة عوامل أخرى.

أما فيما يخص المعنوية الكلية للنموذج، فإن إحصائية فيشر كانت مساوية لـ $F\text{-Stat} = 5.139$ ، و $Prob = 0.001596 < 0.05$ وبالتالي فالنموذج ككل معنوي عند مستوى معنوية 5%.

المعادلة الثالثة: معادلة التضخم $D(INF)$

وهي على الشكل:

$$D(INF) = - 0.005 * D(BC(-1)) + 0.164 * D(DP(-1)) - 0.443 * D(INF(-1)) + 0.281 * LB(-1) - 0.362 * D(PIB(-1)) - 0.000 * SB(-1) - 0.465 * DC + 0.073 * D(TCH) + 0.248 * D(UMP) + 0.041 * M2 + 0.703.$$

$$R^2 = 0.580 \quad F\text{-Stat} = 2.353 \quad n = 28$$

من خلال المعادلة نلاحظ، أن إشارة كل من معلمتي الدين العام الداخلي والسيولة البنكية (للفترة $(t-1)$) وكذا إشارة معلمة سعر الصرف، البطالة والكتلة النقدية (للفترة t) موجبة وهو ما يدل على العلاقة الطردية بينها وبين التضخم. أما معلمة رصيد الميزان التجاري، التضخم، الناتج المحلي الاجمالي ورصيد الموازنة العامة (للفترة $(t-1)$) إضافة لمعلمة معدل الخصم للفترة (t) فقد كانت سالبة إشارة إلى العلاقة العكسية بينها وبين التضخم، كما نجد أن الحد الثابت موجب وهو ما يدل على وجود عوامل خارجية تؤثر بالإيجاب على النموذج.

أما من الناحية الإحصائية، نلاحظ أن بعض متغيرات الدراسة غير معنوية عند مستوى 5% باعتبار أن قيمتها الاحتمالية $Prob > 0.05$ ، وبالتالي فهي لا تؤثر في متغيرة (INF) وهو ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (4-6): تقدير معادلة معدل التضخم (INF)

المتغيرة	المعلمة	القيمة الاحتمالية (الدلالة الإحصائية)
D(BC)	- 0.005	0.0084
D(DP)	+ 0.164	0.0158
D(INF)	- 0.443	0.0637
D(LB)	+ 0.281	0.6687
D(PIB)	- 0.362	0.4376
D(SB)	- 0.00	0.7445
DC	- 0.465	0.0517
TCH	+ 0.073	0.7111
UMP	+ 0.248	0.5998
M2	+ 0.041	0.7785
الحد الثابت C	+ 0.703	0.7689

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

من خلال الجدول نجد أن المتغيرات التي لها دلالة معنوية وتؤثر في التضخم هي:

-رصيد الميزان التجاري: كلما ارتفعت قيمة رصيد الميزان التجاري في الفترة $(t-1)$ بوحدة واحدة، فإن قيمة التضخم للفترة t تنخفض بمقدار 0,005.

-الدين العام الداخلي: كلما ارتفعت قيمة الدين العام الداخلي في الفترة (t-1) بوحدة واحدة، فإن قيمة التضخم للفترة t ترتفع بمقدار 0,164.

وفيما يخص اختبار جودة التوفيق، فإن قيمة $R^2 = 0.58$ وهي قيمة متوسطة تعتبر أن متغيرات النموذج تفسر المتغير التابع بنسبة 58% في حين أن 42% من التغيرات في المتغير التابع مفسرة بواسطة عوامل أخرى.

أما فيما يخص المعنوية الكلية للنموذج، فإن إحصائية فيشر كانت مساوية لـ $F\text{-Stat} = 2.353$ ، و $Prob = 0.057$ وبالتالي فالنموذج ككل غير معنوي عند مستوى معنوية 5%.

المعادلة الرابعة: معادلة السيولة البنكية (LB)

وهي على الشكل:

$$LB = 0.002 * D(BC(-1)) - 0.046 * D(DP(-1)) + 0.176 * D(INF(-1)) - 0.161 * LB(-1) - 0.115 * D(PIB(-1)) + 0.000 * SB(-1) + 0.020 * DC + 0.062 * D(TCH) + 0.124 * D(UMP) + 0.099 * M2 - 0.807.$$

$$R^2 = 0.250 \quad F\text{-Stat} = 0.568 \quad n = 28$$

من خلال المعادلة نلاحظ، أن إشارة كل من معلمة رصيد الميزان التجاري، التضخم ورصيد الموازنة العامة للفترة (t-1)) وكذا إشارة معلمة معدل الخصم، سعر الصرف، البطالة والكتلة النقدية (للفترة t) موجبة وهو ما يدل على العلاقة الطردية بينها وبين السيولة البنكية. أما معلمة الدين العام الداخلي، السيولة البنكية والناتج المحلي الاجمالي (للفترة t-1) فقد كانت سالبة إشارة إلى العلاقة العكسية بينها وبين السيولة البنكية، كما نجد أن الحد الثابت سالب وهو ما يدل على وجود عوامل خارجية تؤثر بالسلب على النموذج.

أما من الناحية الإحصائية، نلاحظ أن جميع متغيرات الدراسة غير معنوية عند مستوى 5% باعتبار أن قيمتها الاحتمالية $Prob > 0.05$ ، وبالتالي فهي لا تؤثر في متغيرة (LB) وهو ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (4-7): تقدير معادلة السيولة البنكية (LB)

المتغيرة	المعلمة	القيمة الاحتمالية (الدلالة الإحصائية)
D(BC)	+ 0.002	0.0559
D(DP)	- 0.046	0.2365
D(INF)	+ 0.176	0.2060
D(LB)	- 0.161	0.6745
D(PIB)	- 0.115	0.6718
D(SB)	+ 0.000	0.8613
DC	+ 0.020	0.8818
TCH	+ 0.062	0.5928
UMP	+ 0.124	0.6542
M2	+ 0.099	0.2512
الحد الثابت C	- 0.807	0.5650

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

وفيما يخص اختبار جودة التوفيق، فإن قيمة $R^2 = 0.25$ وهي قيمة ضعيفة تعتبر أن متغيرات النموذج تفسر المتغير التابع بنسبة 25% في حين أن 75% من التغيرات في المتغير التابع مفسرة بواسطة عوامل أخرى. أما فيما يخص المعنوية الكلية للنموذج، فإن إحصائية فيشر كانت مساوية لـ $F\text{-Stat} = 0.568$ و $Prob = 0.81 > 0.05$ وبالتالي فالنموذج ككل غير معنوي عند مستوى معنوية 5%.

المعادلة الخامسة: معادلة الناتج المحلي الاجمالي (D(PIB))

وهي على الشكل:

$$D(PIB) = - 0.002 * D(BC(-1)) + 0.008 * D(DP(-1)) + 0.131 * D(INF(-1)) - 0.623 * LB(-1) - 0.411 * D(PIB(-1)) + 0.001 * SB(-1) + 0.231 * DC + 0.066 * D(TCH) - 0.103 * D(UMP) + 0.128 * M2 - 3.020.$$

$$R^2 = 0.524 \quad F\text{-Stat} = 1.877 \quad n = 28$$

من خلال المعادلة نلاحظ، أن إشارة كل من معلمة الدين العام الداخلي، التضخم ورصيد الموازنة العامة للفترة $(t-1)$ وكذا إشارة معلمة معدل الخصم، سعر الصرف، والكتلة النقدية (للفترة t) موجبة وهو ما يدل على العلاقة الطردية بينها وبين الناتج المحلي الاجمالي. أما معلمة رصيد الميزان التجاري، السيولة البنكية، الناتج المحلي الإجمالي، للفترة $(t-1)$ إضافة لمعلمة البطالة للفترة t فقد كانت سالبة إشارة إلى العلاقة العكسية بينها وبين الناتج المحلي الاجمالي، كما نجد أن الحد الثابت سالب وهو ما يدل على وجود عوامل خارجية تؤثر بالسلب على النموذج.

أما من الناحية الإحصائية، نلاحظ أن جميع متغيرات الدراسة غير معنوية عند مستوى 5% باعتبار أن قيمتها الاحتمالية $Prob > 0.05$ ، وبالتالي فهي لا تؤثر في متغيرة (PIB) وهو ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (4-8): تقدير معادلة الناتج المحلي الاجمالي (PIB)

المتغيرة	المعلمة	القيمة الاحتمالية (الدلالة الإحصائية)
D(BC)	- 0.002	0.0558
D(DP)	+ 0.008	0.8181
D(INF)	+ 0.131	0.3175
D(LB)	- 0.623	0.0893
D(PIB)	- 0.411	0.1140
D(SB)	+ 0.001	0.2206
DC	+ 0.231	0.0807
TCH	+ 0.066	0.5483
UMP	- 0.103	0.6935
M2	+ 0.128	0.1207
الحد الثابت C	- 3.020	0.0248

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

وفيما يخص اختبار جودة التوفيق، فإن قيمة $R^2 = 0.52$ وهي قيمة متوسطة تعتبر أن متغيرات النموذج تفسر المتغير التابع بنسبة 52% في حين أن 48% من التغيرات في المتغير التابع مفسرة بواسطة عوامل أخرى.

أما فيما يخص المعنوية الكلية للنموذج، فإن إحصائية فيشر كانت مساوية لـ $F\text{-Stat} = 1.877$ ، و $Prob = 0.121 > 0.05$ وبالتالي فالنموذج ككل غير معنوي عند مستوى معنوية 5%.

المعادلة السادسة: معادلة رصيد الموازنة العامة (SB)

وهي على الشكل:

$$SB = 0.457 * D(BC(-1)) + 13.883 * D(DP(-1)) + 20.920 * D(INF(-1)) + 77.897 * LB(-1) - 21.940 * D(PIB(-1)) - 0.184 * SB(-1) - 16.506 * DC + 6.444 * D(TCH) - 9.350 * D(UMP) - 6.589 * M2 + 9.799.$$

$$R^2 = 0.906 \quad F\text{-Stat} = 16.545 \quad n = 28$$

من خلال المعادلة نلاحظ، أن إشارة كل من معلمة رصيد الميزان التجاري، الدين العام الداخلي، التضخم والسيولة البنكية (للفترة $(t-1)$) وكذا إشارة معلمة سعر الصرف (للفترة t) موجبة وهو ما يدل على العلاقة الطردية بينها وبين رصيد الموازنة العامة. أما معلمة الناتج المحلي الاجمالي ورصيد الموازنة العامة (للفترة $(t-1)$) إضافة لمعلمة معدل الخصم، البطالة والكتلة النقدية للفترة (t) فقد كانت سالبة إشارة إلى العلاقة العكسية بينها وبين رصيد الموازنة العامة، كما نجد أن الحد الثابت موجب وهو ما يدل على وجود عوامل خارجية تؤثر بالإيجاب على النموذج.

أما من الناحية الإحصائية، نلاحظ أن بعض متغيرات الدراسة غير معنوية عند مستوى 5% باعتبار أن قيمتها الاحتمالية $Prob > 0.05$ ، وبالتالي فهي لا تؤثر في متغيرة (SB) وهو ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (4-9): تقدير معادلة رصيد الموازنة العامة (SB)

المتغيرة	المعلمة	القيمة الاحتمالية (الدلالة الإحصائية)
D(BC)	+ 0.457	0.0000
D(DP)	+ 13.883	0.0001
D(INF)	+ 20.920	0.0746
D(LB)	+ 77.897	0.0173
D(PIB)	- 21.940	0.3394
D(SB)	- 0.184	0.0314
DC	- 16.506	0.1583
TCH	+ 6.444	0.5082
UMP	- 9.350	0.6882
M2	- 6.589	0.3666
الحد الثابت C	+ 9.799	0.9336

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

من خلال الجدول نجد أن المتغيرات التي لها دلالة معنوية وتؤثر في رصيد الموازنة العامة هي:

-رصيد الميزان التجاري: كلما ارتفعت قيمة رصيد الميزان التجاري في الفترة $(t-1)$ بوحدة واحدة، فإن قيمة رصيد الموازنة العامة للفترة t يرتفع بمقدار 0,457.

-الدين العام الداخلي: كلما ارتفعت قيمة الدين العام الداخلي في الفترة (t-1) بوحدة واحدة، فإن قيمة رصيد الموازنة العامة للفترة t يرتفع بمقدار 13,883.

-السيولة البنكية: كلما ارتفعت قيمة السيولة البنكية في الفترة (t-1) بوحدة واحدة، فإن قيمة رصيد الموازنة العامة للفترة t يرتفع بمقدار 77,897.

-رصيد الموازنة العامة: كلما ارتفعت قيمة رصيد الموازنة العامة في الفترة (t-1) بوحدة واحدة، فإن قيمة رصيد الموازنة العامة للفترة t ينخفض بمقدار 0,184.

وفيما يخص اختبار جودة التوفيق، فإن قيمة $R^2 = 0.90$ وهي قيمة ممتازة جدا تعتبر أن متغيرات النموذج تفسر المتغير التابع بنسبة 90% في حين أن 10% من التغيرات في المتغير التابع مفسرة بواسطة عوامل أخرى. أما فيما يخص المعنوية الكلية للنموذج، فإن إحصائية فيشر كانت مساوية لـ $F\text{-Stat} = 16.545$ و $Prob = 7.32 E-07 < 0.05$ وبالتالي فالنموذج ككل معنوي عند مستوى معنوية 5%.

رابعا: الكشف عن صلاحية النماذج المقدرة (الاختبارات التشخيصية للبواقى):

في إطار التقدير باستخدام طريقة المربعات الصغرى والتي تقتضي أن تتبع أخطاء النموذج التوزيع الطبيعي، وألا تكون متحيزة، وأن تكون متسقة ولها أقل تباين. (كيحلي، 2017، صفحة 144) وبالتالي يفترض التحقق من استيفاء النموذج المقدر وفق منهجية (VAR) لفروض هذه الطريقة من خلال إجراء الاختبارات التشخيصية للبواقى وهذا بهدف ضمان سلامة اختبار السببية لـ غرانجر مع بلوغ درجة مقبولة في التنبؤ بمسار متغيرات النموذج.

1- اختبار التوزيع الطبيعي Normality Test:

من أجل التحقق من أن البواقى المقدرة تتبع التوزيع الطبيعي يمكن استخدام عدة اختبارات منها Skewness، Kurtosis أو Jarque-bera. أما فيما يخص دراستنا سنعتمد على اختبار Jarque-bera، الذي تبين نتائجه أنظر الملحق رقم (4-1) بأن المعادلات الستة التي تمثل متغيرات الدراسة أربعة منها فقط توزيعها طبيعي وهي التي تمثل كل من متغيرات (SB,INF,DP,BC) لأن احتمالها يفوق 0.05، في حين نجد أن المتغيرتين (PIB,LB) توزيعهما غير طبيعي. لكن اعتمادا على نظرية النزعة المركزية فإن حجم العينة مثالي للقيام بالاستدلالات الإحصائية خاصة اختبار سببية غرانجر.

2- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء Autocorrelation:

غياب الارتباط الذاتي للأخطاء يعتبر من أهم الشروط الأساسية التي ينبغي توفرها في النماذج المقدرة باستخدام طريقة المربعات الصغرى، إذ أن فعالية المقدرات تتوقف بشكل كبير على مدى تحقق هذه الشروط. انطلاقا من هذه الفكرة، ولغرض التأكد من أن النموذج قد تم تقديره بطريقة سليمة، سنعمد إلى اختبار فرضية غياب الارتباط الذاتي لأخطاء كل معادلة من معادلاته، بالاعتماد على البواقى الناتجة عن تطبيق طريقة OLS على كل معادلة من

هذه المعادلات، وذلك باستعمال مضاعف لاغرانج متعدد المتغيرات، أين تكون فرضية غياب الارتباط الذاتي هي الفرضية المختبرة.

لذا سيتم استخدام اختبار (LM) المقترح من طرف **Breusch-Godfrey**، حيث تقتضي فرضية العدم: غياب ارتباط تسلسلي ذاتي بسلسلة بواقي التقدير. وعليه فننتج الاختبار الموضحة في الملحق رقم (4-2)، أثبتت أنه لا وجود لارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى أو الثانية لأن المعنوية المرتفعة لكل من إحصائية (LRE) و (Rao) أكبر من درجة المعنوية 0.05، وهو ما يقودنا إلى قبول الفرضية الصفرية مما يعني أن النموذج محدد بشكل تام.

3- اختبار ثبات تباين الأخطاء Homoscedasticity:

للكشف عن عدم ثبات التباين بين حدود الأخطاء يمكن استخدام عدة اختبارات، لكننا سنقتصر على اختبار (White) الذي أثبتت نتائجه الموضحة في الملحق رقم (4-3)، بأنه لا وجود لمشكلة اختلاف تباين الأخطاء بالنظر للقيمة الاحتمالية لإحصائية وايت والتي تساوي 0,4148 وهي أكبر من درجة المعنوية 0,05.

الفرع الثاني: التحليل الديناميكي لنموذج الدراسة Dynamic Analysis:

يمكننا التحليل الديناميكي لمتغيرات نموذج الدراسة من تحديد الآثار المتبادلة فيما بينها وبالأخص أثر السيولة البنكية (LB) على باقي متغيرات النموذج وهذا من خلال الاختبارات التالية:

أولاً: تحليل الصدمات (دوال الاستجابة الدفعية) Impulse Response Analysis :

تمكننا نماذج أشعة الانحدار الذاتي من تحليل مختلف السياسات الاقتصادية الممكنة، وذلك من خلال إحداث صدمة في إحدى المتغيرات العشوائية، ثم دراسة أثر هذه الصدمة على باقي المتغيرات المكونة لشعاع الانحدار الذاتي، ويقصد باستجابة الصدمات، سلوك المتغيرات الداخلة في النموذج نتيجة الصدمات المختلفة التي يتعرض إليها النظام، ويهدف هذا التحليل إلى توضيح مدى قدرة المتغيرات المتضمنة في النموذج على تفسير سلوك بعضها البعض من خلال معرفة نسبة تأثير صدمة في متغير ما على المتغيرات الأخرى.

سنقوم بإحداث صدمة موجبة على السيولة البنكية (LB) بمقدار 10% في الفترة (t=1) لنرى مدى استجابة متغيرات النموذج لذلك، بحيث يمكن أن نميز بين الاستجابة الفورية للصدمة لكل سنة على حدا خلال فترة اختبار أثر الصدمة وبين الاستجابة التراكمية للصدمة لسنوات الاختبار. والنتائج المتحصل عليها تبين بأنه عند إحداثنا لصدمة بمقدار 10% في متغيرة السيولة البنكية خلال الفترة (t=1)، فإن هذا لم يؤدي إلى أي تغير في باقي المتغيرات خلال نفس الفترة، لكن في الفترة الموالية، نلاحظ أنها قد استجابت لهذه الصدمة وهذا على النحو التالي:

1-استجابة المتغيرة $D(BC)$:

سجل رصيد الميزان التجاري استجابة عكسية لصدمة السيولة البنكية في السنة الثانية بحيث انخفض بقيمة 1.435,85، لتتحول استجابته إلى موجبة في السنة الثالثة ويرتفع بقيمة 1.699,80، وهكذا تستمر استجابة رصيد الميزان التجاري متغيرة لباقي الفترات ما بين الايجاب والسلب لتصبح موجبة في الفترتين الأخيرتين كما هو مبين في الجدول الموالي:

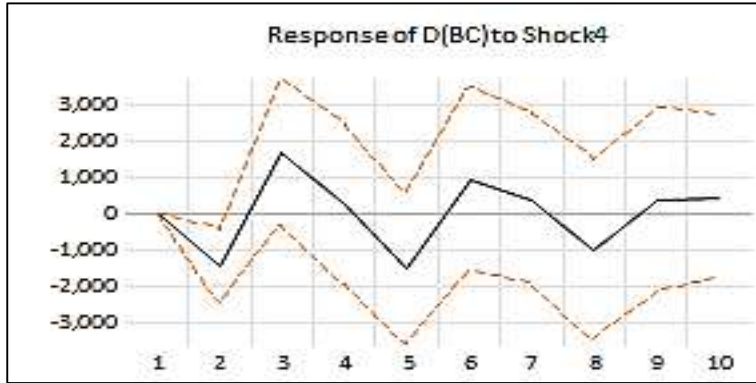
الجدول رقم (4-10): نتائج دالة الاستجابة الدفعية الفورية لمتغيرة (BC) :

الفترة	T=1	T=2	T=3	T=4	T=5	T=6	T=7	T=8	T=9	T=10
الاستجابة	-	1.435,8-	1.699,8	247,5	1.478,3-	957,3	379,5	971,9-	398,9	450,8

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على مخرجات الملحق رقم (5-1).

والشكل الموالي يوضح بصورة أفضل نتائج دالة الاستجابة الدفعية لمتغيرة رصيد الميزان التجاري:

الشكل رقم (4-22): التمثيل البياني لاستجابة رصيد الميزان التجاري



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

2-استجابة المتغيرة $D(DP)$:

تبين نتائج الاستجابة الدفعية لدالة (DP) الموضحة في الجدول التالي:

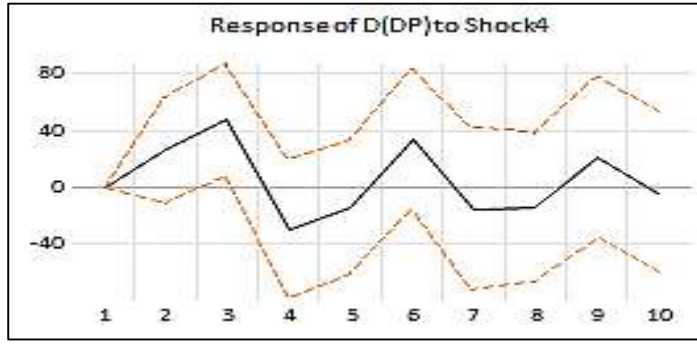
الجدول رقم (4-11): نتائج دالة الاستجابة الدفعية الفورية لمتغيرة (DP) :

الفترة	T=1	T=2	T=3	T=4	T=5	T=6	T=7	T=8	T=9	T=10
الاستجابة	-	26,47	47,45	29,34-	13,45-	33,34	14,76-	14,35-	21,36	4,40-

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على مخرجات الملحق رقم (5-1).

