

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة العربي بن مهيدي - أم البواقي
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
معهد العلوم الاقتصادية



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث
الشعبة: علوم اقتصادية
التخصص: اقتصاد كمي

من طرف
الطالب: صالح عيادي

عنوان الأطروحة:

فعالية التسهيل الكمي كآلية للتمويل غير التقليدي في الاقتصاد الجزائري دراسة استشرافية

نوقشت علنا وأجيزت بتاريخ: 05 ديسمبر 2024 من طرف لجنة المناقشة المشكلة من:

رئيسا	جامعة العربي بن مهيدي - أم البواقي	أستاذ	أسماء سفاري
مشرقا	جامعة العربي بن مهيدي - أم البواقي	أستاذ	عبد الوحيد صراممة
مناقشا	جامعة محمد الشريف مساعديّة- سوق أهراس	أستاذ	منصف بن خديجة
مناقشا	جامعة عباس لغرور - خنشلة	أستاذ	شرف الدين زديرة
مناقشا	جامعة العربي التبسي - تبسة	أستاذ محاضر	الطاوس غريب
مناقشا	جامعة العربي بن مهيدي - أم البواقي	أستاذ محاضر	محمد بوزيان

السنة الجامعية: 2024-2025

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة العربي بن مهيدي - أم البواقي
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
معهد العلوم الاقتصادية



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث
الشعبة: علوم اقتصادية
التخصص: اقتصاد كمي

من طرف
الطالب: صالح عيادي

عنوان الأطروحة:

فعالية التسهيل الكمي كآلية للتمويل غير التقليدي في الاقتصاد الجزائري دراسة استشرافية

نوقشت علنا وأجيزت بتاريخ: 05 ديسمبر 2024 من طرف لجنة المناقشة المشكلة من:

رئيسا	جامعة العربي بن مهيدي - أم البواقي	أستاذ	أسماء سفاري
مشرقا	جامعة العربي بن مهيدي - أم البواقي	أستاذ	عبد الوحيد صراممة
مناقشا	جامعة محمد الشريف مساعديّة- سوق أهراس	أستاذ	منصف بن خديجة
مناقشا	جامعة عباس لغرور - خنشلة	أستاذ	شرف الدين زديرة
مناقشا	جامعة العربي التبسي - تبسة	أستاذ محاضر	الطاوس غريب
مناقشا	جامعة العربي بن مهيدي - أم البواقي	أستاذ محاضر	محمد بوزيان

السنة الجامعية: 2024-2025



شكر وعرفان

"الحمد لله حمدا كثيرا طيبا مباركا فيه
أن وفقني إتمام هذا المولود العلمي
فلك الحمد يا ربي حتى ترضى ولك الحمد إذا رضيت ولك الحمد بعد الرضى
أسمى عبارات الشكر والعرفان
لأستاذي المشرف

أ.د. عبد الوحيد صرامة

رزقه الله الجنة إن شاء الله لحسن أخلاقه وجزيل عطائه
كل الشكر مع وافر الاحترام والتقدير
إلى
كل من ساهم في إتمام هذا البحث
فجزى الله الجميع بخير ما يجازي به عباده"

صالح عيادي

إهداء

إلى

روح والدي الطاهرة رحمها الرحمان برحمته الواسعة

والدي الكريم أطال الله في عمره

زوجتي

أبنائي رياحين حياتي

أخي وأخواتي، رفقاء دربي وصحبي الطيبة

لكل

من علمني حرفا - أنتم يا أساتذتي الأكارم

من المرحلة الابتدائية إلى التكوين الجامعي

إلى كل طالب علم ...

بكل نخر أهدي لكم ثمرة مجهودي

ص. عيادي

ملخص البحث

الملخص

شهد العقد الماضي تغييرا ملحوظا في أدوات السياسة النقدية، تركزت بالأساس في التسهيل الكمي الذي اعتمدته أغلب الدول المتقدمة للتعامل مع تداعيات الأزمة المالية العالمية 2007-2008، التي مست اقتصاديات هذه الدول وسببت حالة من الركود الاقتصادي، في ظل عجز وقصور أدوات السياسة النقدية التقليدية في التصدي لتداعيات لهذه الأزمة، التي طالقت وامتدت آثارها مما أحدثت مشاكل تمويلية زادت حدتها وتفاقت نتيجة انهيار أسعار البترول وذلك ابتداء من شهر جوان سنة 2014.