تسجيل الدين العام الداخلي لاستجابة موجبة للفترتين المواليتين لصدمة السيولة البنكية بحيث ارتفع بقيمة 26,47 و 47,45 على الترتيب، لتتحول الاستجابة إلى عكسية في الفترتين الرابعة والخامسة أين سجل انخفاضاً بقيمة 29,34 و 13,45 على الترتيب. أما عن باقي الفترات، فكانت الاستجابة متغيرة ما بين الإيجاب والسلب ليسجل انخفاضاً في الفترة الأخيرة، والشكل الموالي يوضح بصورة أفضل نتائج دالة الاستجابة الدفعية لمتغيرة الدين العام الداخلي:

الشكل رقم (4-23): التمثيل البياني لاستجابة الدين العام الداخلي



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

3-استجابة المتغيرة $D(INF)$:

على غرار الدين العام الداخلي سجل معدل التضخم استجابة موجبة للفترتين الموالتين لصدمة السيولة البنكية بحيث ارتفع بقيمة 2.81 و 11.74 على الترتيب، لتتحول الاستجابة إلى عكسية في الفترتين الرابعة والخامسة أين سجل انخفاضا بقيمة 9.46 و 0.54 على الترتيب. أما عن باقي الفترات، فكانت الاستجابة متغيرة ما بين الإيجاب والسلب ليسجل انخفاضا في الفترة الأخيرة، كما هو مبين في الجدول الموالي:

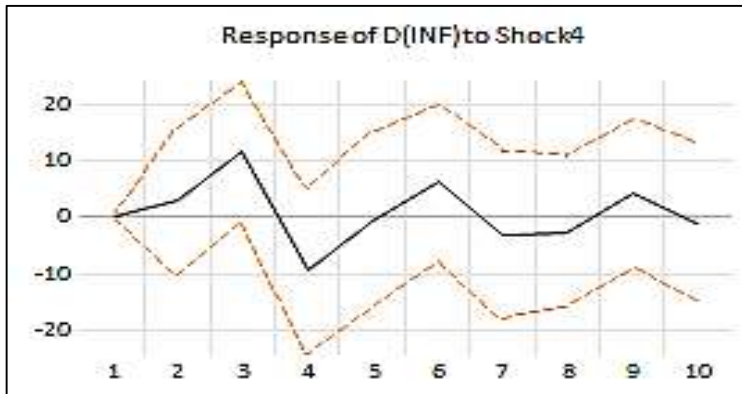
الجدول رقم (4-12): نتائج دالة الاستجابة الدفعية الفورية لمتغيرة (INF) :

الفترة	T=1	T=2	T=3	T=4	T=5	T=6	T=7	T=8	T=9	T=10
الاستجابة	-	2,81	11,74	9,46-	0,54-	6,15	3,28-	2,58-	4,34	1,05-

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على مخرجات الملحق رقم (5-1).

والشكل الموالي يوضح بصورة أفضل نتائج دالة الاستجابة الدفعية لمتغيرة معدل التضخم:

الشكل رقم (4-24): التمثيل البياني لاستجابة التضخم



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

4-استجابة المتغيرة $D(PIB)$:

سجل الناتج المحلي الاجمالي استجابة عكسية لصدمة السيولة البنكية في السنة الثانية بحيث انخفض بقيمة 6,23، لتتحول استجابته إلى موجبة في السنة الثالثة ويرتفع بقيمة 7,99، وهكذا تستمر استجابة الناتج المحلي الإجمالي متغيرة لباقي الفترات ما بين الايجاب والسلب لتسجل استجابة موجبة في الفترتين الأخيرتين، كما هو مبين في الجدول الموالي:

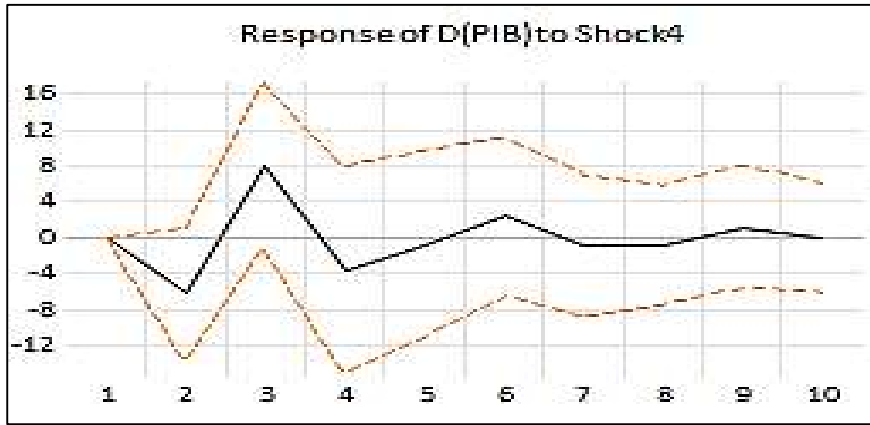
الجدول رقم (4-13): نتائج دالة الاستجابة الدفعية الفورية لمتغيرة (PIB) :

الفترة	T=1	T=2	T=3	T=4	T=5	T=6	T=7	T=8	T=9	T=10
الاستجابة	-	6,23-	7,99	3,52-	0,76-	2,34	1,01-	0,83-	1,12	0.006

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على مخرجات الملحق رقم (5-1).

والشكل الموالي يوضح بصورة أفضل نتائج دالة الاستجابة الدفعية لمتغيرة الناتج المحلي الإجمالي:

الشكل رقم (4-25): التمثيل البياني لاستجابة الناتج المحلي الإجمالي



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

5-استجابة المتغيرة (SB) :

من خلال النتائج المتحصل عليها لاستجابة رصيد الموازنة العامة لصدمة السيولة البنكية والمبينة في الجدول التالي:

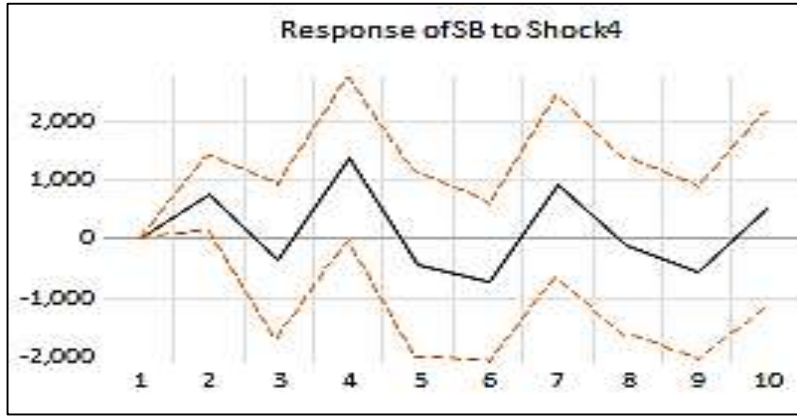
الجدول رقم (4-14): نتائج دالة الاستجابة الدفعية الفورية لمتغيرة (SB) :

الفترة	T=1	T=2	T=3	T=4	T=5	T=6	T=7	T=8	T=9	T=10
الاستجابة	-	778,97	362,36-	1.364,09	438,58-	744,70-	906,75	120,57-	583,90-	502,33

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على مخرجات الملحق رقم (5-1).

نجد بأنها لم تختلف عن استجابة باقي متغيرات النموذج، فرغم تسجيلها لاستجابة موجبة في الفترة الثانية بقيمة 778,97 إلا أنها في باقي الفترات كانت متغيرة بين الايجاب والسلب لتسجل استجابة موجبة في الفترة الأخيرة، والشكل الموالي يوضح بصورة أفضل نتائج دالة الاستجابة الدفعية لمتغيرة رصيد الموازنة العامة:

الشكل رقم (4-26): التمثيل البياني لاستجابة رصيد الموازنة العامة



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

6-استجابة المتغيرة (LB):

وبخصوص استجابة نفس المتغيرة لهذه الصدمة، فنلاحظ بأنها سالبة للفترتين الموالتين للصدمة بقيمة (-1.614) و (-2.680) على الترتيب، لتتحول استجابتها إلى موجبة في الفترتين الرابعة والخامسة لتستمر بعدها في التغير لباقي الفترات ما بين الايجاب والسلب، والشكل الموالي يشرح بصورة أفضل نتائج دوال الاستجابة:

الشكل رقم (4-27): التمثيل البياني لاستجابة متغيرة السيولة البنكية



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

أما لو نظرنا لنتائج دوال الاستجابة الدفعية التراكمية المبينة في الملحق رقم (5-2) فنجد بأن كل من المتغيرات: -رصيد الميزان التجاري (BC)، الدين العام الداخلي (DP)، التضخم (INF)، السيولة البنكية (LB)، رصيد الموازنة العامة (SB) كانت استجابتها التراكمية موجبة عند نهاية الفترة $t=10$. - باستثناء متغيرة الناتج المحلي الإجمالي (PIB) الذي استجابته التراكمية عند نهاية الفترة $t=10$ جاءت سالبة.

ثانيا: تحليل تفكيك تباين خطأ التنبؤ Forecast Error Variance Decompositions:

بعد دراسة الاستجابات الديناميكية بين متغيرات النموذج، ننتقل الآن إلى توضيح الأهمية النسبية التي تحتلها كل متغيرة من متغيرات النموذج في تفسير بعضها البعض، أو بالأحرى توضيح دور وأهمية كل صدمة في تفسير التقلبات الظرفية للمتغيرات من خلال تفكيك تباين خطأ التنبؤ لهذه المتغيرات، إذ يستعمل تحليل التباين لمعرفة نسبة التباين التي يسببها متغير في نفسه وفي المتغيرات الأخرى.

ومن خلال نتائج التقدير المتحصل عليها يمكننا أن نستنتج ما يلي:

1- تحليل تباين المتغيرة D(BC):

يمكن القول إنه في المدى القصير، معظم التغيرات الظرفية التي تحدث في رصيد الميزان التجاري تتعلق بتجديدات المتغيرة نفسها، إذ أن هذا التجديد يسمح بتفسير 100% من تغيرات رصيد الميزان التجاري خلال الفترة التي تشهد حدوثه، لتراجع هذه النسبة مع مرور الزمن حتى تبلغ 57,04% في الفترة t=10.

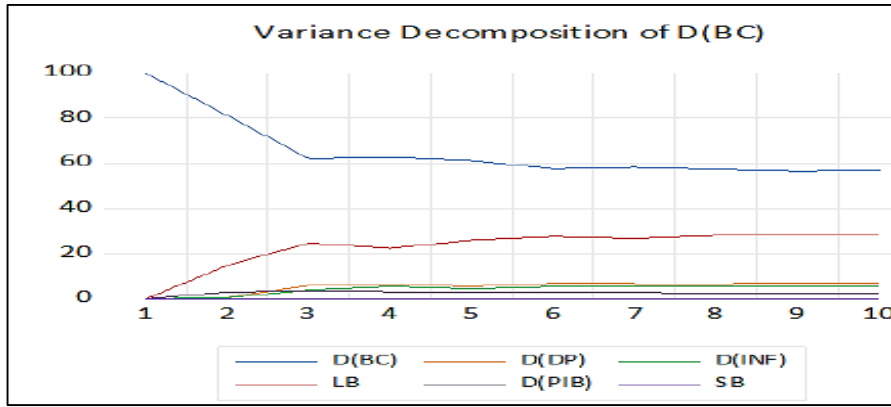
الجدول رقم (4-15): نتائج تفكيك تباين خطأ التنبؤ لمتغيرة (BC):

T=10	T=9	T=8	T=7	T=6	T=5	T=4	T=3	T=2	T=1	
57,04	56,66	57,48	58,30	57,67	61,23	62,69	62,06	81,24	100	D(BC)
6,83	7	6,59	6,71	6,79	5,54	6,33	5,84	0,47	-	D(DP)
5,53	5,60	5,26	5,54	5,28	4,38	5,45	3,85	0,53	-	D(INF)
27,94	28,08	27,98	26,73	27,52	25,96	22,34	24,68	14,79	-	LB
2,58	2,57	2,61	2,64	2,65	2,81	3,12	3,48	2,91	-	D(PIB)
0,057	0,056	0,056	0,051	0,05	0,05	0,04	0,05	0,03	-	SB

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على مخرجات الملحق رقم (06).

ومن جهة أخرى، نجد بالموازاة مع تناقص نسبة مساهمة صدمات رصيد الميزان التجاري في تفسير تغيراتها الذاتية، تتزايد نسبة مساهمة صدمات السيولة البنكية في تفسير التغيرات الحاصلة في رصيد الميزان التجاري؛ التي انتقلت من 14,79% في الفترة الثانية إلى 27,94% في الفترة t=10، في حين نجد أن مساهمة كل من: الدين العام الداخلي، التضخم والناتج المحلي الاجمالي بقيت مساهمتها ضعيفة حيث بلغت على الترتيب 6,83%، 5,53% و 2,58% في الفترة t=10، والشكل الموالي يوضح بصورة أفضل نتائج تحليل التباين:

الشكل رقم (4-28): الشكل البياني لتفكيك التباين لمتغيرة رصيد الميزان التجاري



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

2-تحليل تباين المتغيرة D(DP):

من خلال نتائج التقدير المبينة في الجدول الموالي:

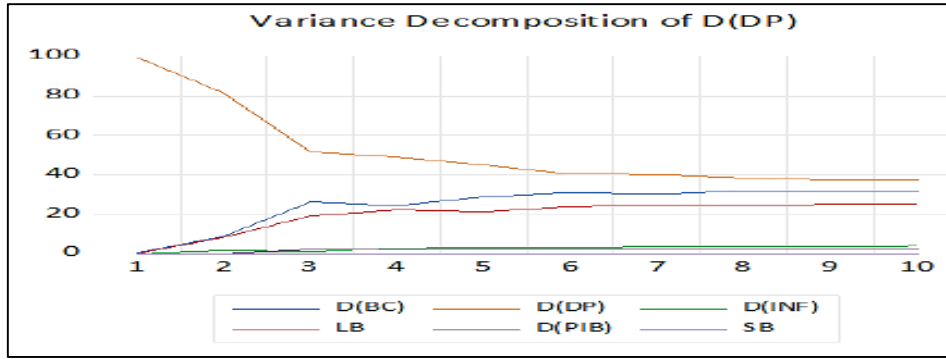
الجدول رقم (4-16): نتائج تفكيك تباين خطأ التنبؤ لمتغيرة (DP):

T=10	T=9	T=8	T=7	T=6	T=5	T=4	T=3	T=2	T=1	
31,86	31,92	31,81	30,09	30,94	28,77	24,31	26,68	8,69	0,32	D(BC)
37,31	37,35	38,47	40,09	40,28	44,99	48,90	51,64	81,49	99,67	D(DP)
3,78	3,53	3,54	3,53	2,82	3,03	2,59	0,98	1,54	-	D(INF)
25,02	25,15	24,13	24,26	23,88	21,15	22,11	19,07	8,23	-	LB
1,95	1,96	1,97	1,94	1,99	1,98	2,02	1,96	0,01	-	D(PIB)
0,06	0,06	0,059	0,058	0,058	0,054	0,05	0,04	0,01	-	SB

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على مخرجات الملحق رقم (06).

نجد أن معظم التغيرات التي تحدث في متغيرة الدين العام الداخلي تتعلق أيضا بتجديدات الدين العام الداخلي نفسه والتي تفسر حوالي 99,67% ثم تبدأ هذه النسبة في التناقص حتى تبلغ 37,31% في آخر فترة. كما أننا نلاحظ أن كل من رصيد الميزان التجاري والسيولة البنكية يساهمان بنسبة متوسطة في تغيرات الدين العام الداخلي، حيث بلغت قيمة مساهمتهما على الترتيب 8,69% و 8,23% في الفترة الثانية لتصل إلى 31,86% و 25,02% في الفترة الأخيرة، أما فيما يخص متغيرتي التضخم والناتج المحلي الإجمالي فقد كانت مساهمتهما ضعيفة، حيث بلغت على الترتيب 1,54% و 0,016% في الفترة الثانية ثم ارتفعت هذه النسبة قليلا فوصلت إلى 3,78% و 1,95% في نهاية الفترة. في حين نجد أن مساهمة رصيد الموازنة العامة شبة معدومة، والشكل الموالي يوضح بصورة أفضل نتائج تحليل التباين:

الشكل رقم (4-29): الشكل البياني لتفكيك التباين لمتغيرة الدين العام الداخلي



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

3-تحليل تباين المتغيرة D(INF):

من خلال النتائج المتحصل عليها والمبينة في الجدول التالي:

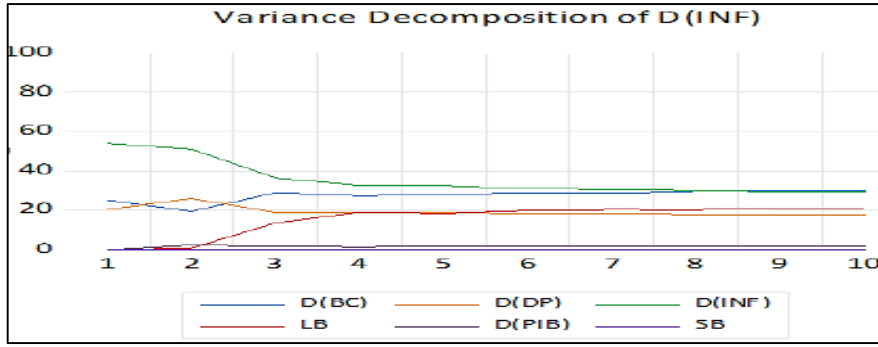
الجدول رقم (4-17): نتائج تفكيك تباين خطأ التنبؤ لمتغيرة (INF):

T=10	T=9	T=8	T=7	T=6	T=5	T=4	T=3	T=2	T=1	
29,90	29,94	29,75	28,63	29,08	27,98	27,38	29,08	19,54	25,27	D(BC)
17,85	17,77	18,03	18,45	18,24	19,16	19,13	19,01	26,09	20,55	D(DP)
29,44	29,43	30,09	30,75	30,92	32,68	32,78	36,45	51,09	54,17	D(INF)
20,95	20,99	20,30	20,39	19,95	18,45	19,16	13,68	0,85	-	LB
1,78	1,79	1,76	1,70	1,73	1,65	1,51	1,72	2,37	-	D(PIB)
0,059	0,059	0,057	0,056	0,055	0,04	0,02	0,03	0,04	-	SB

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على مخرجات الملحق رقم (06).

توصلنا إلى أنه في الفترة الأولى $t=1$ ، تساهم صدمات التضخم في تفسير تغيراتها الذاتية بنسبة 54,17% لتبدأ بعدها بالتراجع إلى أن تبلغ 29,44% في الفترة الأخيرة، كما نجد أن كل من رصيد الميزان التجاري والدين العام الداخلي يساهمان بنسبة متوسطة في تغيرات التضخم حيث قدرت مساهمتها بـ 25,27% و 20,55% في الفترة الأولى لتصل إلى 29,90% و 17,85% على الترتيب في الفترة الأخيرة. أما فيما يخص السيولة البنكية فمساهمتها في تغيرات التضخم بدأت ضعيفة من الفترة الثانية بنسبة 0,85% لتصل إلى 20,95% في الفترة الأخيرة، في حين كانت مساهمة كل من الناتج المحلي الإجمالي ورصيد الموازنة العامة في تغيرات التضخم ضعيفة وبدأت من الفترة الثانية أين بلغت على التوالي 2,37% و 0,04% لتصل في الفترة $t=10$ إلى 1,78% و 0,05% على الترتيب والشكل الموالي يوضح بصورة أفضل نتائج تحليل التباين:

الشكل رقم (4-30): الشكل البياني لتفكيك التباين متغيرة معدل التضخم



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

4-تحليل تباين المتغيرة (LB):

من خلال النتائج المتحصل عليها والمبينة في الجدول التالي:

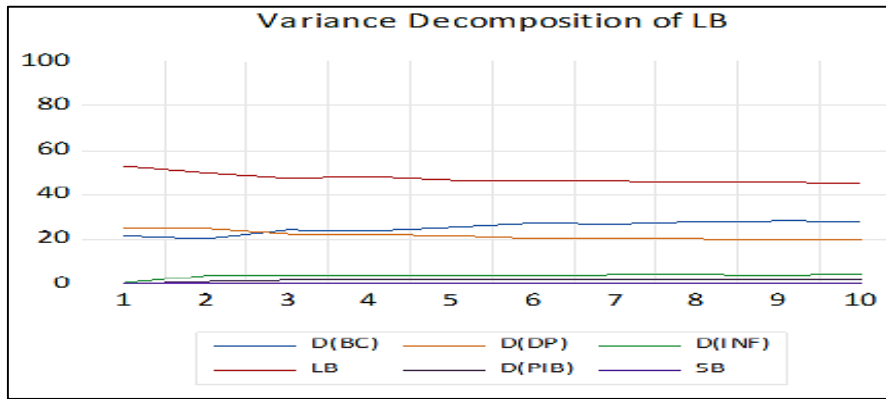
الجدول رقم (4-18): نتائج تفكيك تباين خطأ التنبؤ لمتغيرة (LB):

T=10	T=9	T=8	T=7	T=6	T=5	T=4	T=3	T=2	T=1	
27,99	28,13	27,73	26,74	27,19	25,36	23,71	24,26	20,31	21,68	D(BC)
20,03	19,94	20,32	20,69	20,57	21,79	22,19	22,55	24,90	25,08	D(DP)
4,43	4,27	4,33	4,30	3,99	4,24	4	3,92	3,82	0,39	D(INF)
45,67	45,77	45,74	46,40	46,36	46,86	48,40	47,60	49,95	52,83	LB
1,76	1,77	1,76	1,75	1,76	1,64	1,59	1,57	0,97	-	D(PIB)
0,091	0,091	0,091	0,092	0,091	0,08	0,09	0,07	0,01	-	SB

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على مخرجات الملحق رقم (06).

توصلنا إلى أنه في الفترة الأولى $t=1$ ، تساهم صدمات السيولة البنكية في تفسير تغيراتها الذاتية بنسبة 52,83% لتبدأ بعدها بالتراجع إلى أن تبلغ 45,67% في الفترة الأخيرة، كما نجد أن كل من رصيد الميزان التجاري والدين العام الداخلي يساهمان بنسبة متوسطة في تغيرات السيولة البنكية حيث قدرت مساهمتها بـ 21,68% و 25,08% في الفترة الأولى لتصل إلى 27,99% و 20,03% على الترتيب في الفترة الأخيرة. أما فيما يخص التضخم فمساهمته في تغيرات السيولة البنكية ظهرت مباشرة رغم ضعفها بنسبة 0,39% لتصل إلى 4,43% في الفترة الأخيرة، في حين بدأت مساهمة كل من الناتج المحلي الاجمالي ورصيد الموازنة العامة رغم ضعفها في تغيرات السيولة البنكية بدءا من الفترة الثانية أين بلغت على التوالي 0,97% و 0,01% لتصل في الفترة $t=10$ إلى 1,76% و 0,09% على الترتيب والشكل الموالي يوضح بصورة أفضل نتائج تحليل التباين:

الشكل رقم (4-31): الشكل البياني لتفكيك التباين لمتغيرة السيولة البنكية



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

5- تحليل تباين المتغيرة D(PIB):

من خلال النتائج المتحصل عليها، يمكن القول إنه في المدى القصير، معظم التغيرات الظرفية التي تحدث في الناتج المحلي الاجمالي تتعلق بتجديرات المتغيرة نفسها، إذ أن هذا التجديد يسمح بتفسير 84,47% من تغيرات الناتج الداخلي الخام خلال الفترة التي تشهد حدوثه، لتراجع هذه النسبة مع مرور الزمن حتى تبلغ 29,32% في الفترة t=10.