إثر هذه الصدمة، عانى الاقتصاد الجزائري بشدة، حيث شهد عجزا في ميزانية من جهة، وتفاقما كبيرا في الحساب الجاري الخارجي من جهة أخرى، مما أدى إلى تآكل كلي لموارد صندوق ضبط الإيرادات وانخفاض حاد في احتياطي الصرف. ومع تفاقم كل هذه الضغوطات لم تجد الجزائر أمامها خيارا أفضل لضمان استمرارية تمويل نموذجا التنموي، إلا بانتهاجها سياسة التسهيل الكمي كآلية للتمويل غير التقليدي وذلك من خلال المصادقة على المادة 45 مكرر من القانون 10-17 المؤرخ في 10/10/2017 المتعلق بالنقد والقرض، التي بها تم وضع إطار قانوني يسمح للبنك المركزي وفق آليات معينة ولمدة خمسة سنوات من تمويل الخزينة العمومية مباشرة اعتمادا على إصدارات نقدية جديدة.

وعليه، سعت هذه الدراسة للإجابة على التساؤل الرئيسي التالي:

ما مدى فعالية سياسة التسهيل الكمي في تحقيق الأهداف المرجوة في الاقتصاد الجزائري وتأثيرها على أهم المتغيرات الاقتصادية؟

تهدف الدراسة إلى معرفة الأسباب و الدوافع التي مهدت لتبني هذه السياسة من قبل الحكومة الجزائرية مع تحليل وتقييم الأثار الاقتصادية لآلية تطبيق سياسة التسهيل الكمي في الجزائر من خلال نموذج قياسي استشرافي.

وللإجابة على الإشكالية المطروحة وتحقيق هدف الدراسة، تم الاعتماد على منهجية تحليل السلاسل الزمنية ونموذج سانت لويس (The St. Louis model) باستخدام طريقة المبيعات الصغرى ذات المرحلتين (2SLS) ولأجل توصيف النماذج وتقديرها، تم الاستعانة كذلك بنموذج (ARDL) لتحديد التأخيرات المناسبة، ومن منطلق تمثل في بناء نموذج قياسي استشرافي لأثر سياسة التسهيل الكمي في الاقتصاد الجزائري تم جمع البيانات من صندوق النقد الدولي بداية من الفصل الأول من سنة 2003 إلى غاية الفصل الرابع لسنة 2020.

خلصت نتائج الدراسة، أنه لا يوجد فارق جوهري بين سياسة التمويل التقليدي وسياسة التسهيل الكمي في الأجل المتوسط ماعدا في الأسعار، أين ساهم التسهيل الكمي في ارتفاع الأسعار خلال الفترة الاستشرافية بنسبة كلية فاقت 6.01% أي بفارق عن السيناريو الأول (التمويل التقليدي) بنسبة كلية تعدت 4.18%. وبالتالي، يتضح أن سياسة التسهيل الكمي مقارنة بالسياسة النقدية في شكلها التقليدي لا تؤثر في المتغيرات الكلية الحقيقية كالنمو الاقتصادي، معدلات البطالة وأسعار الفائدة، إلا أنها في المقابل تنبؤ إلى ضغوط تضخمية تزايد بصفة خطية سواء في الأجل القصير أو المتوسط أو الطويل.

الكلمات المفتاحية

السياسة النقدية غير التقليدية؛ التسهيل الكمي؛ التمويل غير التقليدي؛ التضخم؛ نموذج سانت لويس.

Abstract

The past decade witnessed a noticeable change in monetary policy tools, mainly focused on quantitative easing adopted by most developed countries to deal with the repercussions of the global financial crisis of 2007-2008, which affected the economies of these countries and caused a state of economic stagnation, in light of the inability and shortcomings of traditional monetary policy tools. In dealing with the repercussions of this crisis, the effects of which were prolonged and extended, causing financing problems that became more severe and exacerbated as a result of the collapse of oil prices, starting in June 2014.

As a result of this shock, the Algerian economy suffered severely, as it witnessed a budget deficit on the one hand, and a significant deterioration in the account. The external current, on the other hand, led to a total erosion of the resources of the Revenue Control Fund and a sharp decline in the exchange reserve. With the escalation of all these pressures, Algeria did not find a better option to ensure the continuity of financing its development model, except by adopting a policy of quantitative easing as a mechanism for non-traditional financing, by ratifying Article 45 Bis of Law 17-10 of 10/11/2017 relating to cash and loans. In which a legal framework was established that allows the Central Bank, according to certain mechanisms, and for a period of five years, to directly finance the public treasury based on new monetary issues.