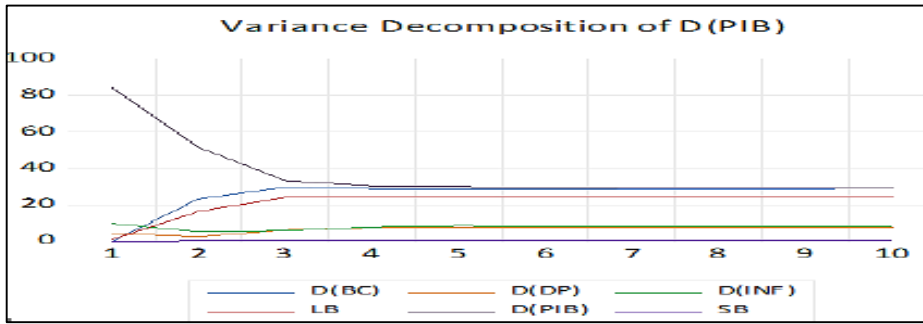
الجدول رقم (4-19): نتائج تفكيك تباين خطأ التنبؤ لمتغيرة (PIB):

T=10	T=9	T=8	T=7	T=6	T=5	T=4	T=3	T=2	T=1	
29,04	28,98	29,01	28,83	28,97	28,91	29,02	29,79	23,34	0,05	D(BC)
7,78	7,76	7,75	7,78	7,65	7,69	7,59	6,32	2,64	4,47	D(DP)
8,48	8,49	8,49	8,50	8,44	8,58	7,96	5,96	5,36	9,91	D(INF)
24,98	25,02	24,91	24,94	24,86	24,30	24,52	24,19	16,48	1,08	LB
29,32	29,36	29,45	29,55	29,67	30,13	30,51	33,33	51,73	84,47	D(PIB)
0,37	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37	0,38	0,41	-	SB

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على مخرجات الملحق رقم (06).

ومن جهة أخرى، نجد بالموازاة مع تناقص نسبة مساهمة صدمات الناتج المحلي الاجمالي في تفسير تغيراتها الذاتية، تتزايد نسبة مساهمة كل من رصيد الميزان التجاري والسيولة البنكية التي انتقلت من 0,05% و 1,08% في الفترة الأولى إلى 29,04% و 24,98% في الفترة t=10 على الترتيب، أما فيما يخص مساهمة كل من: التضخم و الدين العام الداخلي في تغيرات الناتج المحلي الاجمالي فقد بقيت ضعيفة رغم بدئها من الفترة الأولى حيث بلغت على الترتيب 8,48% و 7,78% في الفترة t=10 ، في حين نجد أن مساهمة رصيد الموازنة العامة في تغيرات الناتج المحلي الاجمالي شبه معدوم، والشكل الموالي يوضح بصورة أفضل نتائج تحليل التباين:

الشكل رقم (4-32): الشكل البياني لتفكيك التباين لمتغيرة الناتج المحلي الإجمالي



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

6-تحليل تباين المتغيرة (SB):

من خلال نتائج التقدير، يمكن القول إنه في المدى القصير، معظم التغيرات الظرفية التي تحدث في رصيد الموازنة العامة تتعلق بتحديدات المتغيرة نفسها، إذ أن هذا التجديد يسمح بتفسير 75,03% من تغيرات رصيد الموازنة العامة خلال الفترة التي تشهد حدوثه، لتراجع هذه النسبة مع مرور الزمن لتصبح ضعيفة في الفترة $t=10$ ، أين بلغت 5,55%.

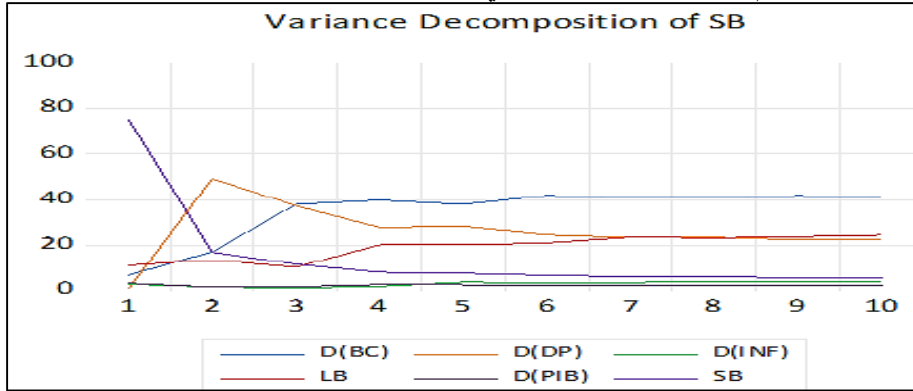
الجدول رقم (4-20): نتائج تفكيك تباين خطأ التنبؤ لمتغيرة (SB):

T=10	T=9	T=8	T=7	T=6	T=5	T=4	T=3	T=2	T=1	
41,10	41,71	40,68	40,84	41,77	37,86	39,75	37,88	17,16	6,75	D(BC)
22,38	22,48	23,60	23,49	24,71	28,14	27,74	37,29	49,22	0,99	D(DP)
4,11	3,96	4,15	3,54	3,37	3,64	1,73	1,16	1,55	2,78	D(INF)
24,57	23,86	23,31	23,71	21,06	20,25	20,13	10,34	13,50	11,15	LB
2,26	2,28	2,27	2,30	2,39	2,49	2,58	1,72	1,54	3,26	D(PIB)
5,55	5,68	5,96	6,09	6,67	7,59	8,05	11,59	17	75,03	SB

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على مخرجات الملحق رقم (06).

ومن جهة أخرى، نجد بالموازاة مع تناقص نسبة مساهمة صدمات رصيد الموازنة العامة في تفسير تغيراتها الذاتية، تتزايد نسبة مساهمة رصيد الميزان التجاري التي انتقلت من 6,75% في الفترة الأولى لتصبح تساهم بما يقارب 41,10% في تغيرات رصيد الموازنة العامة في الفترة $t=10$ ، كما نجد أن كل من السيولة البنكية والدين العام الداخلي يساهمان بنسبة متوسطة في تغيرات رصيد الموازنة العامة حيث قدرت مساهمتها بـ 11,15% و 0,99% في الفترة الأولى لتصل إلى 24,57% و 22,38% على الترتيب في الفترة الأخيرة. أما فيما يخص مساهمة كل من: التضخم والناتج المحلي الإجمالي في تغيرات رصيد الموازنة العامة فقد بقيت ضعيفة رغم بدئها من الفترة الأولى حيث بلغت على الترتيب 4,11% و 2,26% في الفترة $t=10$ ، والشكل الموالي يوضح بصورة أفضل نتائج تحليل التباين:

الشكل رقم (4-33): الشكل البياني لتفكيك التباين لمتغيرة رصيد الموازنة العامة



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

المطلب الثاني: تحليل علاقة السببية بين متغيرات الدراسة والتنبؤ بمسارها:

يعتبر الارتباط بين المتغيرات الاقتصادية من العناصر المهمة في تحليل الظواهر الاقتصادية، إلا أنه ليس بالضرورة أن يؤدي تقلب المتغيرات إلى تفسير ما يقع للمتغيرات المرتبطة معها، لذلك يلجأ إلى دراسة وتحليل السببية بين المتغيرات وهو ما سنقوم به من خلال هذا المطلب إضافة إلى محاولة التنبؤ بسلوك المتغيرات المقدرة في نموذج الدراسة.

الفرع الأول: دراسة السببية لغرانجر بين متغيرات الدراسة Granger Causality :

يعتبر مشكل السببية من أهم المحاور في تحديد صيغ النماذج الاقتصادية، إذ يهدف إلى البحث عن أسباب الظواهر الاقتصادية وفهمها للتمييز بين الظاهرة التابعة من الظواهر المستقلة المفسرة لها، ومن أهم اختبارات السببية نجد كل من اختباري **Granger (1969)** و **Sims (1980)**. إذ سننتمد في دراستنا على اختبار السببية وفق مفهوم **Granger**.

فوجد أن **Granger (1969)** اقترح معيار تحديد العلاقة السببية التي تتركز على العلاقة الديناميكية الموجودة بين السلاسل الزمنية، إذ نجد بأن سلسلة زمنية **X** تحتوي على معلومات يمكن من خلالها تحسين التوقعات لسلسلة زمنية **Y** في هذه الحالة نقول بأن **X** تُسبب **Y**، كما نجد أن اختبار **Granger** يستخدم في التأكد من مدى وجود علاقة تغذية مرتدة أو استرجاعية **Feedback** أو علاقة تبادلية بين متغيرين.

وبعد اجرائنا لاختبار السببية وفق "Granger" في كل معادلة من معادلات النموذج، تحصلنا على نتائج التقدير للقيم الاحتمالية لمتغيرات الدراسة والتي من خلالها نستنتج بأنه:

1- إختبار الفرضية: "السيولة البنكية، الدين العام الداخلي، معدل التضخم، الناتج المحلي الإجمالي ورصيد الموازنة العامة لا تسبب في رصيد الميزان التجاري":

- بالنسبة للسيولة البنكية (LB): نلاحظ أن $\text{prob} = 0.004 < 0.05$ ، وبالتالي نرفض فرضية العدم أي أن متغيرة السيولة البنكية تشرح معنويًا متغيرة رصيد الميزان التجاري وهذا يعني أن هناك سببية وفق مفهوم **Granger**.

- بالنسبة للدين العام الداخلي (DP): نلاحظ أن $\text{prob} = 0.000 < 0.05$ ، وبالتالي نرفض فرضية العدم أي أن متغيرة الدين العام الداخلي تشرح معنويًا متغيرة رصيد الميزان التجاري وهذا يعني أن هناك سببية وفق مفهوم **Granger**.

- أما باقي المتغيرات (SB, PIB, INF)، فنجد بأن قيم احتمالها أكبر من 5%، وبالتالي نقبل فرضية العدم فهي لا تسبب في رصيد الميزان التجاري وفق مفهوم **Granger**.

في حين لو نظرنا للمتغيرات مجتمعة - ككل - فهي تسبب في رصيد الميزان التجاري وفق مفهوم **Granger** باعتبار أن احتمالها وهي مجتمعة (0,000) أقل من 5%. وهو ما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول رقم (4-21): نتائج اختبار السببية لمتغيرة (BC):

ALL	SB	D(PIB)	LB	D(INF)	D(DP)	
0,000	0,626	0,174	0,004	0,799	0,000	Prob.

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادًا على مخرجات الملحق رقم (07).

2- اختبار الفرضية: "السيولة البنكية، رصيد الميزان التجاري، معدل التضخم، الناتج المحلي الإجمالي ورصيد الموازنة العامة لا تسبب في الدين العام الداخلي":

- نجد فقط متغيرة رصيد الميزان التجاري (BC) التي احتمالها (0,000) أقل من 5%، وبالتالي نرفض فرضية العدم أي أن متغيرة رصيد الميزان التجاري تشرح معنويًا متغيرة الدين العام الداخلي وهذا يعني أن هناك سببية وفق مفهوم **Granger**.

- أما باقي المتغيرات (SB, PIB, LB, INF) وباعتبار أن قيم احتمالها أكبر من 5% نقبل فرضية العدم، فهي إذن لا تسبب في الدين العام الداخلي.

في حين لو نظرنا للمتغيرات مجتمعة - ككل - فهي تسبب في الدين الداخلي وفق مفهوم **Granger** باعتبار أن احتمالها وهي مجتمعة (0,000) أقل من 5%. وهو ما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول رقم (4-22): نتائج اختبار السببية لمتغيرة (DP):

ALL	SB	D(PIB)	LB	D(INF)	D(BC)	
0,000	0,796	0,952	0,155	0,390	0,000	Prob.

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادًا على مخرجات الملحق رقم (07).

3- اختبار الفرضية: "رصيد الميزان التجاري، الدين العام الداخلي، السيولة البنكية، الناتج المحلي الإجمالي ورصيد الموازنة العامة لا تسبب في معدل التضخم":

- بالنسبة لرصيد الميزان التجاري (BC): نلاحظ أن $\text{prob} = 0.007 < 0.05$ ، وبالتالي نرفض فرضية العدم أي أن متغيرة رصيد الميزان التجاري تشرح معنويًا متغيرة التضخم وهذا يعني أن هناك سببية وفق مفهوم **Granger**.

- بالنسبة للدين العام الداخلي (DP): نلاحظ أن $\text{prob} = 0.014 < 0.05$ ، وبالتالي نرفض فرضية العدم أي أن متغيرة الدين العام الداخلي تشرح معنويًا متغيرة التضخم وهذا يعني أن هناك سببية وفق مفهوم **Granger**.

-أما باقي المتغيرات (SB, PIB, LB) وباعتبار أن قيمة احتمالها أكبر من 5% نقبل فرضية العدم، فهي إذن لا تسبب في التضخم.

كما أن المتغيرات وهي مجتمعة -ككل- لا تسبب في التضخم وفق مفهوم Granger باعتبار أن احتمالها وهي مجتمعة (0.074) أكبر من 5%.

الجدول رقم (4-23): نتائج اختبار السببية لمتغيرة (INF):

ALL	SB	D(PIB)	LB	D(DP)	D(BC)	Prob.
0,074	0,743	0,435	0,667	0,014	0,007	

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على مخرجات الملحق رقم (07).

4-اختبار الفرضية: "رصيد الميزان التجاري، الدين العام الداخلي، معدل التضخم، الناتج المحلي الإجمالي ورصيد الموازنة العامة لا تسبب في السيولة البنكية":

-من خلال قيم الاحتمالات الجدولية لمتغيرات الدراسة نجد أنها جميعها أكبر من 5%، وهو ما يدل على أن جميع المتغيرات تقبل فرضية العدم أي أنها لا تشرح معنويا متغيرة السيولة البنكية وهذا يعني أنه لا توجد سببية وفق مفهوم Granger، كما أنها كذلك وهي مجتمعة -ككل- لا تسبب في السيولة البنكية وفق مفهوم Granger باعتبار أن احتمالها وهي مجتمعة (0.509) أكبر من 5%. وهو ما نلاحظه من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (4-24): نتائج اختبار السببية لمتغيرة (LB):

ALL	SB	D(PIB)	D(INF)	D(DP)	D(BC)	Prob.
0,509	0,861	0,670	0,203	0,233	0,053	

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على مخرجات الملحق رقم (07).

5-اختبار الفرضية: "رصيد الميزان التجاري، الدين العام الداخلي، معدل التضخم، السيولة البنكية ورصيد الموازنة العامة لا تسبب في الناتج المحلي الإجمالي":

-نجد أن جميع المتغيرات تقبل فرضية العدم أي أنها لا تشرح معنويا متغيرة الناتج المحلي الإجمالي وهذا يعني أنه لا توجد سببية وفق مفهوم Granger، كما أنها كذلك وهي مجتمعة -ككل- لا تسبب في الناتج المحلي الإجمالي وفق مفهوم Granger باعتبار أن احتمالها وهي مجتمعة (0.074) أكبر من 5%. وهو ما نلاحظه من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (4-25): نتائج اختبار السببية لمتغيرة (PIB):

ALL	SB	LB	D(INF)	D(DP)	D(BC)	Prob.
0,074	0,217	0,086	0,315	0,817	0,053	

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على مخرجات الملحق رقم (07).

6-اختبار الفرضية: "رصيد الميزان التجاري، الدين العام الداخلي، معدل التضخم، السيولة البنكية و الناتج المحلي الإجمالي لا تسبب في رصيد الموازنة العامة":

- بالنسبة لرصيد الميزان التجاري (BC): نلاحظ أن $0.000 < 0.05 = \text{prob}$ ، وبالتالي نرفض فرضية العدم أي أن متغيرة رصيد الميزان التجاري تشرح معنويًا متغيرة رصيد الموازنة العامة وهذا يعني أن هناك سببية وفق مفهوم **Granger**.
- بالنسبة للدين العام الداخلي (DP): نلاحظ أن $0.000 < 0.05 = \text{prob}$ ، وبالتالي نرفض فرضية العدم أي أن متغيرة الدين العام الداخلي تشرح معنويًا متغيرة رصيد الموازنة العامة وهذا يعني أن هناك سببية وفق مفهوم **Granger**.
- بالنسبة للسيولة البنكية (LB): نلاحظ أن $0.015 < 0.05 = \text{prob}$ ، وبالتالي نرفض فرضية العدم أي أن متغيرة السيولة البنكية تشرح معنويًا متغيرة رصيد الموازنة العامة وهذا يعني أن هناك سببية وفق مفهوم **Granger**.
- أما باقي المتغيرين (INF) معدل التضخم والناتج الداخلي الخام (PIB) فهما يقبلان فرضية العدم أي أنهما لا يشرحان معنويًا متغيرة رصيد الموازنة العامة وهذا يعني أنه لا توجد سببية وفق مفهوم **Granger**، في حين لو نظرنا للمتغيرات مجتمعة ككل-فهي تسبب في رصيد الموازنة العامة وفق مفهوم **Granger** باعتبار أن احتمالها وهي مجتمعة (0.0000) أقل من 5%. وهو ما نلاحظه من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (4-26): نتائج اختبار السببية لمتغيرة (SB):

ALL	D(PIB)	LB	D(INF)	D(DP)	D(BC)	Prob.
0,000	0,337	0,015	0,071	0,000	0,000	

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادًا على مخرجات الملحق رقم (07).

الفرع الثاني: التنبؤ بمسار المتغيرات للفترة (2021-2025) Forecasting:

بعد تقدير معاملات النموذج، يتم حساب التنبؤ في الفترة T من أجل T+1 لنموذج VAR:

$$\hat{Y}_T(1) = \hat{\Phi}_0 + \hat{\Phi}_1 Y_T$$

من أجل T+2، يكون التنبؤ محسوبًا كما يلي:

$$\hat{Y}_T(2) = \hat{\Phi}_0 + \hat{\Phi}_1 \hat{Y}_T(1) = \hat{\Phi}_0 + \hat{\Phi}_1 \hat{\Phi}_0 + \hat{\Phi}_1^2 Y_T$$

من أجل T+3، لدينا:

$$\hat{Y}_T(3) = \hat{\Phi}_0 + \hat{\Phi}_1 \hat{Y}_T(2) = (I + \hat{\Phi}_1 + \hat{\Phi}_1^2) \hat{\Phi}_0 + \hat{\Phi}_1^3 Y_T$$

من أجل T+h (h هو أفق التنبؤ)، يكون التنبؤ على الشكل التالي:

$$\hat{Y}_T(h) = (I + \hat{\Phi}_1 + \hat{\Phi}_1^2 + \dots + \hat{\Phi}_1^{h-1}) \hat{\Phi}_0 + \hat{\Phi}_1^h Y_T$$

- وباستخدام النموذج المقدر، نتنبأ بسلوك متغيرات الدراسة إلى سنة 2025 لتتحصل على النتائج المبينة في الجدول التالي:

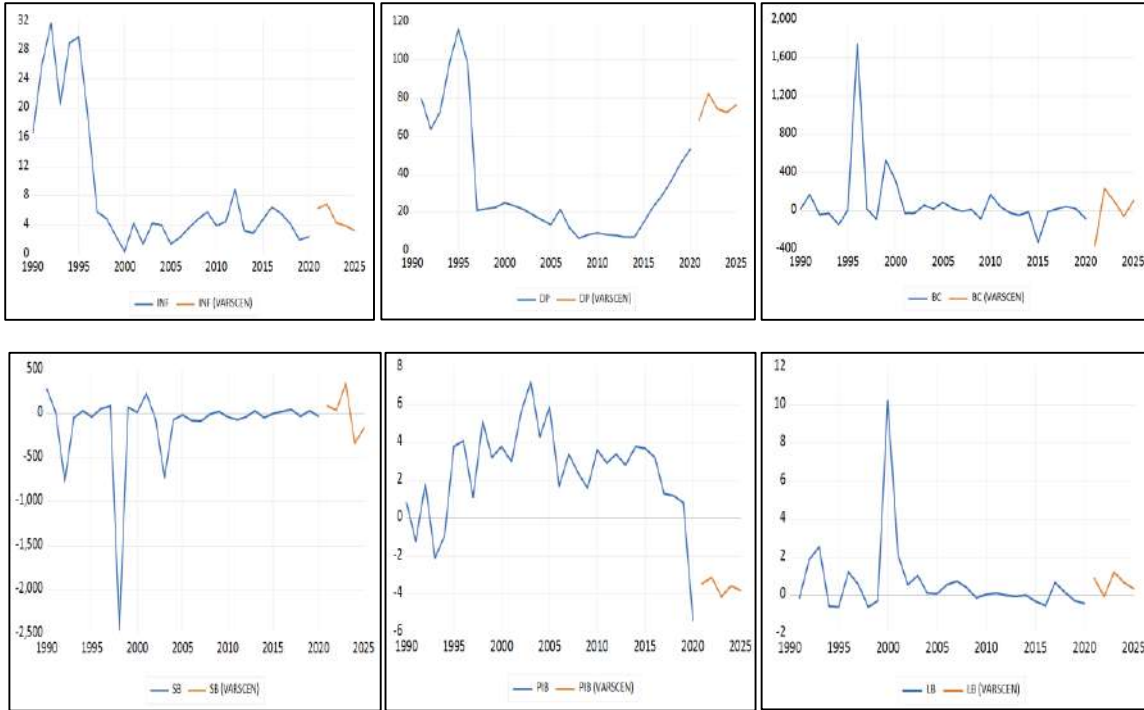
الجدول رقم (4-27): التنبؤ بقيم المتغيرات إلى سنة 2025.

السنة	D(BC)	D(DP)	D(INF)	(LB)	D(PIB)	(SB)
2016	14,15-	22,8	6,39	0,55-	3,2	26,0
2017	18,45	28,8	5,59	0,68	1,3	46,0
2018	45,42	36,6	4,27	0,14	1,2	28,0-
2019	16,13	45,8	1,95	0,29-	0,8	28,0
2020	84,35-	53,10	2,42	0,44-	5,4-	35,0-
2021	363,13-	68,05	6,24	0,89	3,45-	88,67
2022	232,45	82,43	6,81	0,07-	3,12-	38,59
2023	102,61	74,06	4,30	1,20	4,14-	348,17
2024	59,26-	72,50	3,89	0,66	3,56-	342,34-
2025	103,82	76,36	3,24	0,32	3,82-	163,26-

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج حسابات: EViews12

والتي يعبر عنها بيانيا في الأشكال البيانية التالية:

الشكل رقم (4-34): الشكل البياني للقيم الفعلية والقيم المتنبأ بها لمتغيرات الدراسة



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج حسابات: EViews12

من خلال الأشكال المبينة أعلاه لنتائج التنبؤ بمسار متغيرات الدراسة لسنوات (2021-2025)، وهذا بعد مرور ثلاث سنوات من تطبيق سياسة التمويل غير التقليدي، وجدنا بأن سلوك المتغيرات المتنبأ به سيكون على النحو التالي:

- بالنسبة لرصيد الميزان التجاري: نلاحظ بأن العجز المسجل على مستوى رصيد الميزان التجاري في تناقص مستمر بدءاً من سنة 2017 أين قدر بـ 1.593,31 مليار دينار بعدما بلغ في 2016، 1.953,79 مليار دينار. لتسجل سنة 2020 ارتفاع في عجز الميزان التجاري من جديد حيث بلغ 1.344,29 مليار دينار مقارنة بسنة 2019 أين سجل عجز بـ 729,22 مليار دينار، وبالرجوع للجدول رقم (4-27) نجد بأن القيم المتنبأ بها لرصيد الميزان التجاري تدل على أن العجز المسجل سيرتفع بشكل كبير سنة 2021 ببلوغه لحوالي 6.225,81 مليار دينار، ليتحول إلى موجبا بدءاً من سنة 2022 أن يتوقع أن يبلغ 8.242,97 مليار دينار ليستمر في ذلك إلى أن يحقق أعلى مستوياته سنة 2025 بـ 13.899,60 مليار دينار سنة.

- بالنسبة للدين العام الداخلي: فبعد أن سجل معدل الدين العام الداخلي نمواً مستمراً بين سنوات (2016-2020) منتقلاً من 22,8% إلى 53,10%، لم يختلف الوضع بالنسبة للقيم المتنبأ بها إذ توقعت استمرار ارتفاع معدل الدين العام الداخلي بالنسبة للناتج الداخلي الخام طيلة فترة التنبؤ.

- بالنسبة لمعدل التضخم: سجل معدل التضخم تراجعاً مستمراً بدءاً من سنة 2016 أين بلغ 6,39% وهي ثاني أعلى نسبة سجلها في العشر السنوات الأخيرة بعد سنة 2012، ليبليغ 2,42% سنة 2020. لتأتي قيم التنبؤ على عكس ذلك أين توقعت ارتفاعه من جديد بدءاً من سنة 2021 ليبليغ 6,24%، ويحافظ على معدل أعلى من 3% طيلة فترة التنبؤ.

- بالنسبة للسيولة البنكية: سجلت تراجعاً كبيراً نهاية 2016 حيث بلغت 826,21 مليار دينار مقابل 1.846,69 مليار دينار نهاية 2015، لتشهد نمواً طفيفاً نهاية 2017 مع ضخ أموال جديدة وفق سياسة التمويل غير التقليدي أين بلغت 1.387,27 مليار دينار لتعاود التراجع من جديد إلى غاية نهاية 2020 أين بلغت 632,30 مليار دينار. لتدل نتائج التنبؤ بأن السيولة البنكية ستشهد تحسناً للفترة (2021-2025)، حيث ستنتقل من 1.195,04 مليار دينار سنة 2021 لتبلغ 5.327,83 مليار دينار نهاية 2025.

- بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي: سجل معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي تراجعاً مستمراً للفترة المحصورة بين (2016-2020) منتقلاً من 3,2% إلى -5,4%، لتبين نتائج التنبؤ بأن معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي سيحافظ على تسجيل معدلات نمو سالبة طيلة فترة التنبؤ.

- بالنسبة لرصيد الموازنة العامة: نلاحظ بأن العجز المسجل على مستوى رصيد الموازنة العامة في تذبذب مستمر من سنة لأخرى وهذا بدءاً من سنة 2017 أين قدر بـ 1.234,74 مليار دينار بعدما بلغ في 2016، 2.285,91 مليار دينار. لتسجل سنة 2020 ارتفاع في عجز الموازنة العامة من جديد حيث بلغ 1.533,00 مليار دينار مقارنة بسنة 2019 أين سجل عجز بـ 1.138,97 مليار دينار، وبالرجوع للجدول رقم (4-27) نجد بأن القيم المتنبأ بها لرصيد عجز الموازنة تدل على أن العجز المسجل سينخفض بشكل كبير سنتي (2021-2022)، ليحقق رصيدها موجبا سنة 2023 ليعاود العجز من جديد سنتي (2024-2025).

المطلب الثالث: مناقشة وتحليل نتائج الدراسة:

على ضوء النتائج المتحصل عليها من خلال الدراسة القياسية وربطها مع ما تم تناوله من خلال التحليل الوصفي المتضمن في الفصل الثالث، وبالمقارنة مع ما تناولته الدراسات السابقة، سيتم من خلال هذا المطلب مناقشة نتائج الدراسة للوقوف على مدى تأثير السياسة النقدية من خلال قناة السيولة البنكية على كل من رصيد الموازنة العامة، الدين العام الداخلي، رصيد الميزان التجاري، الناتج المحلي الإجمالي ومعدل التضخم.

من خلال النماذج القياسية المقدرة يمكن تفسير النتائج المتوصل إليها من خلال النقاط التالية:

أولاً: تحليل نتائج متغيرة رصيد الميزان التجاري:

فمن خلال النموذج المقدر اتضح لنا بأن للسيولة البنكية دلالة معنوية على رصيد الميزان التجاري إذ تؤثر فيه عكسياً كما أنها تُسبب فيه وفق غرانجر، لتثبت نتائج تحليل الصدمات بأن أحداث صدمة موجبة بقيمة 10% في السيولة البنكية يفضي إلى استجابة موجبة في السنة العاشرة (الأخيرة لسنة التقدير)، لنجد بأن مساهمة متغيرة السيولة البنكية في تفسير التغيرات الحاصلة في رصيد الميزان التجاري قد انتقلت من 14,79% في السنة الثانية إلى 27,94% في السنة العاشرة وهذا من خلال نتائج تحليل تفكيك تباين الخطأ. أما فيما يخص الاتجاه المستقبلي لرصيد الميزان التجاري فقد أفادت نتائج التقدير بأن العجز سيرتفع خلال فترة التنبؤ (2021-2025).

فبتتبعنا لرصيد الميزان التجاري نجد خلال فترة الدراسة لم يسجل عجزاً إلا خلال الفترة (1995-1996) أين بلغ 14,74 مليار دينار وهذا نتيجة الوضع الاقتصادي الصعب للبلاد آنذاك ليشهد بعدها فوائض مالية إلى غاية 2015 أين سجل من جديد عجزاً قدر بـ 1.711,62 مليار دينار ويرتفع إلى 1.953,79 في 2016، ليتراجع سنتي (2017-2018) بعد تطبيق سياسة التمويل غير التقليدي نتيجة تغطية جزء منه وفق هذه السياسة لكن سرعان ما عاود الارتفاع من جديد سنة 2020 وهذا نتيجة تجميد سياسة التمويل غير التقليدي، إضافة إلى التراجع المسجل في حساب الصادرات حيث انتقلت من 4.795,23 مليار دينار سنة 2018 إلى 3.016,68 مليار دينار مع نهاية 2020 بسبب استمرار هيمنة قطاع المحروقات الذي يمثل ما نسبته 68% من إجمالي الصادرات. كما أن ضعف الإنتاج المحلي وعدم قدرته على تغطية الطلب الاستهلاكي الداخلي الذي يوجه نحو الاستيراد ومنه تراجع نسبة تغطية الصادرات للواردات وبالتالي يصبح تأثير ضخ السيولة في الاقتصاد عكسي على رصيد الميزان التجاري بسبب توجهها المباشر نحو الطلب الاستهلاكي الذي يلجى بدوره عن طريق الاستيراد.

ثانياً: تحليل نتائج متغيرة الدين العام الداخلي:

يبين النموذج المقدر بأنه لا توجد دلالة معنوية للسيولة البنكية على الدين العام الداخلي كما أنها لا تُسبب فيه وفق غرانجر، إلا أن نتائج تحليل الصدمات أثبتت عكس ذلك، إذ سجلت استجابة موجبة للدين العام الداخلي الذي سيحقق إنخفاضاً في السنة العاشرة، كما أن نتائج تحليل تفكيك تباين الخطأ دلت على مساهمة السيولة البنكية في تفسير التغيرات

الحاصلة في الدين العام الداخلي إذ انتقلت من 8,23% في السنة الثانية إلى 25,02% في السنة العاشرة. ليفيد تقدير التنبؤ باستمرار ارتفاع معدل الدين العام الداخلي للفترة (2021-2025).

فالدين العام الداخلي بدأ يشهد نموا متسارعا ابتداء من سنة 2015 أين قدر بما نسبته 14,9% من إجمالي الناتج المحلي ليبلغ سنة 2017، 28,8%، وهذا بسبب تراكم ديون شركتي سوناطراك وسونلغاز إضافة لمستحقات الجزء الأول من القرض السندي التي خصص لها مبلغ 1.813 مليار دينار وفق سياسة التمويل غير التقليدي إلا أن الدين العمومي واصل الارتفاع ليبلغ ما نسبته 53,1% من إجمالي الناتج المحلي سنة 2020 وهو ما يدل على سياسة التمويل بالعجز التي تنتهجها الحكومة في مخططاتها السنوية. فمن خلال النموذج المقدر اتضح بأن الميزان التجاري هو المتغير المؤثر في الدين العام الداخلي، فكلما ازداد عجز الميزان التجاري ارتفع الدين العام الداخلي وهذا بفعل تراجع حساب الموجودات الخارجية أي المداخيل من العملة الصعبة وبالتالي فالحل الظرفي بضخ أموال لسداد جزء من الدين العام الداخلي لا يعتبر حلا نهائيا بل يجب التفكير في كيفية الرفع من قيمة الصادرات خارج قطاع المحروقات لتجنب الصدمات الخارجية الناجمة عن انهيار أسعار النفط في الأسواق الخارجية والعمل على تطوير المؤسسات والشركات الوطنية لتصبح قادرة على المنافسة وبالتالي الاعتماد على نفسها في التمويل.

ثالثا: تحليل نتائج متغيرة رصيد الموازنة العامة:

يبين النموذج المقدر بأن هناك دلالة معنوية للسيولة البنكية على رصيد الموازنة العامة إذ تؤثر فيه إيجابا كما أنها تُسبب فيه وفق غرانجر، لتوضح نتائج تحليل الصدمات بأن رصيد الموازنة العامة سيحقق استجابة موجبة في السنة العاشرة. أما نتائج تحليل تفكيك تباين الخطأ فقد أكدت مساهمة السيولة البنكية في تفسير التغيرات الحاصلة في رصيد الموازنة العامة إذ انتقلت من 11,15% في السنة الأولى إلى 24,57% في السنة العاشرة، مع استمرار العجز إلى غاية سنة 2025 حسب تقديرات التنبؤ.

في الجزائر يعكس رصيد الموازنة العامة السياسة المالية التي تعتمدها الدولة والقائمة على التوسع في الانفاق الحكومي وهو ما جسده من خلال البرامج الخماسية للتنمية (2001-2014) وما رصد لها من أموال يعتمد في توفيرها بشكل مطلق على إيرادات الجباية البترولية، لنجد بأن عجز الموازنة العامة بدأ يظهر جليا ويتراكم ابتداء من سنة 2010 إلى 2016 وهذا بسبب تراجع إيرادات الجباية البترولية وضعف الإنتاج المحلي وبالتالي انعدام الموارد القادرة على خلق الثروة خارج قطاع المحروقات، ليشهد العجز تراجعا طفيفا نهاية 2017 مع تطبيق سياسة التمويل غير التقليدي ورصد مبلغ 2.470 مليار دينار لسداد عجز الخزينة العمومية، إلا أن ذلك يعد غير كاف ليستمر العجز في التزايد على الرغم من سياسة التقشف التي اتبعتها الحكومة.

وهذا يعد أمر منطقي فضخ أموال -توفير سيولة- في اقتصاد يفتقر لإنتاج محلي حقيقي قادر على خلق الثروة وينعدم لسوق مالية كفؤة ونشطة ستسلك تلك الأموال حتما أحد الطريقتين: إما للاستهلاك وهو ما سيتطلب توفير السلع والخدمات وهذا يعني المزيد من الاستيراد، أو تسربها وبالتالي تغذية السوق الموازي.

رابعاً: تحليل نتائج متغيرة الناتج المحلي الاجمالي:

يبين النموذج المقدر بأنه لا توجد دلالة معنوية للسيولة البنكية على الناتج المحلي الإجمالي كما أنها لا تُسبب فيه وفق غرانجر، إلا أن نتائج تحليل الصدمات أثبتت عكس ذلك، إذ سجلت استجابة سالبة لمعدل الناتج المحلي الاجمالي في السنة الموالية وتستمر إلى غاية السنة العاشرة، كما أن نتائج تحليل تفكيك تباين الخطأ دلت على مساهمة السيولة البنكية في تفسير التغيرات الحاصلة في الناتج المحلي الاجمالي إذ انتقلت من 1,08% في السنة الأولى إلى 24,98% في السنة العاشرة. ليستمر في تسجيل معدلات سالبة للفترة (2021-2022) حسب تقديرات التنبؤ. وتعد النتائج المحصل عليها مخالفة للنظرية الاقتصادية باعتبار أن تحليل فريدمان أفاد بأن زيادة عرض النقود ستؤدي في الأجل القصير إلى زيادة الإنتاج والدخل وهي النتيجة التي توصلت إليها كل من دراسات (Koeda, 2019) ، (Schenkelberg & Watzka, 2013) و (MOUSSA, 2010) ، بأن برامج التيسير الكمي التي طبقها بنك اليابان كانت فعالة وأدت إلى تنشيط الاقتصاد الياباني وبالتالي زيادة معدلات النمو الاقتصادي. كما أكدت دراسة (جاسم الدعيمي و كامل جواد، 2017) بأن برامج التيسير الكمي التي طبقها البنك الاحتياطي الفيدرالي أدت إلى زيادة نمو الناتج المحلي من مستويات نمو سالبة أثناء الأزمة المالية إلى مستويات نمو موجبة، إضافة لدراسة (Hohberger, Priftis, & Vogel, 2019) التي توصلت بأن برامج التيسير الكمي ساهمت في زيادة نمو الناتج المحلي الإجمالي لمنطقة اليورو، في حين توصلت دراسة (رمضاني، ليزة، و ضيف الله، 2019) بأنه وحسب نموذج كويك فعند زيادة الكتلة النقدية (M2) في الجزائر بـ 10% سيؤدي ذلك إلى ارتفاع الناتج المحلي الاجمالي (PIB) بـ 01%.

وعليه يمكن القول بأن السياسة النقدية في الجزائر ليس لها القدرة على استهداف معدل النمو الاقتصادي، إذ يعزى سبب عدم استقرار الاقتصاد الوطني وتذبذب معدلات نموه طيلة فترة الدراسة بسبب تداعيات الصدمة النفطية نتيجة انهيار أسعار النفط، في ظل الافتقار لاستثمار حقيقي خارج المحروقات.

خامساً: تحليل نتائج متغيرة معدل التضخم:

يبين النموذج المقدر بأنه لا توجد دلالة معنوية للسيولة البنكية على التضخم كما أنها لا تُسبب فيه وفق غرانجر، إلا أن نتائج تحليل الصدمات أثبتت عكس ذلك، إذ سجلت استجابة موجبة للتضخم في السنة الموالية لتنتقل بعدها وتصبح سالبة في السنة الخامسة بـ -0,54 لتتحول في الأخير إلى موجبة في السنة العاشرة، كما أن نتائج تحليل تفكيك تباين الخطأ دلت على مساهمة السيولة البنكية في تفسير التغيرات الحاصلة في التضخم إذ انتقلت من 0,85% في السنة الأولى إلى 20,95% في السنة العاشرة. أما معدلات التضخم ستستمر في معدلات تفوق 3% خلال فترة التنبؤ (2021-2025).

تعد النتائج المتحصّل عليها مخالفة للنظرية الاقتصادية، إذ أكدت النظرية الكمية للنقود بأن هناك تناسب بين زيادة كمية النقود المعروضة والمستوى العام للأسعار في الأجل القصير (ثبات الإنتاج، سرعة دوران النقد)، ليؤكد فريدمان بأن زيادة عرض النقود تؤدي على المدى الطويل إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار.

إلا أننا في الجزائر نجد بأن الكتلة النقدية ليس لها تأثير قوي على معدلات التضخم وهذا راجع لعدة أسباب أهمها استحداث أدوات نقدية لاسترجاع فوائض السيولة إضافة لتأسيس صناديق سيادية (صندوق ضبط الإيرادات) تجمع فوائض

الإيرادات وبالتالي كبح التوسع النقدي، مع ثبات الأجور من سنة 2008 واستفادات سلة كبيرة من المواد الاستهلاكية الأساسية من الدعم المباشر، كما أن حالة انعدام الثقة شجعت على الادخار الفردي للمواطنين إضافة لاتساع رقعة السوق الموازي. في حين قد يرجع البعض التغير الحاصل في معدلات التضخم لما يعرف بالتضخم المستورد نتيجة انهيار أسعار صرف العملة المحلية وهو ما توصلت إليه دراسة (أحمد، 2018) بأن سعر الصرف هو الأكثر تأثيراً على التضخم في الجزائر.

سادسا: تحليل نتائج متغيرة السيولة البنكية:

أما لو نظرنا لتأثير متغيرة السيولة البنكية على نفسها، فإننا نجد حسب النموذج المقدر بأنه لا توجد دلالة معنوية للسيولة البنكية على نفسها كما أنها لا تُسبب في نفسها وفق غرانجر، إلا أن نتائج تحليل الصدمات أثبتت عكس ذلك، إذ سجلت استجابة سالبة للسيولة البنكية في السنتين الموالتين للصدمة لتنتقل بعدها وتصبح موجبة في السنة الخامسة بـ 0,40 ونفس الشيء في السنة العاشرة، كما أن نتائج تحليل تفكيك تباين الخطأ دلت على انخفاض نسبة مساهمة السيولة البنكية في تفسير التغيرات الحاصلة في نفسها إذ انتقلت من 52,83% في السنة الأولى إلى 45,67% في السنة العاشرة. لتحسن السيولة البنكية خلال فترة التنبؤ (2021-2025). فالسيولة البنكية في الجزائر لم تشهد تحسنا إلا على فترات تزامنت بوجود فوائض مالية نتيجة ارتفاع موارد النفط أو نهاية 2017 بعد ضخ أموال جديدة في الاقتصاد تبعا لسياسة التمويل غير التقليدي.

وبعد مناقشة وتحليل نتائج الدراسة توصلنا إلى أنه لا يوجد تأثير فعال للسياسة النقدية من خلال قناة السيولة البنكية على المدى القصير والمتوسط في كل من رصيد الموازنة العامة، الدين العام الداخلي، رصيد الميزان التجاري، الناتج المحلي الإجمالي ومعدل التضخم وبالتالي لا يمكن أن يؤدي الاعتماد على سياسة التمويل غير التقليدي إلى إعادة التوازنات المالية للاقتصاد الجزائري بعد خمس سنوات من تطبيقه. باعتبار أن الاقتصاد الجزائري يعاني من اختلالات هيكلية مستمرة نتيجة اعتماده المطلق على مداخيل الربيع في تمويل الاقتصاد وكذا إشراف الدولة المنفرد على عملية التسيير والتخطيط والإنتاج لعقود قتل روح المنافسة وضاعف من قيمة الانفاق الحكومي.

وعليه وجب التفكير في حلول مستدامة لإعادة التوازن للاقتصاد الجزائري، من خلال الإسراع في عملية الإصلاح الهيكلي مع مراعاة التأثيرات المتبادلة بين المتغيرات الكلية للاقتصاد الجزائري وهذا تجنباً لأي صدمات داخلية قد تعيدنا إلى نقطة البداية. لذا يتعين على أصحاب القرار إشراك كل الفاعلين والباحثين في المجال لنتمكن من وضع نموذج اقتصادي يتماشى ومقومات الاقتصاد الجزائري يحقق إقلاع اقتصادي يهدف لاستدامة الثروة وتعظيم المنفعة.

خلاصة الفصل:

حاولنا من خلال هذا الفصل استخدام أحد النماذج القياسية من أجل اختبار تأثير سياسة التمويل غير التقليدي على النشاط الاقتصادي بالجزائر، وقمنا بذلك من خلال تقدير نموذج شعاع الانحدار الذاتي (VAR) المقترح من طرف Sims، الذي يتميز عن الاختبارات الأخرى بمعالجته لكل المتغيرات بصفة متماثلة وصلاحيته في حالة استقرار المتغيرات عند مستويات مختلفة بين الصفر والواحد، كما يعد من أفضلها في حالة العينات الصغيرة.

وقد أسفرت نتائج الدراسة القياسية إلى استقرار متغيرات النموذج بين المستوى والفرق الأول، ما جعلنا نقوم ببناء نموذج (VAR) الذي توصلنا من خلاله إلى تقدير معادلات النموذج وإجراء التحليل الديناميكي واختبار السببية وفق غرانجر لمتغيرات الدراسة. لنتمكن من الوصول إلى النتائج التالية:

- تؤثر السيولة البنكية بالسلب في رصيد الميزان التجاري وبالإيجاب في رصيد الموازنة العامة كما تُسبب فيهما وفق غرانجر؛
- أدى إحداث صدمة موجبة بـ 10% في السيولة البنكية، إلى استجابة معاكسة (سالبة) لكل من رصيد الميزان التجاري والنتاج المحلي الإجمالي، في حين استجاب الدين العام الداخلي والتضخم ورصيد الموازنة العامة إيجابياً؛
- أفضت نتائج تحليل تفكيك تباين الخطأ إلى أنه في آخر فترة التقدير (السنة العاشرة)، ارتفعت نسبة مساهمة متغيرة السيولة البنكية في تفسير التغيرات الحاصلة على باقي متغيرات النموذج.