Accordingly, this study sought to answer the following main question: How effective is the quantitative easing policy in achieving the desired goals in the Algerian economy and its impact on the most important economic variables?

The study aims to know the reasons and motives that paved the way for the adoption of this policy by the Algerian government, while analyzing and evaluating the economic effects of the mechanism for implementing the quantitative easing policy in Algeria through a forward-looking standard model. To answer the problem raised and achieve the goal of the study, we relied on the methodology of time series analysis and the St. Louis model using the two-stage least squares (2SLS) method. In order to characterize and estimate the models, we also used the (ARDL) model to determine the appropriate delays. With the aim of building a forward-looking standard model of the impact of the quantitative easing policy on the Algerian economy, data was collected from the International Monetary Fund starting from the 2003Q1 – 2020Q4

The results of the study concluded that there is no fundamental difference between the traditional financing policy And the policy of quantitative easing in the medium term, except for prices, where quantitative easing contributed to the rise in prices during the forward-looking period by a total rate exceeding 6.01%, that is, a difference from the first scenario (traditional financing) by a total rate of more than 4.18%. Therefore, it is clear that quantitative easing policy compared to monetary policy in its traditional form does not affect real macro variables such as economic growth, unemployment rates and interest rates, but on the other hand it predicts inflationary pressures that increase linearly, whether in the short, medium or long term.

Keywords:

unconventional monetary policy; quantitative easing; non-traditional financing; inflation; St. Louis model.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

رقم الصفحة	
IV	<u>شكر وعرفان</u>
V	<u>الإهداء</u>
VI	<u>ملخص البحث</u>
IX	<u>فهرس المحتويات</u>
XVIII	<u>قائمة الجداول</u>
XX	<u>قائمة الأشكال</u>
أ- ر	<u>مقدمة</u>

الفصل الأول: المعروض النقدي وقنوات التمويل في الاقتصاد

22	تمهيد
23	1. العرض النقدي المتداول في الاقتصاد
23	1.1 مفهوم العرض النقدي
25	2.1 جهات إصدار (خلق) النقود
25	1.2.1 إصدار النقود من طرف البنك المركزي
26	2.2.1 إصدار النقود من طرف الخزينة العمومية
27	3.2.1 خلق النقود من طرف البنوك التجارية
32	3.1 العوامل الأساسية المحددة لعرض النقود
33	2. العرض النقدي في إطار النظريات النقدية
34	1.2 النظرية النقدية التقليدية
35	1.1.2 معادلة التبادل
38	2.1.2 معادلة كبريدج
41	2.2 النظرية النقدية الكينزية

41	1.2.2 التحليل الكينزي
44	2.2.2 الكينزيون الجدد
46	3.2 نظرية مدرسة شيكاغو
50	4.2 النظرية النقدية الحديثة (MMT)
55	3 قنوات التمويل في الاقتصاد
56	1.3 قناة التمويل المباشر
56	1.1.3 أسلوب التمويل المباشر
58	2.1.3 أسلوب التمويل شبه المباشر
60	2.3 قناة التمويل غير المباشر
63	4. التمويل في اقتصاديات الاستدانة واقتصاديات الأسواق المالية
63	1.4 اقتصاديات المديونية
65	2.4 اقتصاديات الأسواق المالية
69	خلاصة الفصل

الفصل الثاني: السياسة النقدية وفعالية انتقال أثرها في الاقتصاد

72	تمهيد
73	1. السياسة النقدية واتجاهاتها
73	1.1 مفهوم السياسة النقدية
74	2.1 اتجاهات السياسة النقدية
75	1.2.1. الاتجاه الانكاشي للسياسة النقدية
75	2.2.1. الاتجاه التوسعي للسياسة النقدية:
75	3.2.1. الاتجاه المختلط للسياسة النقدية
76	2. مكانة السياسة النقدية تبعا لتطور الفكر الاقتصادي
78	3. أهداف السياسة النقدية