الخصائفة

يعد البحث في موضوع السياسات النقدية غير التقليدية وآثارها على الاقتصادات التي طبقتها تحدياً لأي باحث، نظراً لصعوبة الموضوع نتيجة تباين البنى الهيكلية بين الاقتصادات وتعدد الأدوات المطبقة مع اختلاف الأهداف والتحفظ والتكتم الذي أصبحت تبديه البنوك المركزية في تقديمها وتحليلها للبيانات المتعلقة بهذه السياسة، إذ اعتبرتها وصفاً خاصة تضمن لها قيادة السباق نحو التعافي وتجنب الركود الاقتصادي الذي كان وشيكاً أثناء الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

فاعتماد البنوك المركزية الأربع الرائدة في العالم (بنك اليابان، البنك الفيدرالي الأمريكي، البنك المركزي الأوروبي، بنك إنجلترا) على سياسة التيسير الكمي وهذا بعدما ما قاربت أسعار الفائدة الرئيسية لديها للصفر، كان مجازفة لا بد منها بعدما استنفدت أدوات السياسة النقدية التقليدية فعاليتها في ظل غياب إطار فكري دقيق لاحتواء هذه السياسة، إذ تعد تجربة اليابان في التسعينات هي أول من فتح المجال أمام الباحثين الاقتصاديين لتحليل وتأطير هذه السياسات لكن دون الجزم بنتائجها.

للتعدد بعدها الأبحاث والدراسات في العشرية الأخيرة التي حاولت تحليل وتحديد الآثار الناجمة عن تطبيق السياسات النقدية غير التقليدية من خلال تحليلها للبرامج الكمية، الأدوات المطبقة والقنوات المستخدمة فيها لتتطور بعدها لاستخدام النمذجة القياسية.

وتنطلق فكرة موضوع هذه الأطروحة من زيادة الاهتمام بتطبيق هذه السياسات النقدية غير التقليدية التي وفرت التمويل للاقتصاد بأقل التكاليف دون ضمان لنتائجها، ومن خلال هذا البحث حاولنا معالجة إشكالية مدى تأثير السياسات النقدية غير التقليدية على النشاط الاقتصادي، وتحديد أثر التمويل غير التقليدي على المتغيرات الكلية للاقتصاد الجزائري تم التوصل إلى مجموعة من النتائج نوضحها في الآتي:

أولاً: اختبار الفرضيات:

اعتماداً على ما تقدم من الدراسة نستطيع الآن الإجابة على الفرضيات التي تم طرحها في المقدمة كما يلي:

1-الفرضية الأولى: "اعتمدت الجزائر سياسة التمويل غير التقليدي كحل ظرفي لتراجع الإيرادات العامة، مع مرافقتها بإصلاحات هيكلية للاقتصاد الوطني"، ومن خلال تشخيصنا لوضع الاقتصاد الجزائري نجد بأنه:

- اعتمدت الحكومة الجزائرية على سياسة التمويل غير التقليدي بدءاً من أكتوبر 2017، من خلال القانون رقم 17-10 المؤرخ في 11/10/2017 المتمم للأمر رقم 03-11 المتعلق بالنقد والقرض، الذي نص على أنه يقوم بنك الجزائر بتمويل الخزينة العمومية وبشكل مباشر من خلال شراء السندات المالية التي تصدرها هذه الأخيرة، وذلك استثنائياً ولمدة 05 سنوات، بهدف معالجة الاختلالات وإعادة التوازن للمؤشرات الكلية للاقتصاد الجزائري بعد تراجع الإيرادات العامة نتيجة انهيار أسعار النفط في الأسواق العالمية. وهو ما يثبت صحة الجزء الأول من الفرضية؛

- أدى استمرار العجز على مستوى كل من الميزان التجاري والموازنة العامة مع بلوغ الدين العام لمعدلات مرتفعة قاربت 50% من الناتج الإجمالي المحلي، في ظل ارتفاع معدلات التضخم وتراجع النمو الاقتصادي والسيولة في الاقتصاد. إلى تبني سياسة التمويل غير التقليدي كحل ظرفي واستثنائي لتمويل الاقتصاد الجزائري. وهو ما يثبت صحة الجزء الأول من الفرضية؛

-عدم نجاعة برنامج القرض الوطني للنمو الاقتصادي -السند العام-سنة 2016، وفي ظل استبعاد خيار الاستدانة الخارجية لجأت الحكومة الجزائرية لسياسة التمويل غير التقليدي بهدف ضمان تمويل ظرفي للاقتصاد الجزائري أملا منها في تعافي أسعار النفط. وهو ما يثبت صحة الجزء الأول من الفرضية؛

-أقر المرسوم التنفيذي رقم 18-86 المؤرخ في 05 مارس 2018، المتضمن آلية متابعة التدابير والإصلاحات الهيكلية في إطار تنفيذ سياسة التمويل غير التقليدي، بضرورة مرافقة هذه السياسة بإصلاحات هيكلية تضمن تحقيق أهدافها، إلا أننا نجد بأن هذا المرسوم بقي حبر على ورق ولم يفعل من الناحية العملية بدليل عدم المضي في أي اصلاح اقتصادي، وبالتالي بقاء الاقتصاد الوطني اقتصاد ريعي بامتياز وله حساسية عالية لصددمات أسعار النفط في الأسواق العالمية، وبالتالي عدم القدرة على خلق مصادر تمويلية أخرى غير عملية التمويل غير التقليدي أو الاستدانة الخارجية. وهو ما يثبت نفي الجزء الثاني من الفرضية؛

-من خلال تحليلنا لسياسة التمويل غير التقليدي التي اعتمدها بنك الجزائر نخلص إلى أن قرار اعتمادها تم في ظرف تسوده الكثير من الضبابية، حيث اتخذ من جانب أحادي (الحكومة) وفرض على بنك الجزائر الذي يفتقد للاستقلالية الفعلية، دون دراسة اقتصادية حقيقية لمقومات الاقتصاد الجزائري والبدائل التمويلية المطروحة وبالتالي لم تكن هناك نية صادقة للقيام بإصلاحات هيكلية تجنب الاقتصاد الوطني ردود الفعل السلبية لصددمات أسعار النفط الخارجية، وهو ما نستشفه أيضا من قرار التجميد المتعلق بسياسة التمويل غير التقليدي الذي هو الآخر اتخذ دون دراسة أو تقييم لهذه السياسة. وهو ما يثبت نفي الجزء الثاني من الفرضية؛

2-الفرضية الثانية: " يوجد تأثير إيجابي لسياسة التمويل غير التقليدي من خلال قناة السيولة البنكية على رصيد الموازنة العامة "، ومن خلال نتائج الدراسة القياسية يمكن إثبات صحة هذه الفرضية حيث نجد بأنه:

- يوجد تأثير طردي للسيولة البنكية على رصيد الموازنة العامة، فكلما ارتفعت قيمة السيولة البنكية في الفترة (t-1) بوحدة واحدة، فإن قيمة رصيد الموازنة العامة للفترة t يرتفع بمقدار 77,897 ؛
- كما نجد بأن السيولة البنكية تشرح معنويا متغيرة رصيد الموازنة العامة وهذا يعني أن هناك سببية وفق مفهوم Granger.

3-الفرضية الثالثة: " يوجد تأثير إيجابي لسياسة التمويل غير التقليدي من خلال قناة السيولة البنكية على رصيد الميزان التجاري "، ومن خلال نتائج الدراسة القياسية يمكن نفي صحة هذه الفرضية حيث نجد بأنه:

- أثبت التحليل الهيكلي من خلال النموذج المقدر بوجود تأثير عكسي للسيولة البنكية على رصيد الميزان التجاري بحيث إذا ارتفعت السيولة البنكية في الفترة (t-1) بوحدة واحدة فإن رصيد الميزان التجاري في الفترة t يشهد انخفاضاً بمقدار 143,585.
- كما نجد بأن السيولة البنكية تشرح معنويا متغيرة رصيد الميزان التجاري وهذا يعني أن هناك سببية وفق مفهوم Granger.

4-الفرضية الرابعة: " يوجد تأثير إيجابي لسياسة التمويل غير التقليدي من خلال قناة السيولة البنكية على نسبة الدين العام الداخلي "، ومن خلال نتائج الدراسة القياسية يمكن نفي صحة هذه الفرضية حيث نجد بأنه:

- أثبت التحليل الهيكلي من خلال النموذج المقدر بأنه لا يوجد تأثير للسيولة البنكية على الدين العام الداخلي، كما أنه لا توجد سببية وفق مفهوم Granger بين السيولة البنكية والدين العام الداخلي.

5-الفرضية الخامسة: " يوجد تأثير سلبي لسياسة التمويل غير التقليدي من خلال قناة السيولة البنكية على معدل التضخم "، ومن خلال نتائج الدراسة القياسية يمكن نفي صحة هذه الفرضية حيث نجد بأنه:

- أثبت التحليل الهيكلي من خلال النموذج المقدر بأنه لا يوجد تأثير للسيولة البنكية على معدل التضخم، كما أنه لا توجد سببية وفق مفهوم Granger بين السيولة البنكية ومعدل التضخم.

6-الفرضية السادسة: " يوجد تأثير إيجابي لسياسة التمويل غير التقليدي من خلال قناة السيولة البنكية على حجم الناتج المحلي الإجمالي "، ومن خلال نتائج الدراسة القياسية يمكن نفي صحة هذه الفرضية حيث نجد بأنه:

- أثبت التحليل الهيكلي من خلال النموذج المقدر بأنه لا يوجد تأثير للسيولة البنكية على حجم الناتج المحلي الإجمالي، كما أنه لا توجد سببية وفق مفهوم Granger بين السيولة البنكية وحجم الناتج المحلي الإجمالي.

ثانيا: نتائج الدراسة:

- السياسات النقدية غير التقليدية تعد سياسة ظرفية يلجأ إليها وقت الأزمات بهدف تفعيل الأدوات النقدية التقليدية؛
- مكنت برامج التيسير الكمي الدول المتقدمة التي طبقتها من تحفيز اقتصاداتها وتجنب حالة الركود الاقتصادي التي ميزتها بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008؛

- سيطرة قطاع المحروقات على البنية الاقتصادية للجزائر، في ظل غياب نية جادة للتنويع في موارد الدخل الوطني؛
- تطبيق بنك الجزائر لسياسة التمويل غير التقليدي دون مراعاة لتوفر شروط تنفيذه ومدى ملاءمته لبنية الاقتصاد الجزائري جاءت نتائجها سلبية خاصة من حيث ارتفاع المستوى العام للأسعار، انخفاض قيمة الدينار الجزائري، تدهور القدرة الشرائية وتراجع معدلات النمو الاقتصادي؛

- في الجزائر وجهت سياسة التمويل غير التقليدي لتمويل الخزينة العمومية وسداد الدين العام ولم تولي أهمية للقطاع الحقيقي على نقيض برامج التيسير الكمي المطبقة في الدول المتقدمة، حيث نجد أن كل من البنك المركزي الأوروبي وبنك اليابان ركزا برامجهما على الإقراض المباشر للبنوك، بينما وسع البنك الفيدرالي وبنك إنجلترا قواعدهما النقدية من خلال شراء السندات الحكومية والخاصة أي تمويل السوق المالي؛

- العجزات المسجلة على مستوى الميزان التجاري وميزانية الدولة هيكلية لا يمكن إعادة توازنها بتبني سياسة تمويلية ظرفية؛

- لا يوجد تأثير فعال لسياسة التمويل غير التقليدي على المتغيرات الكلية للاقتصاد الجزائري، كون الاقتصاد الجزائري يحتاج لحلول استراتيجية واصلاحات هيكلية لا ظرفية، فالاقتصاد الوطني يتسم بالهشاشة وعدم المرونة في الانتاج وافتقاره لسوق مالية حقيقية إضافة لضعف النظام المالي وبالتالي عدم قدرتها على امتصاص الفوائض النقدية؛
- قصر مدة تطبيق سياسة التمويل غير التقليدي وغياب الإصلاحات الهيكلية المرافقة لها، حالاً دون تحقيقه للأهداف المرجوة منه، وبالتالي تراجع معدلات النمو الاقتصادي واستمر العجز المالي؛
- ضخ سيولة إضافية في الاقتصاد الجزائري، ليس له تأثير فعال على المتغيرات الاقتصادية الكلية في ظل انتشار الفساد وسوء التسيير للمال العام، إضافة لاتساع حجم السوق الموازي.

ثالثاً: توصيات الدراسة:

- نظراً لمحدودية الآثار الإيجابية للتمويل غير التقليدي منذ تطبيقه في الجزائر، ارتأينا اقتراح بعض التوصيات من شأنها أن تفعل من هذه السياسة النقدية التمويلية أهمها:
- قبل التفكير في تطبيق سياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر يجب توفير المناخ والأدوات الملائمين لذلك أولاً، ما يعني ضرورة القيام بإصلاحات هيكلية جذرية (مالية، نقدية، تجارية، صناعية) على الاقتصاد الوطني قبل تطبيقها حتى نضمن فعاليتها؛
 - ضرورة استقلالية بنك الجزائر استقلالية تامة تجنبه القيام بأي تمويل مباشر للحكومة لما يترتب على هذا التمويل من تقلبات اقتصادية، بالإضافة إلى تعزيز مصداقيته بالكشف عن حجم برامج التيسير الكمي حتى يسهل تحليلها؛
 - تبني استراتيجية واضحة ومحددة للسياسة النقدية غير التقليدية بالتنسيق مع السياسة الاقتصادية والمالية؛
 - إعطاؤها الفترة الزمنية الكافية، وهذا نظراً للاختلالات الهيكلية التي يعاني منها الاقتصاد الجزائري. إذ أثبتت تقديرات النموذج تحسن مؤشرات المتغيرات في السنة العاشرة من التقدير؛
 - تنشيط السوق المالي والنقدي بما يساهم في تفعيل أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، مع ضرورة توجيه الإصدار النقدي الجديد وفق هذه السياسة للقطاع الإنتاجي تجنباً للآثار التضخمية التي قد تنجم عن تمويلها للإنفاق العام؛
 - العمل على إصلاح البنية الأساسية اللازمة لنمو القطاعات الاقتصادية المختلفة، وكذا دعم وتشجيع الأسر المنتجة لضمان مساهمة كل شرائح المجتمع في عملية التنمية والانعاش الاقتصادي؛
 - تفعيل وتحيين الدراسات الاستشرافية القائمة على النمذجة القياسية، التي تمكن أصحاب القرار من المفاضلة بين البدائل المتاحة.

رابعاً: آفاق الدراسة:

- حاولت الدراسة معالجة موضوع الآثار الاقتصادية للسياسات النقدية غير التقليدية، في حدود الاشكالية المطروحة وحسب البيانات والمعطيات التي تمكنا من الحصول عليها، كما أن البحث في دراسة الحالة اقتصر على حالة الجزائر ومنه لا

يمكن اعتبار هذه الدراسة قد أحاطت بكل جوانب الموضوع وبكافة أبعاده، ليبقى مجال البحث مفتوحا لدراسات أعمق وأدق تساهم في إثراء معارفنا التي لم نتمكن من الإلمام بها نظرا للصعوبات التي واجهتنا في الدراسة، وبهذا الصدد نقترح عددا من المواضيع التي نراها جديرة بأن تكون آفاق بحث جديدة:

-دراسة مقارنة بين سياسة التيسير الكمي المطبقة في الدول المتقدمة وسياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر؛
-بناء نموذج قياسي يحدد المبالغ المالية الواجب ضخها في الاقتصاد الجزائري والقنوات التي يعتمد عليها في نقل أثرها للاقتصاد الوطني؛

-دراسة مقارنة بين البدائل المتاحة لتمويل الاقتصاد الجزائري بالاعتماد على النماذج القياسية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع باللغة العربية:

الكتب:

1. الطاهر لطرش. (2010). *تقنيات البنوك* (الإصدار 7). الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
 2. الطاهر لطرش. (2015). *الاقتصاد النقدي والبنكي* (الإصدار الطبعة الثانية). الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
 3. حميد موسى سندس. (15 جانفي، 2018). *البنوك المركزية والتوازن الاقتصادي* (الإصدار الأولى). عمان-الأردن: دار الأيام للنشر والتوزيع.
 4. زكريا الدوري، و يسرا السامرائي. (2013). *البنوك المركزية والسياسات النقدية*. عمان: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
 5. عبد الحليم عمار غربي. (2018). *الوجيز في الاقتصاد النقدي والمصرفي* (الإصدار 1). Kie Publications. تم الاسترداد من www.kantakji.com
 6. عبد الصمد سعودي. (2017). *محاضرات في الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال*. الجزائر: جامعة محمد بوضياف المسيلة.
 7. عبد القادر خليل. (2012). *مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي (إضاءات حول الجهاز المصرفي والسياسات النقدية في تحاليل نظرية ومقاربات كمية)* (المجلد الجزء الثاني). الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
 8. عبد المجيد قدي. (2003). *المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية*. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
 9. عبد المجيد قدي. (2017). *الاقتصاد الجزائري بين الإصلاحات والارتهاق للنفط*. الجزائر: دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع.
 10. علي كنعان. (2012). *النقود والصيرفة والسياسة النقدية* (الإصدار 1). بيروت: دار المنهل اللبناني.
 11. سمير حسون. (2004). *الاقتصاد السياسي في النقد والبنوك* (الإصدار الطبعة 2). مصر: المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع.
 12. سنوسي علي. (2015). *محاضرات في النقود والسياسة النقدية*. الجزائر: جامعة محمد بوضياف المسيلة.
 13. محمد شيخي. (2012). *طرق الاقتصاد القياسي، محاضرات وتطبيقات* (الإصدار 1). الجزائر: دار الحامد للنشر والتوزيع.
 14. منشورات جامعة دمشق. (2010). *الاقتصاد النقدي*. سوريا: مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية، دمشق.
 15. موفق السيد حسن. (1999). *التطورات الحديثة للنظرية والسياسة النقدية: مفهوم النقد والطلب عليه* (الإصدار العدد 1، المجلد الأول). سوريا: مجلة جامعة دمشق.
 15. يعدل فريدة بخراز. (2008). *تقنيات وسياسات التسيير المصرفي* (الإصدار الطلعة الثانية). الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
 16. يوسف كافي مصطفى. (2014). *الاقتصاد الكلي-مبادئ وتطبيقات-* (الإصدار الأولى). عمان، الأردن: مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع.
- الأطروحات والمذكرات:
17. زكريا خلف الله. (2018). *قنوات تحويل السياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري دراسة تحليلية قياسية للفترة (1990-2016)* (أطروحة دكتوراه). 1-360. الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير: جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي.

18. عائشة سلمى كيجلي. (02 فيفري، 2017). التقييم الاقتصادي للأثار والسياسات البيئية-دراسة حالة الجزائر خلال الفترة (1970-2014) (أطروحة دكتوراه). 1-193. الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير: جامعة قاصدي مرباح ورقلة.
19. عمار بوزعرور. (2008). السياسة النقدية وأثرها على المتغيرات الاقتصادية الكلية، حالة الجزائر (1990-2005) (أطروحة دكتوراه). الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة الجزائر.
20. نبيلة دودو. (2020/2021). فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في إدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية في منطقة اليورو (أطروحة دكتوراه). 1-239. الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير: جامعة فرحات عباس سطيف-1.

المقالات والمدخلات:

21. أحمد ضيف، و نسيم بن يحي. (أفريل، 2017). تقويم تطور السياسة المالية للجزائر من 1962-2019. *المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية*، الصفحات 158-178.
22. العشي وليد، و أحمد صديقي. (2018). تجربة التسيير الكمي في الجزائر (المجلد 6). الجزائر: مجلة اقتصاديات المال والأعمال.
23. أنفال نسيب. (30 أفريل، 2019). التحديات والاصلاحات المصاحبة لسياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر. *مجلة اقتصاديات المالية البنكية وادارة الأعمال*، 5، الصفحات 9-29. تم الاسترداد من [HTTP://REVUES.UNIV-BISKRA.DZ/INDEX](http://REVUES.UNIV-BISKRA.DZ/INDEX)
24. بشيكر عابد. (2016). دراسة تحليلية تقييمية لبرامج التنمية الاقتصادية في الجزائر للفترة 2001-2014. 13(2)، الصفحات 17-34. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/8014>
25. بوشناف فايزة. (2019). التمويل غير التقليدي في الجزائر من الخيار إلى الضرورة الاقتصادية، الواقع و المأمول، *مجلة البشائر الاقتصادية*، المجلد 5، العدد(1)، الصفحات 340-355.
26. رملي حمزة. (2018). التمويل غير التقليدي في الجزائر وفق تعديلات قانون النقد والقرض هل يتعلق الأمر بالتسيير الكمي؟ *مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، جامعة ميلية*، 4، الصفحات 211-239.
27. سليمان ناصر. (30 جوان، 2018). *السياسة النقدية غير التقليدية وآفاق تطبيقها في الجزائر* (المجلد 26). الاردن: مجلة الدراسات المالية والمصرفية. تم الاسترداد من قاعدة البيانات العربية الرقمية-معرفة.
28. سماحي أحمد. (29 10، 2018). دور السياسة النقدية في استهداف التضخم في الجزائر:دراسة قياسية للفترة 2002-2016. *مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا جامعة حسبية بن بو علي الشلف*، 14(19)، الصفحات 159-170.
29. سمية بلقاسمي. (31 ديسمبر، 2014). أثر التغيرات في عرض النقود على المستوى العام للأسعار، دراسة حالة الجزائر (2000-2014). *مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، جامعة الشهيد حمة لخضر الوادي*، 5(1)، الصفحات 7-32. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/38454>
30. سهام شاوش اخوان، لطفي شعباني، و حيزية هادف. (30 أكتوبر، 2020). التسيير الكمي كأداة للسياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر -بين النظرية والتطبيق- . *مجلة أبحاث اقتصادية معاصر جامعة عمار تليجي الأغواط*، المجلد 03(02)، الصفحات 137-153.
31. صاري علي. (2013). *السياسة النقدية غير التقليدية: الأدوات والأهداف. المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية*، 4، 51-78.
32. صاري علي. (2016). *البنوك المركزية في الدول النامية وقدرتها على الممارسات غير التقليدية* (المجلد 02). الجزائر: مجلة الاقتصاد والمالية.
33. عباس كاظم جاسم الدعي، و بسمان كامل جواد. (2017). مدى استجابة المتغيرات المالية والاقتصادية للتسيير الكمي في الولايات المتحدة. 6(21)، الصفحات 113-144. تم الاسترداد من [uiLanguage=ar&id=9228&https://www.iasj.net/iasj?func=issueTOC](http://www.iasj.net/iasj?func=issueTOC&id=9228&language=ar)

34. عبد الحميد عبد العزيز شويش، و أحمد بشرى عبد الباري. (2014). *التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية* (الإصدار العدد 2، المجلد المجلد 4). العراق: مجلة جامعة كركوك للعلوم الادارية والاقتصادية.
35. عبدالقادر روشو. (2020). *فعالية السياسة النقدية في الجزائر في ظل التمويل غير التقليدي دراسة حالة الجزائر للفترة 2001-2018*، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 12، العدد 03، الصفحات 50-35.
36. عقبة ريمي، و وفاء رمضان. (2020). *التنبؤ بمسار التضخم في إطار التمويل غير التقليدي في الجزائر - دراسة قياسية*، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، المجلد 11، الصفحات 83-101.
37. علي صاري. (2016). *السياسات النقدية غير التقليدية في الدول المتقدمة وانعكاساتها على أعمال البنوك المركزية في الدول النامية*. مجلة *أبعاد اقتصادية*، 6، الصفحات 465-482.
38. علي صاري. (30 سبتمبر، 2018). *تقييم فعالية سياسة التيسير الكمي في تخفيف أثر الأزمات*. مجلة *الأفاق للدراسات الاقتصادية*، جامعة العربي التبسي بتبسة، 3(2)، الصفحات 164-181. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/63870>
39. فاتح جاري، زهير شلال، و زهير بن طالبي. (2019). *سياسة التيسير الكمي كاتجاه حديث لإدارة السياسة النقدية في الجزائر* (الإصدار العدد 2، المجلد 2). الجزائر: مجلة المنهل الاقتصادي، جامعة الشهيد حمة لخضر الوادي، ديسمبر 2019.
40. كاظم جاسم الدعي عباس، و كامل جواد بسمان. (2017). *مدى استجابة المتغيرات المالية والاقتصادية للتيسير الكمي في الولايات المتحدة* (المجلد المجلد السادس). العراق: مجلة الإدارة والاقتصاد جامعة كربلاء.
41. لحسن جديدين. (23 12، 2019). *اداء السياسة المالية في ظل العجز الموازي وسياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر-دراسة قياسية 2001-2018*. مجلة *دفاتر اقتصادية*، 11(2)، الصفحات 281-292.
42. لحسن جديدين، و بن عمر بن حاسين. (2019). *التمويل غير التقليدي وأداء السياسة النقدية في الجزائر 1990-2018*. *دفاتر MECAS*، 15(2)، الصفحات 223-233.
43. محمد الأمين شربي، و محمد لحسن علاوي. (2014). *الحمائية الجديدة، حرب العملات وأهمية تفعيل دور منظمة التجارة العالمية*. مجلة *الباحث*، 14، الصفحات 209-220.
44. محمد بلوافي. (01 جوان، 2012). *السياسة النقدية في الجزائر*. مجلة *الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية*، 01(02)، الصفحات 462-491. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/7683>
45. محمد هاني، و ميلود وعيل. (2018). *سياسة التيسير الكمي كآلية حديثة لتطبيق السياسة النقدية- دراسة تحليلية نظرية لأفاق تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر*. مجلة *التنمية والإستشراف للبحوث والدراسات*، المجلد 3، العدد 4، الصفحات 250-268.
46. مطاي فتيحة، و عبد القادر راشدي. (30 ديسمبر، 2016). *سياسة التيسير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات-تجربة كل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية-*، مجلة *رؤى اقتصادية*، جامعة الشهيد حمة لخضر الوادي، الجزائر، الصفحات 10-21.
47. نادية عزالدين، و بسمة عولمي. (2020). *أثر سياسة التيسير الكمي على إستقرار النظام المالي في الولايات المتحدة الأمريكية دراسة قياسية خلال الفترة (2008-2018)*. مجلة *الباحث*، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 20(01)، الصفحات 337-352.
48. ناصر بوجلال، و كمال ديب. (14 06، 2019). *التيسير الكمي كآلية لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة - حالة الجزائر-*. مجلة *العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية جامعة المسيلية*، المجلد 12، العدد 1، الصفحات 245-257.
49. وفاء رمضان، هشام ليزة، و محمد الهادي ضيف الله. (ديسمبر، 2019). *انعكاسات العرض النقدي على مؤشر النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1990-2018*، مجلة *نور للدراسات الاقتصادية*، المجلد 5، العدد (2)، الصفحات 111-126.

50. وليد العشي، و أحمد صديقي. (2018). تطور أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بعد الأزمة المالية العالمية 2008. مجلة الدراسات الاقتصادية المعقدة، الصفحات 70-83.

51. يحيى بن يحيى، وافية زاير، و مراد محفوظ. (2020). أثر سياسة التيسير الكمي على معدل التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2008-2015 (دراسة قياسية بمنهجية ARDL)، مجلة دراسات العدد الاقتصادي 11(1)، الصفحات 245-260.

52. يحيى زروقي، أبو بكر الصديق زروقي، و محمد مكيديش. (2020، 07 16). التيسير الكمي: بديل داخلي غير تقليدي لتمويل الخزينة العمومية في الجزائر. مجلة البشائر الاقتصادية- جامعة بشار، 6(2)، الصفحات 146-161.

المراسيم والقوانين:

53. الجريدة الرسمية. (2003). المادة 46 من الأمر 03-11 (العدد 52). الجزائر: المطبعة الرسمية.

54. الجريدة الرسمية. (1 سبتمبر، 2010، العدد 50). الأمر رقم 04/10 المؤرخ في 26/08/2010 يعدل ويتمم الأمر 11/03 المؤرخ في 26/08/2003. 50، 1-24. الجزائر: المطبعة الرسمية. تم الاسترداد من <https://www.joradp.dz/FTP/jo-arabe/2010/A2010050.pdf>

55. الجريدة الرسمية. (05 مارس، العدد 15، 2018). المرسوم التنفيذي رقم 86-18 المؤرخ في 05 مارس 2018 يتضمن آلية متابعة التدابير والاصلاحات الهيكلية في إطار تنفيذ التمويل غير التقليدي. 15، 11-13. الجزائر: الجريدة الرسمية.

56. الجريدة الرسمية. (30 مارس، العدد 20، 2016). القرار الوزاري المحدد للشروط والكيفيات التي تصدر الخزينة العمومية وفقها القرض السندي للنمو. الجزائر: المطبعة الرسمية.

57. الجريدة الرسمية. (العدد 37، 2000). المادة 10 من القانون 02-2000 قانون المالية التكميلي لسنة 2000 (المجلد 37). الجزائر: المطبعة الرسمية.

58. الجريدة الرسمية. (العدد 52، 2003). المادة 38 من الأمر 03-11. 52، 7-8. الجزائر: المطبعة الرسمية.

59. الجريدة الرسمية. (10 أكتوبر، العدد 57، 2017). القانون 10-17 المتمم للأمر رقم 03-11 المتعلق بال نقد والقرض. 57، 4. الجزائر: المطبعة الرسمية.

60. الجريدة الرسمية. (العدد 57، 2017). القانون 10-17. 57، 4. الجزائر: المطبعة الرسمية.

61. بنك الجزائر. (24 مارس، التعليم 02-16، 2016). التعليم رقم 02-16 المحددة لكيفيات تطبيق عمليات الخصم وإعادة الخصم للسندات العمومية والخاصة لفائدة البنوك والمؤسسات المالية والتسيقات والقروض للبنوك. الجزائر: بنك الجزائر. تم الاسترداد من <https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/instructions2016ar.pdf>

التقارير:

62. بنك الجزائر. (4 فيفري، 2021). بيان صحفي. الجزائر: بنك الجزائر. تم الاسترداد من <https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/communique08022021ar.pdf>

63. بنك الجزائر. (التقرير السنوي 2012، 2013). التقرير السنوي 2012 التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر. الجزائر: بنك الجزائر.

64. بنك الجزائر. (التقرير السنوي 2015، 2016). التقرير السنوي 2015، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر. الجزائر: بنك الجزائر.

65. بنك الجزائر. (التقرير السنوي 2016، 2017). التقرير السنوي لسنة 2016، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر. الجزائر: بنك الجزائر.

66. بنك الجزائر. (التقرير السنوي 2017، 2018). التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، التقرير السنوي 2017. الجزائر: بنك الجزائر.

67. بنك الجزائر. (التقرير السنوي 2018، 2019). *التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر*. الجزائر: بنك الجزائر.
68. بنك الجزائر. (ديسمبر 2018). *حوصلة حول التطورات النقدية والمالية لسنة 2017 وتوجهات سنة 2018*. الجزائر: بنك الجزائر.
69. محافظ بنك الجزائر. (أفريل، 2017). *التوجهات المالية والنقدية لسنة 2015 والتسعة أشهر الأولى من سنة 2016 وسياسات التصدي والمرافقة في ظرف صدمة خارجية مستمرة*. 1-16. الجزائر: بنك الجزائر. تم الاسترداد من https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/interventiongouv_cnavril2017arabe.pdf
- المواقع الإلكترونية:**
70. أسماء الخولي. (2 أوت، 2016). *التيسير الكمي.. سياسة «طبع الأموال» غير مجدية لاقتصادات الدول*. تاريخ الاسترداد 24 جانفي، 2020، من الشرق الاوسط: <https://aawsat.com/home/article/704136/%D8%A7%D9%84%D8%>
71. الاذاعة الجزائرية. (27 04، 2019). *ارتفاع ب7ر2 بالمائة في اسعار الاستهلاك خلال الثلاثي الاول لـ 2019*. تم الاسترداد من الاذاعة الجزائرية: <http://www.radioalgerie.dz/news/ar/article/20190427/168179.html>
72. البنك الدولي. (إجمالي الناتج المحلي للجزائر (القيمة الحالية بالدولار الأمريكي)). تاريخ الاسترداد 20 سبتمبر، 2021، من <https://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=DZ>
73. الجزيرة.نت. (06 فيفري، 2019). *كيف دخلت فنزويلا في أزمة؟ وما السبيل للخروج منها؟* تاريخ الاسترداد 28 ديسمبر، 2019، من <https://www.aljazeera.net/news/ebusiness>
74. الحوار. (3 مارس، 2018). *تاريخ الاسترداد 5 سبتمبر، 2021، من 2.5 مليون سائح زارو الجزائر في 2017*: [/https://www.elhiwar.dz/featured/116587](https://www.elhiwar.dz/featured/116587)
75. الديوان الوطني للإحصائيات. (نشرية رقم 48، 2018). *الجزائر بالأرقام نتائج: 2015-2017*. (48). الجزائر، مديرية المنشورات والنشر والتوثيق والطبع. تاريخ الاسترداد 16 أوت، 2021
76. الشروق. (01 مارس، 2021). *الشروق*. تاريخ الاسترداد 07 ماي، 2021، من هذه هي قيمة الأوراق النقدية المتداولة خارج البنوك نهاية 2020: <https://www.echoroukonline.com/%D9%87%D8%B0%D9%87-%D9%87%D9%8A-%D>
77. العربي الجديد. (20 05، 2020). *حكومة مصر تتوسع في طباعة النقود بسبب كورونا وسيناريو كارثي للاقتصاد*. تاريخ الاسترداد 14 01، 2021، من العربي الجديد: <https://www.alaraby.co.uk/%D8%AD%D9%83%D9%88%D9%85%D8%>
78. العربية.نت. (25 جانفي، 2019). *بالأرقام.. اقتصاد فنزويلا الذي خنق شعبها*. تاريخ الاسترداد 28 ديسمبر، 2019، من الاسواق العربية: <http://ara.tv/bw37b>
79. المديرية العامة للجمارك. (جانفي، 2021). *إحصاءات التجارة الخارجية للجزائر 2020*. الجزائر، وزارة المالية، مديرية الدراسات والاستشراف، الجزائر. تم الاسترداد من www.douane.gov.dz/statistique
80. بنكي. (01 03، 2019). *التفاصيل الكاملة لطباعة النقود في مصر خلال 2018*. (بنكي) تاريخ الاسترداد 14 01، 2021، من بنكي: <https://www.bankygate.com/658/%D8%A7%D9%84%D8%AA%D9%81%D8%A7%D8%B5%D9%8>
81. دوت مصر. (24 09، 2017). *أرقام.. هل يطبع البنك المركزي نقودا دون غطاء؟* تاريخ الاسترداد 14 01، 2021، من دوت مصر: <http://www.dotmsr.com/news/200/1023379/%D8%A3%D8%B1%D9%82%D8%A7%D9%85>

82. سليمان ناصر. (14 فيفري، 2021). خبراء: الجزائر تواجه أزمة اقتصادية غير مسبوقة وقد تلجأ للاقتراض. تاريخ الاسترداد 08 جوان، 2021، من عربي SPUTNIK: https://arabic.sputniknews.com/arab_world/202102141
83. عبد الوهاب بوكرواح. (21 نوفمبر، 2018). الجزائر اليوم. تاريخ الاسترداد 06 مارس، 2020، من المعدل الرسمي عند 4.2 %، جدل حول أرقام التضخم الحقيقي في الجزائر.: <https://www.aljazairalyoum.com/%D8%A7%D9%84>
84. علي حسن. (10 12، 2019). طبع 12 مليار جنيه في شهر واحد.. السيسي خربها بالفروض والبنكوت. تاريخ الاسترداد 14 01، 2021، من بوابة الحرية والعدالة: <https://www.fj-p.com/%D8%B7%D8%A8%D8%B9-12-%D9%85>
85. عمر محمد. (11 08، 2019). طباعة العملة بدون غطاء.. ورقة ال 200 جنيه تكشف لغز السيولة النقدية للعسكر. تاريخ الاسترداد 14 01، 2021، من بوابة الحرية والعدالة: <https://www.fj-p.com/%D8%B7%D8%A8%D8%A7%D8%B9%D>
86. المازن حمود. (جوان، 2018). البنك المركزي الأوروبي يعلن قرب نهاية سياسته لدعم اقتصادات اليورو: سياسة التيسير الكمي ما لها وما عليها. تاريخ الاسترداد 08 فيفري، 2020، من اتحاد المصارف العربية: <http://www.uabonline.org/en/ma>
87. نهى النحاس. (17 جويلية، 2017). كيف تحول اقتصاد فنزويلا من القوة إلى حافة الانهيار؟ تم الاسترداد من مباشر TM: <https://www.mubasher.info/news/3133367/%D9%83%D9%8A%D9%81-%D8%AA%D8%AD>
88. وزارة الفلاحة والتنمية الريفية. (2018). الإحصائيات الفلاحية. تاريخ الاسترداد 5 ديسمبر، 2021، من <http://madrp.gov.dz/ar/%D8%A7%D9%84%D8%A5%D8%AD%D8%B5%D8%A7%D8%A6%D9%8>.

قائمة المراجع باللغة الأجنبية:

Livres :

89. Frederic, m., Christian, B., Pierre-cyrille, h., Dominique, l., & Ragot, X. (2010). *Monnaie, banque et marchés financiers* (éd. 9). paris: Pearson education france.
88. Gregory mankiw, M. P. (s.d.). *Principes de l'économie*.
90. Gregory N, m. (2010). *Macroéconomie* (éd. 7th). ETATS-UNIS: WORTH PUBLISHERS, NEW YORK.
91. J. Baumol, W., & S. Blinder, A. (1998). *Economics-principales and Policy* (éd. 7). Harcourt Brace collage Publisher.
92. Josh Ryan-Collins, R. W. (2013). *Strategic quantitative easing: Stimulating investment to rebalance the economy*. (M. Murphy, Éd.) © July 2013 nef (the new economics foundation). Récupéré sur www.neweconomics.org
92. landais, B. (2008). *lecon de politique monétaire*. de Boeck, bruxelles.
93. Samuelson, A. (1985). *les grands courants de la pensée économique*. ALGER: office des publication universitaires, Alger.

Thèses:

94. Ásgeirsdóttir, K. (2014). Quantitative Easing-Economic & Financial Effects of an Unconventional Monetary Policy (Master's Thesis). 1-101. M.Sc. Economics & Business Administration, Cand. Merc. Finance & Strategic Management.

- 95.MOUSSA, Z. (2010, décembre 6). Assouplissement quantitatif ; quels enseignements tirer de l'expérience japonaise ? (Thèse pour le Doctorat ès Sciences Economiques). 1-182. France, Marseille: UNIVERSITÉ DE LA MÉDITERRANÉE (AIX-MARSEILLE II) Faculté des Sciences Economiques et de Gestion; Ecole Doctorale de Sciences Economiques et de Gestion d'Aix-Marseille n°372.
- 96.PICAULT, M. (2017). Three Essays on the Transmission of Monetary Policy in the Euro Area (Thèse pour le Doctorat ès Sciences Economiques). 166. Marseille: Université École Doctorale 372 - Sciences Économiques et de Gestion.
- Articles:**
- 97.AKACEM, K., & SELKA, A. (2015). *Les Politiques Monétaires Dans Le Monde Avant Et Apres La Crise Financiere Et Economique Mondiale De 2008* (Vol. 18). Alger: Recherches économiques et managériale.
- 98.Blinder, A. S. (2010). *Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies*. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, November/December 2010, 92(6). pp. 465-479.
- 99.Bowdler, C., & Radia, A. (2012). *Unconventional monetary policy: the assessment* (éd. 4, Vol. 28). Oxford Review of Economic Policy. Récupéré sur <https://doi.org/10.1093/oxrep/grs037>
- 100.Brainard, L. (2015, décembre 1). Normalizing Monetary Policy When the Neutral Interest Rate Is Low. *Stanford Institute for Economic Policy Research*, pp. 1-15.
- 101.Fawley, B. W., & Neely, C. J. (2013). Four Stories of Quantitative Easing. 95(1), pp. 51-88.
- 102.Fischer, S., & Chairman, V. (2015). *Conducting Monetary Policy with a Large Balance Sheet*. New York: 2015 U.S. Monetary Policy Forum Sponsored by the University of Chicago Booth School of Business. Récupéré sur <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/fis>.
- 103.Galiana, L. (2015). AUX LIMITES DES POLITIQUES MONÉTAIRES. *idées économiques et sociales*, 2(180), pp. 14-23. Récupéré sur <https://www.cairn.info/revue-idees-economiques-et-sociales-2015-2-page-14.htm>.
- 104.Gallant, N. (2019, janvier 30). *Venezuela : comment le pays en est arrivé là (et comment il pourrait s'en sortir) ?* Consulté le février 08, 2020, sur capital: <https://www.capital.fr/economie-politique/venezuela-comment-le-pays-en-est-arrive-la-et-comment-il-pourrait-sen-sortir-1325590>
- 105.Gertler, M., & Karadi, P. (2010). Model of Unconventional Monetary Policy. pp. 17-34. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2010.10.004>
- 106.Haan, L. d., & End, J. W. (2018, February 03). The signalling content of asset prices for inflation: Implications for quantitative easing. pp. 45-63. Récupéré sur <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2017.08.006>
- 107.HELMUT, L. (2011, Octobre 13). VECTOR Autoregressive Models. *European university press*, pp. 1-28.
- 108.Hohberger, S., Priftis, R., & Vogel, L. (2019, 17 September). The macroeconomic effects of quantitative easing in the euro area: Evidence from an estimated DSGE model. *Journal of Economic Dynamics & Control*, pp. 1-31. Récupéré sur <https://doi.org/10.1016/j.jedc.2019.103756>

109. Joyce, M. A., & Spaltro, M. (2014). Quantitative easing and bank lending: a panel data approach. Récupéré sur www.bankofengland.co.uk/research/pages/workingpapers/default.aspx
110. Joyce, M., Miles, D., Scott, A., & Vayanos, D. (2012). QUANTITATIVE EASING AND UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY – AN INTRODUCTION. *The economic journal*(122 (November)), pp. F271–F288.
111. Kanga, D. (2017). QUELS SONT LES ENSEIGNEMENTS DES POLITIQUES MONÉTAIRES NON CONVENTIONNELLES ? *Revue française d'économie*, XXXII, pp. 3-36. Récupéré sur <https://www.cairn.info/revue-francaise-d-economie-2017-2-page-3.htm>.
112. Kawai, M. (2015). *International Spillovers of Monetary Policy: US Federal Reserve's Quantitative Easing and Bank of Japan's Quantitative and Qualitative Easing* (éd. 512). Tokyo 100-6008, Japan: ADBI Working Paper Series. Récupéré sur www.adbi.org.
113. Koeda, J. (2019, March 06). Macroeconomic effects of quantitative and qualitative monetary easing measures. pp. 121-141. Récupéré sur <https://doi.org/10.1016/j.jjie.2018.12.006>.
114. Krishnamurthy, A., & Vissing-Jorgensen, A. (2011). *The effects of quantitative easing on interest rates: channel and implications for policy*. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH. Récupéré sur <http://www.nber.org/papers/w17555>.
115. Raffinot, T. (2015). *Understanding the Impact of Large Scale Asset Purchases on Long-Term Government Bond Yields: The Quantitative Easing Paradox*. SSRN. Récupéré sur https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2492028.
116. Rogoff, K. (2015). Was quantitative easing best way to boost US economy? *The US Federal Reserve building in Washington, D.C*, 1-7.
117. Ryou, J. W., Baak, S. J., & Kim, W. J. (2019, February 20). Effects of Japanese quantitative easing policy on the economies of Japan and Korea. pp. 241-252. Récupéré sur <https://doi.org/10.1016/j.najef.2019.02.007>.
118. Schaible, A. A. (2014). Quantitative Easing Effect on Shadow Banking: Have Federal Reserve Purchases Caused a Collateral Shortage in the Repurchase Agreement Market? pp. 1-66.
119. Schenkelberg, H., & Watzka, S. (2013). Real effects of quantitative easing at the zero lower bound: Structural VAR-based evidence from Japan. 327-357. Récupéré sur <http://dx.doi.org/10.1016/j.jimonfin.2012.11.020>.
120. TRICHET, J.-C. (2010). State of the Union: The Financial Crisis and the ECB's Response between 2007 and 2009. 48, 7-19.
121. Trichet, J.-C. (2013). Unconventional Monetary Policy Measures: Principles—Conditions—Raison d'être. *International Journal of Central Banking*, January 2013, 9, 229-250.
122. Ugai, H. (2007). Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses. pp. 1-48.

Lois et décrets:

123. Banque d'Algérie. (Instruction n° 02-2002, 2002, Avril 11). INSTRUCTION N°02-2002 DU 11 AVRIL 2002 PORTANT INTRODUCTION DE LA REPRISE DE LIQUIDITE SUR LE MARCHE MONETAIRE. Alger: Banque d'Algérie. Récupéré sur <https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/instructions2002/instruction022002.pdf>.
124. Banque d'Algérie. (Instruction n° 73-94 ,1994, NOVEMBRE 28). INSTRUCTION N°73-94 DU 28 NOVEMBRE 1994 RELATIVE AU REGIME DE RESERVES OBLIGATOIRES. Alger: Banque d'Algérie.
125. Banque d'Algérie. (Instruction n°04-2005 ,2005, juin 14). Instruction n°04-2005 du 14 juin 2005 relative à la facilité de dépôt rémunère. Alger: Banque d'Algérie. Récupéré sur https://www.bank-of-algeria.dz/html/legist35.htm#INSTRUCTION_N%C2%B004-2005.
126. Banque d'Algérie. (Instruction n°16-94, 1994, Avril 09). Instruction n°16-94 du 09 avril 1994 relative aux instruments de conduite de la politique monétaire et au refinancement des banques. Alger. Récupéré sur https://www.bank-of-algeria.dz/html/legist10_5.htm#INSTRUCT.