78	1.3 الأهداف الأولى للسياسة النقدية.....
80	2.3 الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية.....
81	3.3 الأهداف النهائية للسياسة النقدية.....
81	1.3.3 تحقيق العمالة الكاملة.....
82	2.3.3 الاستقرار العام لمستوى الاسعار.....
82	3.3.3 رفع معدل النمو الاقتصادي.....
83	4.3.3 تحقيق توازن ميزان المدفوعات.....
84	4. أدوات السياسة النقدية.....
84	1.4 الأدوات الكمية (غير المباشرة) للسياسة النقدية.....
84	1.1.4 سياسة معدل إعادة الخصم.....
86	2.1.4 عمليات السوق المفتوحة.....
88	3.1.4 تغيير نسبة الاحتياطي القانوني.....
91	2.4 الأدوات الكيفية (المباشرة) للسياسة النقدية.....
91	1.2.4 تأطير القروض.....
91	2.2.4 السقوف الائتمانية.....
92	3.2.4 تخصيص الائتمان.....
92	4.2.4 تنظيم الائتمان الاستهلاكي.....
93	3.4 الأدوات المساعدة.....
93	1.3.4 الاقناع الأدبي والمعنوي.....
93	2.3.4 التعليمات الاجبارية.....
93	3.3.4 الرقابة القانونية.....
94	4.3.4 الجزاءات.....
94	5. قنوات ابلاغ السياسة النقدية.....

94.....	1.5 قناة معدل الفائدة
94.....	2.5 قناة سعر الصرف
95.....	3.5 قناة أسعار السندات المالية
95.....	4.5 قناة الائتمان
96.....	6. دور السياسة النقدية في معالجة الاختلالات الاقتصادية
99.....	7. شروط نجاح السياسة النقدية
100.....	8. فعالية السياسة النقدية ومحدوديتها
108.....	9. أسباب فشل الأدوات التقليدية للسياسة النقدية
108.....	1.9 قناة معدل الفائدة وأسباب تعثرها
109.....	2.9 قناة الائتمان وأسباب تعثرها
110.....	10. التدابير غير التقليدية للسلطات النقدية لمواجهة الأزمات المالية
110.....	1.10 السياسة النقدية غير التقليدية
112.....	2.10 الأدوات النقدية غير التقليدية
112.....	1.2.10 التسهيل الكمي
112.....	2.2.10 التسهيل الائتماني
113.....	3.2.10 التيسير النوعي
114.....	4.2.10 التوجيه المسبق
115.....	5.2.10 اسعار الفائدة الصفرية
116.....	3.10 متطلبات تنفيذ سياسة نقدية غير تقليدية
119.....	خلاصة الفصل

الفصل الثالث: التسهيل الكمي آلية مستحدثة لإدارة السياسة النقدية

122.....	تمهيد
123.....	1. التسهيل الكمي؛ من الفكرة إلى التجسيد
123.....	1.1 مفهوم التسهيل الكمي
126.....	2.1 الخلفية التاريخية لسياسة التسهيل الكمي
129.....	3.1 أهداف سياسة التسهيل الكمي
129.....	4.1 آلية انتقال قنوات التسهيل الكمي
131.....	1.4.1 قناة السيولة
131.....	2.4.1 قناة السلامة المميزة (الأمان)
132.....	3.4.1 قناة مخاطر الدفع المسبق
132.....	4.4.1 قناة المخاطر الافتراضية (عدم السداد)
132.....	5.4.1 قناة التضخم
136.....	5.1 التسهيل الكمي؛ المخاطر المرتبطة وتطبيع السياسة
136.....	1.5.1 المخاطر المرتبطة بالتيسير الكمي
141.....	2.5.1 تطبيع السياسة النقدية
144.....	2. تجارب بنوك مركزية رائدة انتهجت سياسة التسهيل الكمي
144.....	1.2 تجربة بنك اليابان
151.....	2.2 تجربة بنك الاحتياطي الفيدرالي
157.....	3.2 تجربة بنك إنجلترا
161.....	4.3 تجربة البنك المركزي الاوربي
166.....	خلاصة الفصل