Rapports:

127. Banque d'algerie. (2019). *Point de situation sur le financement non conventionnel*. alger: Banque d'algerie.
128. Banque d'algerie. (2020, Avril 29). Communiqué de presse. 1-2. Alger: Banque d'Algérie. Récupéré sur <https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/communiqu30042020.pdf>.
129. Michael Joyce, Matthew Tong, & Robert Woods. (2011). *The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact*. England: Bank of England Quarterly Bulletin 2011 Q3. Récupéré sur <https://ssrn.com/abstract=1933696>.

Sites Web:

130. Mehenni, O. (2021, 04 05). *BM : La dette publique de l'Algérie a atteint 51,4% du PIB en 2020*. Consulté le 04 30, 2021, sur ALGERIE ECO: <https://www.algerie-eco.com/2021/04/05/bm-la-dette-publique-de-lalgerie-a-atteint-514-du-pib-en-2020/>
131. Ministère de l'Industrie et des Mines. (Bulletin d'information Statistique de la PME ,2012,2016,2017,2018). Bulletin d'information Statistique de la PME. n°31. Alger, Direction Générale de la Veille Stratégique, des Etudes et des Systèmes d'Information., Alger: Ministère de l'Industrie et des Mines. Récupéré sur https://www.industrie.gov.dz/IMG/pdf/Bulletin_statistique.
132. Neely, C. J. (2015, decembre 9). Unconventional monetary policy had large international effects. pp. 101-111. Récupéré sur <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.11.019>.
133. Souad, A. (2006). *Macro économie*. Université virtuelle de tunis.

الملاحق

الملحق رقم (1-1): متغيرات الدراسة

	مليار دج M2	(%)DC	مليار دج LB	مليار دج PIB	(%)INF	UMP	(%)TCH	مليار دج SB	مليار دج DP	مليار دج BC
1990	343.3240	10.5000	4.5800	8696.112232	16.6525344	1279981.1	8.957508333	14.1000		35.2610
1991	414.7450	11.5000	3.9000	8591.758834	25.8863869	1385436.73	18.472875	16.1000	672.222	94.3480
1992	544.4560	11.5000	11.1400	8746.410691	31.6696619	1699900.13	21.836075	-108.2670	669.8	60.4630
1993	584.1830	11.5000	39.6000	8562.736	20.5403261	1903403.03	23.34540667	-162.6780	850.014	34.5170
1994	675.9280	15.0000	16.8100	8485.671672	29.0476561	2091862.03	35.05850083	-107.1030	1467.64	-15.8040
1995	739.8950	15.0000	6.3900	8808.126753	29.7796265	2482654.27	47.66272667	-147.8860	2313.08	-14.7420
1996	848.25	13.0000	14.2000	9169.259815	18.6790759	2298806.68	54.74893333	-64.3000	1540.17	242.4850
1997	1003.136	12.0000	21.8200	9270.121667	5.73352275	2098349.33	57.70735	-7.3000	578.3	290.1880
1998	1199.476	11.0000	7.8700	9742.898207	4.95016164	2270042.03	58.73895833	-186.4000	616.2	36.5170
1999	1366.769	9.5000	5.6900	10054.6711	2.64551113	2459650.63	66.573875	-61.6000	727.4	229.8430
2000	1559.914	8.5000	63.7100	10436.7486	0.33916319	2643441.14	75.25979167	-53.1980	1022.9	966.7900
2001	2403.069491	6.0000	198.9600	10749.85106	4.22598835	2486143.57	77.21502083	68.709	1001.5	715.4730
2002	2836.874368	5.5000	306.7400	11351.84272	1.41830192	2415820.43	79.6819	26.038	982.5	544.1520
2003	3299.459519	4.5000	623.4000	12169.1754	4.26895396	2263907.01	77.394975	-164.6240	981.8	854.6120
2004	3644.293408	4.0000	682.8300	12692.44994	3.9618003	1723374.59	72.06065	-285.3720	1000	1023.0480
2005	4070.442631	4.0000	732.0000	13441.30448	1.38244657	1524734.24	73.27630833	-338.0450	1038.9	1927.9040
2006	4870.071993	4.0000	1146.8900	13669.80666	2.31149919	1251068.46	72.64661667	-611.0890	1847.3	2420.4600
2007	5994.607617	4.0000	2001.1800	14134.58009	3.67899575	1434381.05	69.2924	-1159.5190	1103.9	2297.3340
2008	6955.967774	4.0000	2845.9500	14473.81001	4.85859063	1201000.28	64.5828	-1288.6030	734	2522.9860
2009	7292.694703	4.0000	2447.3600	14705.39097	5.73706036	1097411.98	72.64741667	-970.9720	816.3	492.8310
2010	8280.740466	4.0000	2549.7100	15234.78504	3.91106196	11029999.4	74.38598333	-1392.2960	1107.4	1321.7800
2011	9929.18774	4.0000	2845.1000	15676.59381	4.52421151	1124999.13	72.93788333	-2363.7590	1214.8	1931.6300
2012	11015.13477	4.0000	2876.2600	16209.598	8.89145091	1265135.87	77.53596667	-3254.1430	1312.1	1549.9700
2013	11941.50759	4.0000	2692.9900	16663.46674	3.25423911	1178721.87	79.3684	-2128.8160	1176.6	848.5510
2014	13663.9117	4.0000	2730.9000	17296.67848	2.91692692	1182819.82	80.57901667	-3068.0210	1239	737.8890
2015	13704.51142	4.0000	1846.6970	17936.65558	4.78444701	1331602.83	100.6914333	-3103.8900	2493	-1711.6230
2016	13816.30933	3.5000	826.8150	18510.62856	6.3976948	1242230.26	109.4430667	-2285.9130	3990.7	-1953.7910
2017	14974.23418	3.7500	1387.2700	18751.26673	5.59111591	1495684.92	110.9730167	-1234.7450	5358.6	-1593.3100
2018	16636.71247	3.7500	1583.0090	18976.28193	4.2699902	1496875.38	116.5937917	-1585.1020	7415.2	-869.5600
2019	16495.35023	3.7500	1123.9440	19128.09219	1.95176821	1501824.32	119.3535583	-1138.9770	9356.16	-729.2200
2020	17682.7	3.0000	632.3000	18079.683	2.42	1569354.82	126.82	-1533.0000	9440.95	-1344.2900

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: -بيانات البنك الدولي، <https://data.albankaldawli.org/country/DZ>

-التقارير السنوية لبنك الجزائر، <https://www.bank-of-algeria.dz>

-الوضعيات الشهرية لبنك الجزائر، https://www.bank-of-algeria.dz/html/bulletin_statistique.htm

الملحق رقم (1-2): المتغيرات المأخوذة في النموذج القياسي

	M2	DC	LB	PIB	IINF	UMP	TCH	SB	DP	BC
1990	11.4157	10.5000		0.8000	16.6525	19.8000	8.9575	274.0000		17.7069
1991	20.8028	11.5000	0.1500	1.2000	25.8864	20.6000	18.4729	14.0000	79.6000	167.5700
1992	31.2749	11.5000	1.8600	1.8000	31.6697	24.3800	21.8361	772.0000	63.9000	35.9100
1993	7.2966	11.5000	2.5500	2.1000	20.5403	26.2300	23.3454	50.0000	72.9000	24.9100
1994	15.7048	15.0000	0.5800	0.9000	29.0477	27.7400	35.0585	34.0000	98.4000	145.7900
1995	9.4636	15.0000	0.6200	3.8000	29.7796	31.8400	47.6627	38.0000	116.2000	6.7200
1996	14.6446	13.0000	1.2200	4.1000	18.6791	28.5600	54.7489	57.0000	98.1000	1,744.8600
1997	18.2595	12.0000	0.5400	1.1000	5.7335	25.4300	57.7074	89.0000	20.8000	19.6730
1998	19.5726	11.0000	0.6400	5.1000	4.9502	26.8300	58.7390	2,453.0000	21.8000	87.4200
1999	13.9472	9.5000	0.2800	3.2000	2.6455	28.3700	66.5739	67.0000	22.4000	529.4140
2000	14.1315	8.5000	10.2000	3.8000	0.3392	29.7700	75.2598	14.0000	25.0000	320.6310
2001	54.0514	6.0000	2.1200	3.0000	4.2260	27.3000	77.2150	229.0000	23.6000	25.9900
2002	18.0521	5.5000	0.5400	5.6000	1.4183	25.9000	79.6819	62.0000	21.7000	23.9500
2003	16.3062	4.5000	1.0300	7.2000	4.2690	23.7200	77.3950	732.0000	18.7000	57.0540
2004	10.4512	4.0000	0.1000	4.3000	3.9618	17.6500	72.0607	73.0000	16.3000	19.7090
2005	11.6936	4.0000	0.0700	5.9000	1.3824	15.2700	73.2763	18.0000	13.7000	88.4470
2006	19.6448	4.0000	0.5700	1.7000	2.3115	12.2700	72.6466	81.0000	21.7000	25.5490
2007	23.0907	4.0000	0.7400	3.4000	3.6790	13.7900	69.2924	90.0000	11.8000	5.0900
2008	16.0371	4.0000	0.4200	2.4000	4.8586	11.3300	64.5828	11.0000	6.6000	9.8220
2009	4.8408	4.0000	0.1400	1.6000	5.7371	10.1600	72.6474	25.0000	8.2000	80.4700
2010	13.5484	4.0000	0.0400	3.6000	3.9111	9.9600	74.3860	43.0000	9.2000	168.2010
2011	19.9070	4.0000	0.1200	2.9000	4.5242	9.9600	72.9379	70.0000	8.3000	46.1390
2012	10.9369	4.0000	0.0100	3.4000	8.8915	10.9700	77.5360	38.0000	8.1000	19.7600
2013	8.4100	4.0000	0.0600	2.8000	3.2542	9.8200	79.3684	35.0000	7.1000	45.2500
2014	14.4237	4.0000	0.0100	3.8000	2.9169	10.2100	80.5790	44.0000	7.2000	13.0400
2015	0.2971	4.0000	0.3200	3.7000	4.7844	11.2100	100.6914	1.0000	14.9000	331.9600
2016	0.8158	3.5000	0.5500	3.2000	6.3977	10.2000	109.4431	26.0000	22.8000	14.1500
2017	8.3809	3.7500	0.6800	1.3000	5.5911	12.0000	110.9730	46.0000	28.8000	18.4500
2018	11.1023	3.7500	0.1400	1.2000	4.2700	11.8900	116.5938	28.0000	36.6000	45.4240
2019	0.8497	3.7500	0.2900	0.8000	1.9518	11.8100	119.3536	28.0000	45.8000	16.1390
2020	7.1981	3.0000	0.4400	5.4000	2.4200	12.8300	126.8200	35.0000	53.1000	84.3500

الملحق رقم (2-1): نتائج اختبار جذور الوحدة باستخدام اختباري (PP و ADF)

UNIT ROOT TEST TABLE (PP)											
At Level		BC	DC	DP	INF	LB	M2	PIB	SB	TCH	UMP
With Con...	t-Statistic	-5.3111	-0.8707	-1.7016	-1.4656	-4.6784	-4.2886	-2.1595	-6.0816	-1.0112	-0.8862
	Prob.	0.0001	0.7835	0.4199	0.5369	0.0008	0.0021	0.2244	0.0000	0.7363	0.7786
		***	n0	n0	n0	***	***	n0	***	n0	n0
With Con...	t-Statistic	-5.8348	-1.7605	-0.6971	-2.0515	-4.9876	-5.2363	-1.5477	-13.9630	-1.8147	-2.1841
	Prob.	0.0002	0.6984	0.9638	0.5506	0.0020	0.0010	0.7895	0.0000	0.6723	0.4808
		***	n0	n0	n0	***	***	n0	***	n0	n0
Without C...	t-Statistic	-5.1296	-1.3596	-1.3995	-1.4823	-4.3486	-2.1115	-1.4926	-5.6053	2.2182	-0.7480
	Prob.	0.0000	0.1577	0.1470	0.1269	0.0001	0.0353	0.1245	0.0000	0.9921	0.3839
		***	n0	n0	n0	***	**	n0	***	n0	n0
At First Difference		d(BC)	d(DC)	d(DP)	d(INF)	d(LB)	d(M2)	d(PIB)	d(SB)	d(TCH)	d(UMP)
With Con...	t-Statistic	-27.0484	-3.9224	-4.0238	-5.6109	-22.9933	-20.3270	-7.4857	-20.9784	-3.8670	-3.8110
	Prob.	0.0001	0.0055	0.0045	0.0001	0.0001	0.0001	0.0000	0.0001	0.0063	0.0073
		***	***	***	***	***	***	***	***	***	***
With Con...	t-Statistic	-26.7897	-3.8657	-5.8007	-5.8153	-22.6089	-22.3310	-8.8426	-21.3196	-3.7527	-3.7414
	Prob.	0.0000	0.0270	0.0003	0.0003	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0344	0.0353
		***	**	***	***	***	***	***	***	**	**
Without C...	t-Statistic	-25.1332	-3.6835	-4.1499	-5.5915	-19.8828	-16.8854	-7.6139	-21.7618	-2.9511	-3.8486
	Prob.	0.0000	0.0006	0.0002	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0046	0.0004
		***	***	***	***	***	***	***	***	***	***

UNIT ROOT TEST TABLE (ADF)

At Level		BC	DC	DP	INF	LB	M2	PIB	SB	TCH	UMP
With Con...	t-Statistic	-2.5910	-1.9498	-1.8390	-1.5142	-4.6691	-4.2848	-1.3658	-5.9588	-0.9671	-0.6146
	Prob.	0.1067	0.3053	0.3551	0.5129	0.0008	0.0022	0.5849	0.0000	0.7519	0.8528
		n0	n0	n0	n0	***	***	n0	***	n0	n0
With Con...	t-Statistic	-3.0043	-5.8759	-1.2715	-1.9110	-4.9836	-5.2320	-1.9261	-6.1785	-3.4340	-1.9740
	Prob.	0.1493	0.0003	0.8751	0.6240	0.0020	0.0010	0.6162	0.0001	0.0704	0.5914
		***	***	n0	n0	***	***	n0	***	*	n0
Without C...	t-Statistic	-2.3923	-2.3797	-1.4688	-1.4783	-4.3403	-2.1115	-1.0188	-5.6014	3.0318	-0.7658
	Prob.	0.0187	0.0197	0.1299	0.1278	0.0001	0.0353	0.2699	0.0000	0.9989	0.3760
		**	**	n0	n0	***	**	n0	***	n0	n0
At First Difference		d(BC)	d(DC)	d(DP)	d(INF)	d(LB)	d(M2)	d(PIB)	d(SB)	d(TCH)	d(UMP)
With Con...	t-Statistic	-7.6165	-4.4384	-4.1149	-5.6109	-6.6125	-6.6022	-7.3368	-5.0689	-3.8984	-3.8407
	Prob.	0.0000	0.0021	0.0036	0.0001	0.0000	0.0000	0.0000	0.0004	0.0059	0.0068
		***	***	***	***	***	***	***	***	***	***
With Con...	t-Statistic	-7.4753	-3.5739	-4.1663	-5.5828	-6.4700	-6.4460	-7.9489	-4.9898	-3.7892	-3.7645
	Prob.	0.0000	0.0548	0.0143	0.0005	0.0001	0.0001	0.0000	0.0026	0.0319	0.0336
		***	*	**	***	***	***	***	***	**	**
Without C...	t-Statistic	-7.7665	-3.9747	-4.2010	-5.5661	-6.7284	-6.6553	-7.4553	-2.8091	-3.0500	-3.8692
	Prob.	0.0000	0.0004	0.0002	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0071	0.0036	0.0004
		***	***	***	***	***	***	***	***	***	***

Notes: (*)Significant at the 10%; (**)Significant at the 5%; (***) Significant at the 1%. and (no) Not Significant
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

This Result is The Out-Put of Program Has Developed By:
Dr. Imadeddin AlMosabbeh
College of Business and Economics
Qassim University-KSA

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

الملحق رقم (2-2): نتائج اختبار Zivot-Andrews

Unit root test results

Unit Root with Break Test on DC		
Null Hypothesis: DC has a unit root		
Trend Specification: Intercept only		
Break Specification: Intercept only		
Break Type: Additive outlier		
Break Date: 2004		
Break Selection: Minimize Dickey-Fuller t-statistic		
Lag Length: 6 (Automatic - based on Schwarz information criterion, maxlag=7)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.018600	< 0.01
Test critical values:	1% level	-4.949133
	5% level	-4.443649
	10% level	-4.193627
*Vogelsang (1993) asymptotic one-sided p-values.		

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

الملحق رقم (1-3): نتائج تقدير النموذج VAR

Vector Autoregression Estimates						
Date: 03/11/21 Time: 21:04						
Sample (adjusted): 1993-2020						
Included observations: 28 after adjustments						
Standard errors in () & t-statistics in []						
	D(BC)	D(DP)	D(INF)	LB	D(PIB)	SB
D(BC(-1))	-0.885250 (0.14487) [-6.11063]	-0.028868 (0.00536) [-5.01147]	-0.005064 (0.00188) [-2.68974]	0.002131 (0.00110) [1.93407]	-0.002022 (0.00105) [-1.93507]	0.457065 (0.09249) [4.94154]
D(DP(-1))	21.28105 (5.15167) [4.13091]	0.613687 (0.19065) [3.21891]	0.164293 (0.06695) [2.45384]	-0.046651 (0.03918) [-1.19069]	0.008568 (0.03716) [0.23056]	13.88353 (3.28915) [4.22101]
D(INF(-1))	-4.629662 (18.1894) [-0.25452]	-0.577490 (0.67315) [-0.85790]	-0.443118 (0.23640) [-1.87446]	0.176068 (0.13834) [1.27276]	0.131808 (0.13121) [1.00456]	20.92014 (11.6133) [1.80140]
LB(-1)	-143.5855 (50.4101) [-2.84835]	2.647072 (1.86555) [1.41892]	0.281211 (0.65515) [0.42923]	-0.161477 (0.38338) [-0.42119]	-0.623715 (0.36363) [-1.71524]	77.89762 (32.1850) [2.42031]
D(PIB(-1))	48.64056 (35.7979) [1.35875]	0.078306 (1.32479) [0.05911]	-0.362589 (0.46524) [-0.77935]	-0.115669 (0.27225) [-0.42486]	-0.411591 (0.25823) [-1.59391]	-21.94006 (22.8556) [-0.95994]
SB(-1)	-0.064279 (0.13221) [-0.48619]	-0.001262 (0.00489) [-0.25784]	-0.000561 (0.00172) [-0.32672]	0.000176 (0.00101) [0.17516]	0.001175 (0.00095) [1.23236]	-0.184192 (0.08441) [-2.18207]
C	-305.9973 (183.861) [-1.66429]	11.76408 (6.80423) [1.72894]	0.703920 (2.38953) [0.29459]	-0.807167 (1.38831) [-0.57724]	-3.020847 (1.32627) [-2.27770]	9.799834 (117.388) [0.08348]
DC	31.05475 (18.1886) [1.70737]	-0.396196 (0.67312) [-0.58860]	-0.465353 (0.23639) [-1.96860]	0.020620 (0.13833) [0.14908]	0.231452 (0.13120) [1.76407]	-16.50642 (11.6128) [-1.42140]
D(TCH)	0.852134 (15.2000) [0.04290]	-0.248351 (0.56252) [-0.43883]	0.073364 (0.19755) [0.37139]	0.062013 (0.11560) [0.53644]	0.066048 (0.10964) [0.60239]	8.444175 (9.70465) [0.66403]
D(UMP)	-74.47711 (36.3926) [-2.04649]	2.141065 (1.34680) [1.58974]	0.248963 (0.47297) [0.52638]	0.124359 (0.27678) [0.44931]	-0.103736 (0.26252) [-0.39516]	-9.350679 (23.2353) [-0.40243]
M2	13.12773 (11.3800) [1.15358]	-0.716338 (0.42115) [-1.70092]	0.041708 (0.14790) [0.28200]	0.099867 (0.08655) [1.15389]	0.128449 (0.08209) [1.56474]	-6.589162 (7.26573) [-0.90688]

R-squared	0.791805	0.751447	0.580575	0.250498	0.524744	0.906825
Adj. R-squared	0.669337	0.605239	0.333854	-0.190386	0.245181	0.852017
Sum sq. resids	1439709	1971.765	243.1769	83.27330	74.91395	586875.7
S.E. equation	291.0134	10.76969	3.782132	2.213240	2.099215	185.8012
F-statistic	6.465403	5.139586	2.353167	0.568173	1.877018	16.54531
Log likelihood	-191.5987	-99.29300	-69.99247	-54.98921	-53.50818	-179.0354
Akaike AIC	14.47134	7.978071	5.785176	4.712515	4.607727	13.57396
Schwarz SC	14.99470	8.401437	6.308542	5.226881	5.131093	14.09732
Mean dependent	-1.730000	-0.385714	-1.044631	0.613571	-0.257143	-114.8929
S.D. dependent	506.0808	17.14100	4.633958	2.028545	2.416215	482.9946
Determinant resid covariance (dof adj.)		1.89E+13				
Determinant resid covariance		9.48E+11				
Log likelihood		-624.4735				
Akaike information criterion		49.31954				
Schwarz criterion		52.45973				
Number of coefficients		66				

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

الملحق رقم (3-2): درجة التأخير لسلسلة النموذج VAR

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-715.8521	NA	5.65e+15	53.27515	54.70252	53.71151
1	-624.4735	110.9597*	1.38e+14*	49.31954*	52.45973*	50.27953*

* indicates lag order selected by the criterion
 LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
 FPE: Final prediction error
 AIC: Akaike information criterion
 SC: Schwarz information criterion
 HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

الملحق رقم (3-3): نتائج اختبار استقراره النموذج VAR

Root	Modulus
-0.357003 - 0.795051i	0.871526
-0.357003 + 0.795051i	0.871526
-0.490809 - 0.314849i	0.583115
-0.490809 + 0.314849i	0.583115
0.111842 - 0.154255i	0.190534
0.111842 + 0.154255i	0.190534

No root lies outside the unit circle.
 VAR satisfies the stability condition.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

الملحق رقم (4-1): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي

VAR Residual Normality Tests
Orthogonalization: Cholesky (Lutkepohl)
Null Hypothesis: Residuals are multivariate normal
Date: 08/11/21 Time: 21:05
Sample: 1990 2020
Included observations: 28

Component	Jarque-Bera	df	Prob.
1	2.779687	2	0.2491
2	1.239360	2	0.5381
3	1.464114	2	0.4809
4	18.21017	2	0.0001
5	13.33268	2	0.0013
6	0.303979	2	0.8590
Joint	37.32998	12	0.0002

*Approximate p-values do not account for coefficient estimation

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

الملحق رقم (4-2): نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

VAR Residual Serial Correlation LM Tests						
Date: 08/11/21 Time: 21:05						
Sample: 1990 2020						
Included observations: 28						
Null hypothesis: No serial correlation at lag h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	38.71059	36	0.3483	1.063540	(36, 29.1)	0.4362
2	38.64974	36	0.3508	1.061071	(36, 29.1)	0.4387
Null hypothesis: No serial correlation at lags 1 to h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	38.71059	36	0.3483	1.063540	(36, 29.1)	0.4362
2	NA	72	NA	NA	(72, NA)	NA

*Edgeworth expansion corrected likelihood ratio statistic.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

الملحق رقم (4-3): نتائج اختبار عدم ثبات تباين الأخطاء

VAR Residual Heteroskedasticity Tests (Levels and Squares)		
Date: 08/11/21 Time: 21:05		
Sample: 1990 2020		
Included observations: 28		
Joint test:		
Chi-sq	df	Prob.
425.5943	420	0.4148

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

الملحق رقم (5-1): نتائج دوال الاستجابة الدفعية الفورية لمتغيرات الدراسة

Period	D(BC)	D(DP)	D(INF)	LB	D(PIB)	SB
1	0.000000 (0.000000)	0.000000 (0.000000)	0.000000 (0.000000)	10.00000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)
2	-1435.855 (504.101)	26.47072 (18.6555)	2.812108 (6.55151)	-1.614768 (3.83383)	-6.237146 (3.63631)	778.9762 (321.850)
3	1699.803 (1002.50)	47.45380 (19.4963)	11.74447 (6.22527)	-2.680064 (3.15447)	7.990842 (4.64297)	-362.3671 (649.680)
4	247.5333 (1083.25)	-29.34231 (24.3322)	-9.463690 (7.26002)	2.920858 (3.24524)	-3.525978 (5.81530)	1364.097 (701.777)
5	-1478.332 (1048.42)	-13.45779 (23.4507)	-0.546706 (7.69142)	0.406518 (3.23052)	-0.766647 (5.23876)	-438.5855 (786.858)
6	957.3598 (1254.52)	33.34602 (24.4787)	6.156368 (6.91601)	-2.672857 (2.82239)	2.348619 (4.38898)	-744.7015 (664.785)
7	379.5243 (1166.06)	-14.76543 (28.3219)	-3.282928 (7.39565)	1.597151 (3.42635)	-1.013612 (3.94235)	906.7581 (768.620)
8	-971.9150 (1232.84)	-14.35807 (25.9038)	-2.585518 (6.65809)	0.938584 (3.11097)	-0.839954 (3.37206)	-120.5728 (755.966)
9	398.9301 (1268.56)	21.36600 (28.2452)	4.344953 (6.62435)	-1.932121 (2.95499)	1.120181 (3.40891)	-583.9077 (738.702)
10	450.8664 (1103.84)	-4.405704 (28.0251)	-1.057017 (6.97516)	0.697931 (3.24987)	0.006820 (3.08885)	502.3362 (822.633)

User Specified (SHOCK)
Standard Errors: Analytic

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

الملحق رقم (5-2): نتائج دوال الاستجابة الدفعية التراكمية لمتغيرات الدراسة

Period	D(BC)	D(DP)	D(INF)	LB	D(PIB)	SB
1	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	10.00000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)
2	-1435.855 (504.101)	26.47072 (18.6555)	2.812108 (6.55151)	8.385232 (3.83383)	-6.237146 (3.63631)	778.9762 (321.850)
3	263.9478 (638.576)	73.92462 (33.4512)	14.55658 (7.45985)	5.705168 (3.60160)	1.753696 (4.29628)	416.6091 (687.789)
4	511.4811 (638.101)	44.58221 (38.0108)	5.092887 (7.39784)	8.626026 (2.29702)	-1.772282 (3.28001)	1780.707 (730.917)
5	-966.8507 (787.535)	31.12441 (32.6667)	4.546181 (7.35558)	9.032543 (3.71762)	-2.538930 (3.86072)	1342.121 (887.869)
6	-9.490951 (723.759)	64.47043 (36.5786)	10.70255 (8.01566)	6.359686 (4.09708)	-0.190310 (3.81594)	597.4196 (911.709)
7	370.0334 (722.293)	49.70500 (41.2200)	7.419622 (7.57019)	7.956838 (2.46054)	-1.203923 (2.61608)	1504.178 (768.179)
8	-601.8816 (859.307)	35.34693 (34.7916)	4.834104 (6.92511)	8.895422 (3.30836)	-2.048977 (3.02813)	1393.605 (911.035)
9	-202.9515 (698.250)	56.71293 (34.9936)	9.179057 (7.74244)	6.963302 (4.20833)	-0.923696 (3.56909)	799.6972 (961.944)
10	247.9149 (698.208)	52.30723 (40.6743)	8.122040 (7.51729)	7.661232 (2.64820)	-0.916876 (2.52988)	1302.033 (758.471)

User Specified (SHOCK)
Standard Errors: Analytic

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

الملحق رقم (6) نتائج تفكيك تباين خطأ التنبؤ

Variance Decomposition of D(BC):							
Period	S.E.	D(BC)	D(DP)	D(INF)	LB	D(PIB)	SB
1	291.0134	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	562.5322	81.24006	0.478740	0.539949	14.79471	2.912716	0.033821
3	680.1677	62.06945	5.845255	3.859780	24.68648	3.483239	0.055791
4	719.7288	62.69693	6.334142	5.451523	22.34396	3.123484	0.049962
5	805.4506	61.23923	5.543734	4.387498	25.96823	2.810315	0.050989
6	833.4055	57.67838	6.796584	5.287959	27.52907	2.657887	0.050119
7	852.6415	58.30329	6.719996	5.546607	26.73197	2.646395	0.051741
8	880.1512	57.48194	6.597989	5.261806	27.98662	2.614993	0.056650
9	886.6583	56.66568	7.007702	5.604939	28.08857	2.576791	0.056319
10	898.2383	57.04123	6.837597	5.532648	27.94272	2.588309	0.057494

Variance Decomposition of D(DP):							
Period	S.E.	D(BC)	D(DP)	D(INF)	LB	D(PIB)	SB
1	10.76969	0.321630	99.67837	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	15.17273	8.695592	81.49012	1.546340	8.233786	0.016258	0.017907
3	19.27969	26.28956	51.64633	0.982244	19.07878	1.962204	0.040883
4	20.30214	24.31235	48.90329	2.591762	22.11395	2.020493	0.058149
5	21.23180	28.77858	44.99712	3.038128	21.15006	1.981505	0.054602
6	22.58918	30.94751	40.28389	2.821766	23.88820	1.998982	0.058733
7	22.90696	30.09808	40.09235	3.535239	24.26722	1.949052	0.058059
8	23.39147	31.81330	38.47549	3.543166	24.13514	1.973532	0.059370
9	23.84399	31.92500	37.35718	3.534663	25.15178	1.969703	0.061676
10	23.94857	31.86092	37.31002	3.788087	25.02367	1.956159	0.061146

Variance Decomposition of D(INF):							
Period	S.E.	D(BC)	D(DP)	D(INF)	LB	D(PIB)	SB
1	3.782132	25.27248	20.55366	54.17386	0.000000	0.000000	0.000000
2	4.420425	19.54532	26.09109	51.09848	0.851977	2.371360	0.041778
3	5.242761	29.08544	19.01941	36.45709	13.68136	1.726175	0.030530
4	5.655366	27.38479	19.13023	32.78491	19.16285	1.510100	0.027117
5	5.762756	27.98858	19.16745	32.68519	18.45863	1.659589	0.040567
6	5.924547	29.08550	18.24210	30.92581	19.95722	1.734222	0.055153
7	5.971331	28.63314	18.45176	30.75384	20.39775	1.707279	0.056240
8	6.045751	29.75596	18.03018	30.09109	20.30235	1.763300	0.057125
9	6.120166	29.94934	17.77147	29.43008	20.99824	1.791198	0.059679
10	6.136980	29.90017	17.85351	29.44644	20.95876	1.781635	0.059486

Variance Decomposition of LB:							
Period	S.E.	D(BC)	D(DP)	D(INF)	LB	D(PIB)	SB
1	2.213240	21.68362	25.08564	0.399011	52.83173	0.000000	0.000000
2	2.314293	20.31774	24.90359	3.829627	49.95419	0.979852	0.015002
3	2.435882	24.26051	22.55413	3.925462	47.60808	1.577282	0.074536
4	2.500192	23.71862	22.19104	4.004558	48.40147	1.592558	0.091758
5	2.542102	25.36162	21.79428	4.245738	46.86513	1.644250	0.088975
6	2.624723	27.19589	20.57681	3.998868	46.36814	1.768570	0.091724
7	2.648843	26.74916	20.69660	4.300379	46.40182	1.759574	0.092465
8	2.676046	27.73270	20.32499	4.339968	45.74430	1.766571	0.091473
9	2.711233	28.13335	19.94940	4.272414	45.77636	1.776626	0.091852
10	2.719084	27.99334	20.03761	4.432208	45.67898	1.766409	0.091453

Variance Decomposition of D(PIB):							
Period	S.E.	D(BC)	D(DP)	D(INF)	LB	D(PIB)	SB
1	2.099215	0.050649	4.475469	9.917217	1.082911	84.47375	0.000000
2	2.921950	23.34265	2.643163	5.366845	16.48896	51.73931	0.419070
3	3.651031	29.79916	6.323931	5.961918	24.19903	33.33386	0.382099
4	3.816023	29.02612	7.593449	7.964222	24.52598	30.51472	0.375509
5	3.840402	28.91099	7.693532	8.591210	24.30271	30.13246	0.379099
6	3.870431	28.97709	7.657122	8.449400	24.86994	29.67186	0.374587
7	3.880223	28.83513	7.788336	8.507723	24.94396	29.55179	0.373058
8	3.889876	29.01232	7.757635	8.491889	24.91331	29.45110	0.373741
9	3.896161	28.98977	7.768861	8.476092	25.02338	29.36787	0.374018
10	3.899089	29.04731	7.780056	8.487050	24.98581	29.32631	0.373464

Variance Decomposition of SB:							
Period	S.E.	D(BC)	D(DP)	D(INF)	LB	D(PIB)	SB
1	185.8012	6.756355	0.998220	2.788590	11.15619	3.269261	75.03138
2	396.8602	17.16697	49.22742	1.555148	13.50031	1.546001	17.00415
3	480.9990	37.88158	37.29824	1.160099	10.34505	1.724342	11.59069
4	578.1466	39.75530	27.74551	1.732540	20.13252	2.583493	8.050633
5	595.3932	37.86208	28.14165	3.642430	20.25982	2.497465	7.596557
6	635.3304	41.77984	24.71499	3.370007	21.06545	2.393028	6.676686
7	665.3727	40.84625	23.49855	3.540722	23.71175	2.308784	6.093940
8	672.3740	40.68290	23.60660	4.154146	23.31398	2.274554	5.967816
9	689.2801	41.71362	22.48360	3.967664	23.86145	2.289130	5.684535
10	697.3481	41.10259	22.38743	4.118892	24.57342	2.261421	5.556247

Cholesky Ordering: D(BC) D(DP) D(INF) LB D(PIB) SB							
--	--	--	--	--	--	--	--

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

الملاحق رقم (7) نتائج اختبار السببية لـ Granger

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests			
Date: 03/11/21 Time: 21:06			
Sample: 1990 2020			
Included observations: 28			
Dependent variable: D(BC)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(DP)	17.06439	1	0.0000
D(INF)	0.064783	1	0.7991
LB	8.113093	1	0.0044
D(PIB)	1.846214	1	0.1742
SB	0.236379	1	0.6268
All	45.03562	5	0.0000
Dependent variable: D(DP)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(BC)	25.11487	1	0.0000
D(INF)	0.735987	1	0.3909
LB	2.013335	1	0.1559
D(PIB)	0.003494	1	0.9529
SB	0.066481	1	0.7965
All	30.62706	5	0.0000
Dependent variable: D(INF)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(BC)	7.234694	1	0.0072
D(DP)	6.021351	1	0.0141
LB	0.184239	1	0.6678
D(PIB)	0.607387	1	0.4358
SB	0.106748	1	0.7439
All	10.04378	5	0.0740
Dependent variable: LB			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(BC)	3.740619	1	0.0531
D(DP)	1.417736	1	0.2338
D(INF)	1.619912	1	0.2031
D(PIB)	0.180504	1	0.6709
SB	0.030683	1	0.8610
All	4.279841	5	0.5099
Dependent variable: D(PIB)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(BC)	3.744488	1	0.0530
D(DP)	0.053155	1	0.8177
D(INF)	1.009151	1	0.3151
LB	2.942042	1	0.0863
SB	1.518703	1	0.2178
All	10.01201	5	0.0749
Dependent variable: SB			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(BC)	24.41885	1	0.0000
D(DP)	17.81693	1	0.0000
D(INF)	3.245032	1	0.0716
LB	5.857901	1	0.0155
D(PIB)	0.921487	1	0.3371
All	134.2265	5	0.0000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: EViews12

الفهرس

... فهرس المحتويات ...	
III	الإهداء
VI	الشكر والتقدير
V	الملخص
IV	فهرس المحتويات
IIIV	فهرس الجداول
X	فهرس الأشكال البيانية
IIX	قائمة الاختصارات والرموز
IIIX	قائمة الملاحق
أ	المقدمة
1	الفصل الأول: الانتقال من السياسة النقدية التقليدية إلى السياسة النقدية غير التقليدية
2	تمهيد
3	المبحث الأول: السياسة النقدية التقليدية: المفهوم، الأهداف والفعالية
3	المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية وقنوات انتقالها
3	الفرع الأول: مفهوم السياسة النقدية
4	الفرع الثاني: قنوات انتقال آثار السياسة النقدية
5	المطلب الثاني: أهداف السياسة النقدية وأدواتها
6	الفرع الأول: أهداف السياسة النقدية
9	الفرع الثاني: أدوات السياسة النقدية
14	المطلب الثالث: فعالية السياسة النقدية وشروط نجاحها
14	الفرع الأول: فعالية السياسة النقدية
16	الفرع الثاني: شروط نجاح السياسة النقدية
16	المبحث الثاني: السياسة النقدية غير التقليدية: المفهوم، قنوات الانتقال، الأهداف
16	المطلب الأول: نشأة السياسة النقدية غير التقليدية، مفهومها وأدواتها
17	الفرع الأول: نشأة السياسة النقدية غير التقليدية ومفهومها
18	الفرع الثاني: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية
21	المطلب الثاني: قنوات انتقال السياسة النقدية غير التقليدية وشروط تنفيذها
21	الفرع الأول: قنوات انتقال السياسة النقدية غير التقليدية إلى الاقتصاد الحقيقي
23	الفرع الثاني: الشروط الواجب توفرها لتنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية
24	المطلب الثالث: السياسة النقدية غير التقليدية: الفروقات والتطبيع

24	الفرع الأول: أهم الفروقات بين السياسة النقدية غير التقليدية والتقليدية
26	الفرع الثاني: تطبيع السياسة النقدية (Normalization of Monetry Policy)
27	المطلب الرابع: أهداف السياسة النقدية غير التقليدية ومخاطرها
27	الفرع الأول: أهداف البنوك المركزية من تطبيق سياسات نقدية غير تقليدية
27	الفرع الثاني: مخاطر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية
29	المبحث الثالث: تحليل أثر المعروض النقدي على النشاط الاقتصادي في إطار النظريات النقدية
29	المطلب الأول: النظرية النقدية التقليدية (التحليل الكلاسيكي)
30	الفرع الأول: معادلة التبادل لفيشر
31	الفرع الثاني: معادلة الأرصد النقدية لكامبريدج
32	المطلب الثاني: النظرية النقدية الكينزية (التحليل الكنزي)
34	المطلب الثالث: النظرية النقدية الحديثة (التحليل النقدي)
36	المطلب الرابع: نظرية التوقعات الرشيدة (مدرسة النيو كلاسيك)
37	خلاصة الفصل الأول
38	الفصل الثاني: التجارب الدولية في السياسات النقدية غير التقليدية
39	تمهيد
40	المبحث الأول: تجربة البنوك المركزية العالمية للسياسة النقدية غير التقليدية: الدوافع، البرامج والآثار
40	المطلب الأول: تجارب الدول المتقدمة في السياسة النقدية غير التقليدية
40	الفرع الأول: تجربة بنك اليابان (BOJ) للسياسة النقدية غير التقليدية
43	الفرع الثاني: تجربة بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي (FED)
45	الفرع الثالث: تجربة بنك المركزي الأوروبي (ECB)
48	الفرع الرابع: تجربة بنك إنجلترا (BOE)
51	المطلب الثاني: تجارب الدول النامية في السياسة النقدية غير التقليدية
51	الفرع الأول: تجربة فنزويلا
54	الفرع الثاني: تجربة مصر
57	المبحث الثاني: الدراسات السابقة حول الآثار الاقتصادية للسياسات النقدية غير التقليدية
57	المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة المتعلقة بالتجربة الجزائرية للسياسات النقدية غير التقليدية
57	الفرع الأول: الدراسات القياسية المتعلقة بتجربة الجزائر في السياسات النقدية غير التقليدية
61	الفرع الثاني: الدراسات التحليلية المتعلقة بتجربة الجزائر في السياسات النقدية غير التقليدية
63	المطلب الثاني: الدراسات السابقة المتعلقة بالتجارب الدولية في السياسات النقدية غير التقليدية
63	الفرع الأول: الدراسات القياسية المتعلقة بالتجارب الدولية في السياسات النقدية غير التقليدية

77	الفرع الثاني: الدراسات التحليلية المتعلقة بالتجارب الدولية في السياسات النقدية غير التقليدية
85	المطلب الثالث: مقارنة الدراسة الحالية بالدراسات السابقة
86	الفرع الأول: مقارنة الدراسة الحالية بالدراسات السابقة التحليلية المتعلقة بالتجربتين الدولية والجزائرية للسياسات النقدية غير التقليدية
87	الفرع الثاني: مقارنة الدراسة الحالية بالدراسات السابقة القياسية المتعلقة بالتجربتين الدولية والجزائرية للسياسات النقدية غير التقليدية
93	خلاصة الفصل الثالث
94	الفصل الثالث: التمويل غير التقليدي كاتجاه حديث للسياسة النقدية بالجزائر
95	تمهيد
96	المبحث الأول: تشخيص الوضع الاقتصادي بالجزائر
96	المطلب الأول: الاقتصاد الجزائري: الفرص والتحديات
96	الفرع الأول: نقاط قوة الاقتصاد الجزائري
98	الفرع الثاني: نقاط ضعف الاقتصاد الجزائري
100	الفرع الثالث: معالجة التحديات المواجهة للاقتصاد الجزائري
101	المطلب الثاني: دوافع وأسباب تطبيق آلية التمويل غير التقليدي بالجزائر
101	الفرع الأول: مؤشرات الوضع المالي للاقتصاد الجزائري
108	الفرع الثاني: مؤشرات الوضع النقدي للاقتصاد الجزائري
112	الفرع الثالث: تطور متغيرات الاقتصاد الكلي
113	المطلب الثالث: تحليل مسار السياسة النقدية بالجزائر للفترة (1990-2017)
113	الفرع الأول: أدوات السياسة النقدية بالجزائر للفترة (1990-2000)
114	الفرع الثاني: أدوات السياسة النقدية بالجزائر للفترة (2001-2013)
116	الفرع الثالث: أدوات السياسة النقدية للفترة (2014-2017)
119	المبحث الثاني: تجربة التمويل غير التقليدي بالجزائر: الآلية والتطبيق
119	المطلب الأول: التمويل غير التقليدي بالجزائر: الجانب التنظيمي، الأسس والضوابط
119	الفرع الأول: الجانب التنظيمي لآلية التمويل غير التقليدي في الجزائر
123	الفرع الثاني: أسس التمويل غير التقليدي بالجزائر
126	الفرع الثالث: ضوابط آلية تمويل بنك الجزائر للخزينة العمومية وفق القانون (10-17)
127	المطلب الثاني: التمويل غير التقليدي بالجزائر: مجالات الاستخدام، البرنامج، التقييم والمتابعة
127	الفرع الأول: مجالات استخدام التمويل غير التقليدي بالجزائر
128	الفرع الثاني: برنامج الإصدار النقدي وفق سياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر

131	المطلب الثالث: التمويل غير التقليدي بالجزائر: آلية المتابعة، البدائل المقترحة
131	الفرع الأول: آلية تقييم ومتابعة برنامج التمويل غير التقليدي بالجزائر
134	الفرع الثاني: الحلول البديلة لسياسة التمويل غير التقليدي
136	خلاصة الفصل الثالث
137	الفصل الرابع: دراسة قياسية لتقييم الآثار الاقتصادية للتمويل غير التقليدي بالجزائر
138	تمهيد
139	المبحث الأول: منهجية ومتغيرات الدراسة
139	المطلب الأول: تحديد نموذج الدراسة
142	المطلب الثاني: التحليل الوصفي والاحصائي لمتغيرات الدراسة
142	الفرع الأول: الدراسة الوصفية للمتغيرات المستخدمة
160	الفرع الثاني: اختبار استقراره السلاسل الزمنية
163	المبحث الثاني: دراسة قياسية تحليلية للآثار الاقتصادية للتمويل غير التقليدي بالجزائر
163	المطلب الأول: نمذجة العلاقة بين السياسة النقدية والمتغيرات الاقتصادية الكلية للاقتصاد الجزائري للفترة (1990-2020)
163	الفرع الأول: بناء نموذج (VAR) لتقييم الآثار الاقتصادية للتمويل غير التقليدي بالجزائر
172	الفرع الثاني: التحليل الديناميكي لنموذج الدراسة Dynamic Analysis
183	المطلب الثاني: تحليل علاقة السببية بين متغيرات الدراسة والتنبؤ بمسارها
183	الفرع الأول: دراسة السببية لغرانجر بين متغيرات الدراسة Granger Causality
186	الفرع الثاني: التنبؤ بمسار المتغيرات للفترة (2021-2025) Forecasting
189	المطلب الثالث: مناقشة وتحليل نتائج الدراسة
193	خلاصة الفصل الرابع
194	الخاتمة
200	قائمة المراجع
210	الملاحق
220	الفهرس