الفصل الرابع: تطبيق التسهيل الكمي في الجزائر

تمهيد.....	168
1. المسار التشريعي لأهداف وأدوات السياسة النقدية في الجزائر.....	169
1.1 مسار الإطار التشريعي لأهداف السياسة النقدية في الجزائر.....	169
2.1 مسار تطور الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في الجزائر.....	172
1.2.1 أداة إعادة الخصم.....	172
2.2.1 أداة الاحتياطي الإلزامي.....	174
3.2.1 عمليات السوق المفتوحة.....	176
4.2.1 أداة التسهيلات الدائمة.....	179
2. دوافع وأسباب انتهاج سياسة التسهيل الكمي في الجزائر.....	180
1.2 مؤشرات الوضعية المالية للاقتصاد الجزائري.....	180
1.1.2 رصيد الميزانية العامة للدولة وصندوق ضبط الإيرادات.....	181
2.1.2 الخزينة العمومية.....	183
3.1.2 الدين الداخلي.....	185
4.1.2 ميزان المدفوعات.....	187
5.1.2 احتياطي الصرف.....	188
6.1.2 الدين الخارجي.....	189
2.2 مؤشرات الوضعية النقدية للاقتصاد الجزائري.....	190
1.2.2 وضعية السيولة البنكية.....	191
2.2.2 تطور القاعدة النقدية والكتلة النقدية M2.....	193
3.2.2 تطور سعر صرف الدينار الجزائري مقابل اليورو والدولار.....	195
4.2.2 مؤشرات الوساطة المصرفية.....	197

198.....	3.2 متغيرات الاقتصاد الكلي الجزائري
199.....	1.3.2 مؤشر معدلات البطالة.....
199.....	2.3.2 مؤشر النمو الاقتصادي.....
200.....	3.3.2 مؤشر استقرار الاسعار.....
203.....	3. التفعيل الاقتصادي لآلية التسهيل الكمي في الاقتصاد الجزائري
206.....	4. سقف الاصدار النقدي الجديد وفق التشريع المصرفي الجزائري
206.....	1.4 الذهب والعملات الأجنبية.....
206.....	2.4 سندات الخزينة.....
207.....	3.4 إعادة الخصم.....
208.....	4.4 سقف الاصدار النقدي بعد صدور قانون 10-17
209.....	5. مجالات استخدام التمويل غير التقليدي في الجزائر.....
209.....	1.5 تغطية احتياجات تمويل الخزينة بعنوان السنة المالية 2017.....
209.....	2.5 تغطية احتياجات تسيير الدين العمومي.....
210.....	3.5 تعبئة الموارد لصالح الصندوق الوطني للاستثمار.....
210.....	4.5 تمويل برنامج إنشاء سكّات عدل.....
211.....	5.5 تغطية تسيير الدين العمومي (سندات سونلغاز).....
212.....	6.5 تغطية تسيير الدين العمومي (القرض الوطني للنمو الاقتصادي).....
212.....	7.5 تعويض مديونية الصندوق الوطني للتقاعد إزاء الصندوق الوطني للتأمينات الاجتماعية...212
213.....	6. تحديات تطبيق سياسة التسهيل الكمي في الجزائر.....
216.....	خلاصة الفصل.....

الفصل الخامس: دراسة قياسية استشرافية لتجربة التسهيل الكمي في الجزائر

218.....	تمهيد
219.....	1. منهجية الدراسة
219.....	1.1 تحديد النموذج المستخدم
222.....	2.1 مصدر المعطيات وفترة الدراسة
223.....	3.1 صياغة النموذج
224.....	4.1 التحليل بالإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة
226.....	2. نتائج الدراسة ومناقشتها
226.....	1.2. نتائج الدراسة
226.....	1.1.2. تقدير النموذج معادلة بمعادلة
230.....	2.1.2. التقدير الآتي لنموذج "سانت لويس المعدل"
231.....	2.2 مناقشة النتائج
235.....	3. محاكاة النموذج وتطبيق السيناريوهات الاستشرافية
235.....	1.3 المحاكاة التاريخية للنموذج
236.....	2.3 نتائج السيناريوهات ومناقشتها
236.....	1.2.3 السيناريو الأول (سيناريو التمويل التقليدي)
238.....	2.2.3 السيناريو الثاني (سيناريو التسهيل الكمي)
241.....	خلاصة الفصل
243.....	خاتمة
252.....	قائمة المراجع
270.....	الملاحق

قائمة الجداول

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
1-1	عملية خلق النقود	30
1-2	اتجاهات السياسة النقدية	76
2-2	مراحل تطور السياسة النقدية	78
3-2	تأثير سعر إعادة الخصم في الاقتصاد	86
4-2	تأثير عمليات السوق المفتوحة في الاقتصاد	88
5-2	تأثير نسبة الاحتياطي الإلزامي في الاقتصاد	89
6-2	ملخص لدور السياسة النقدية في معالجة الاختلالات الاقتصادية	99
1-3	أهم اعلانات بنك اليابان بخصوص برنامج التسهيل الكمي	148
2-3	تصريحات الاحتياطي الفيدرالي بشأن برنامج التسهيل الكمي	155
3-3	إعلانات هامة من بنك إنجلترا بشأن برامج التسهيل الكمي	159
4-3	إعلانات البنك المركزي الأوروبي بشأن برنامج التسهيلات الكمية	163
1-4	وضعية عمليات الخزينة العمومية خلال الفترة 2000-2017	184
2-4	السندات المصدرة لتغطية احتياجات تمويل الخزينة للسنة المالية 2017	209
3-4	السندات المصدرة لتغطية احتياجات تسيير الدين العمومي	210
4-4	السندات المصدرة في إطار تعبئة الموارد لصالح الصندوق الوطني للاستثمار	210
5-4	السندات المصدرة في إطار تمويل برنامج إنشاء سككات عدل	211
6-4	السندات المصدرة لتغطية تسيير الدين العمومي (سندات سونلغاز)	211
7-4	السندات المصدرة لتغطية تسيير الدين العمومي (القرض الوطني للنمو)	212
8-4	السندات المصدرة لتغطية تعويض مديونية (CNR) إزاء (CNAS)	212
1-5	المتغيرات المدرجة في التقدير	224
2-5	بعض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المدرجة في التقدير	225
3-5	نتائج تقدير دالة الطلب الكلي	227
4-5	نتائج تقدير دالة الأسعار	227
5-5	نتائج تقدير دالة أسعار الفائدة	228
6-5	نتائج تقدير دالة البطالة	229
7-5	نتائج اختبارات المتغيرات الأدواتية	230
8-5	نتائج تقدير نموذج "سانت لويس" المعدل بطريقة (2SLS)	230

قائمة الأشكال

قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
1-1	العلاقة بين كمية المعروض النقدي والمستوى العام للأسعار	36
2-1	أثر العرض النقدي على التوازن العام الكلاسيكي	39
3-1	أثر تغيير كمية النقود على سعر الفائدة، الاستثمار والدخل	42
4-1	أثر تخفيض كمية النقود على الدخل	43
5-1	أثر الزيادة في عرض النقود على الدخل النقدي	50
6-1	قنوات التمويل المباشر	57
7-1	تمويل الاقتصاد عبر قناتي التمويل المباشر والتمويل غير المباشر	62
8-1	التمويل في نظام اقتصاديات المديونية	65
9-1	التمويل في نظام اقتصاديات الأسواق المالية	67
1-2	دور السياسة النقدية في معالجة الفجوة الركودية	97
2-2	دور السياسة النقدية في معالجة الفجوة التضخمية	98
3-2	منحنى (IS) شديد الانحدار	101
4-2	منحنى (IS) قليل الانحدار	102
5-2	منحنى (IS) رأسي (عمودي)	103
6-2	منحنى (LM) قليل الانحدار	104
7-2	منحنى (LM) شديد الانحدار	105
8-2	منحنى (LM) رأسي (عمودي)	106
1-3	قنوات نقل أثر التسهيل الكمي للاقتصاد	133
1-4	تطور رصيد كل من الميزانية العامة وصندوق ضبط الموارد (2000-2017)	182
2-4	تطور الدين الداخلي خلال الفترة (2008-2017)	186
3-4	تطور رصيد ميزان المدفوعات (2000-2020)	187
4-4	تطور احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر (2007-2020)	188
5-4	تطور الدين الخارجي (2007-2020)	189
6-4	تطور فائض السيولة البنكية للفترة (2000-2020)	191
7-4	تطور القاعدة النقدية (بالمليار دج؛ في نهاية المدة) للفترة (2000-2020)	193
8-4	تطور الكتلة النقدية M2 للفترة (2000-2020)	194
9-4	تطور أسعار صرف الدينار الجزائري للفترة (2000-2020)	195
10-4	مسار المتغيرات الكلية للاقتصاد الجزائري للفترة (2000-2020)	198
1-5	التطور التاريخي للمتغيرات المدرجة في التقدير	225
2-5	نتائج محاكاة النموذج	236
3-5	أثر السيناريو الأول على الطلب الكلي، الأسعار، البطالة، أسعار الفائدة	237
4-5	أثر السيناريو الثاني على الطلب الكلي، الأسعار، البطالة وأسعار الفائدة	238

مقدمة عامة

توطئة

تميزت نظرة الفكر الاقتصادي للسياسة النقدية في بداية القرن العشرين، بطابع النظرة الحيادية للنقود ولا أثر لها في النشاط الاقتصادي، وأنها حسب جون باتيست ساي مجرد أداة للمبادلات في الاقتصاد، لكن مع تطور الفكر الاقتصادي والأحداث الاقتصادية ظهرت أهمية السياسة النقدية في رفع أو خفض قيمة النقود، التي تعد بدورها وسيلة لتنشيط الانتاج والتأثير في توزيع الدخل. وبالتالي كانت السياسة النقدية قبل حدوث أزمة الكساد العالمي العظيم عام 1929، الأداة الوحيدة المستخدمة لتحقيق الاستقرار والتأثير في مستوى النشاط الاقتصادي ومكافحة الانكماش والتضخم، إلا أنه بحدوث هذه الأزمة وما خلفته من آثار وخيمة في تلك الفترة على الاقتصاد العالمي جعلت السياسة النقدية غير قادرة على احتواء الأزمة، مما أثبت أنذاك عدم قدرتها لوحدها على الخروج منها، أين بدأ ماينرد كينز يدعو للاهتمام بالسياسة المالية للخروج من هذه الحالة في الفترة ما بين الحربين، مصنفا السياسة المالية في الرتبة الأولى قبل السياسة النقدية، وبهذا أعطى دور أكبر للدولة للتدخل عن طريق السياسة المالية أولاً ثم السياسة النقدية عن طريق الانفاق بالعجز الذي يسنده الاصدار النقدي أو الدين العام.

مع عودة الأزمات المالية في خمسينات القرن الماضي استعادت السياسة النقدية صدارتها ضمن السياسة الاقتصادية من جديد، على يد الاقتصادي الأمريكي ميلتون فريدمان، بالدعوة إلى التحكم في عرض النقود بصورة عامة، بمعدل يساوي لمعدل النمو في الناتج الوطني، حيث تكون هذه الزيادة مستقلة عن الدورة التجارية ويزداد عرض النقود بنفس المعدل في سنوات الكساد كما في سنوات الرخاء.

إلا أن درجة فعالية أدوات السياسة النقدية تتأثر بالظروف الاقتصادية السائدة، لهذا تظهر مكانتها البارزة في الفكر الاقتصادي، ليس فقط في إبراز وتحليل دورها في تحقيق الأهداف العامة للسياسة الاقتصادية، بل في دراسة مدى فعالية سياسة البنوك المركزية في تحقيق التوازنات الاقتصادية المنوطة بها، من خلال أدوات السياسة النقدية في ظل الأزمات المالية.

أما بحدوث أزمة الرهن العقاري 2008 التي أنتقل أثرها إلى الاقتصاد الحقيقي وخلف حالة من الركود الاقتصادي، ظهرت بوادر قصور وفشل أدوات السياسة النقدية بشكلها التقليدي، خاصة بعدما شرعت البنوك المركزية العالمية بتخفيض أسعار الفائدة الرئيسية إلى حدود تقارب الصفر، مع فقدان فعاليتها وعدم تمكينها من إدارة هذه الأزمة. وبالتالي تعطل عمل البنوك المركزية وأثبتت محدودية نجاعة أدواتها المستعملة في علاج الصدمات، الوضع الذي أجبر العديد من البنوك المركزية أن تغير من منهجية عملها التقليدي من أجل تفعيل دورها على المستوى المحلي أو الدولي.

على هذا الأساس سارعت البنوك المركزية في استخدام أدوات نقدية جديدة استثنائية تحفيزية قصد كسر حالة الجمود السائدة، من أجل إعادة إنعاش الاقتصاد من جديد والتخفيف من آثار الأزمة، فاستخدمت أدوات نقدية مستحدثة مثل أداة سعر الفائدة الصفري، أداة التيسير الائتماني أداة التسهيل الكمي وأداة توجيه استباقات المتعاملين وغيرها من الأدوات.

ويعتبر التسهيل الكمي أو التيسير الكمي من الأدوات المتطرفة المستحدثة التي تم انتهاجها من قبل البنوك المركزية مؤخراً خاصة في أغلب الدول المتقدمة، بوصفها أفضل خيار تلجأ إليه في الظروف غير الاعتيادية بعد أن تبلغ أسعار الفائدة الصفر أو تقترب من هذا الحد لفترة طويلة. معتمدة على توسيع موازنتها العامة وفق هذه الأداة، بضخ سيولة جديدة للتأثير على بنية الإيرادات العامة ومن ثم تحفيز الطلب الكلي.

في ظل هذه الظروف التي اتسمت بالهشاشة الاقتصادية على مستوى دول العالم، شهدت الجزائر هي الأخرى تطورات نقدية ومالية تزامنت مع تباطؤ نمو التجارة الخارجية وضعف النشاط الاقتصادي، نتيجة تبعيته القوية للإيرادات المتأتية عن صادرات المحروقات. وبالتالي عانى الاقتصاد الجزائري بشدة من أثر انهيار أسعار البترول بداية من شهر جوان 2014، حيث شهد عجزاً في ميزانية من جهة، وتفاقم كبيراً في الحساب الجاري الخارجي من جهة أخرى، مما أدى إلى تآكل كلي لموارد صندوق ضبط الإيرادات وانخفاض حاد في احتياطي الصرف.

مع تفاقم كل هذه الضغوطات لم تجد الجزائر أمامها خياراً أفضل لضمان استمرارية تمويل نموذجها التنموي، إلا بانتهاجها سياسة التسهيل الكمي كآلية للتمويل غير التقليدي وذلك من خلال المصادقة على المادة 45 مكرر من القانون 10-17 المؤرخ في 2017/10/11 المتعلق بالنقد والقرض، التي بموجبها تم وضع إطار قانوني، يسمح للبنك المركزي وفق آليات معينة ولمدة خمسة سنوات من تمويل الخزينة العمومية مباشرة اعتماداً على إصدارات نقدية جديدة.

1. إشكالية الدراسة:

يرى بعض الاقتصاديون أن سياسة التسهيل الكمي بمثابة قارب النجاة من الركود الاقتصادي في حين يراها البعض الآخر، أنها عبارة عن مسكن قد يكون محدود الأثر، تساهم فقط في تفاقم الوضع الاقتصادي على المدى البعيد.

بالتالي شكل خيار الجزائر انتهاج هذا الأسلوب المستحدث كآلية للتمويل غير التقليدي كحل استعجالي لمعالجة الاختلالات التي طالت الحسابات المالية للدولة، جدلاً واسعاً يصاحبه تخوفاً مما يترتب على هذا الأسلوب من آثار سلبية قد تنعكس على الاقتصاد الجزائري في الأجلين المتوسط والبعيد.

وعليه، تسعى الدراسة للإجابة على التساؤل الرئيسي التالي:

ما مدى فعالية سياسة التسهيل الكمي في تحقيق الأهداف المرجوة في الاقتصاد الجزائري وتأثيرها على أهم المتغيرات الاقتصادية؟

وينبثق من هذا التساؤل الأسئلة الفرعية الآتية:

- هل تعتبر أداة التسهيل الكمي بديلا لأدوات السياسة النقدية بشكلها التقليدي؟
- هل حققت البنوك المركزية الرائدة عالميا بعد تبنيها لسياسة التسهيل الكمي أهدافها المسطرة في تحفيز اقتصادياتها؟ .
- ماهي الدوافع التي أدت بالجزائر تبني سياسة التسهيل الكمي كآلية للتمويل غير التقليدي؟
- هل تمكن بنك الجزائر من تغطية العجز الحاصل للموارد المالية من خلال انتهاجه سياسة التسهيل الكمي؟
- هل هناك تأثير على المتغيرات الاقتصادية مما يعزى في رفع الضغوط التضخمية في ظل اعتماد سياسة التسهيل الكمي بالجزائر؟

2. فرضيات الدراسة:

للإجابة عن الأسئلة المذكورة أعلاه، تم وضع الفرضيات التالية:

- حلت أداة التسهيل الكمي كبديل أمثل لأدوات السياسة النقدية التقليدية في ظل الأزمات المالية الأخيرة؛
- لقد نجحت البنوك المركزية الرائدة عالميا في تحفيز اقتصاديات بلدانها بعد تبنيها سياسة التسهيل الكمي رغم تباين واختلاف المؤشرات الاقتصادية من دولة إلى أخرى؛
- لجأت الجزائر لسياسة التسهيل الكمي كآلية للتمويل غير التقليدي كضرورة حتمية أملت الظروف الاقتصادية؛
- تمكن بنك الجزائر من تغطية تدني الموارد المالية إثر استخدامه أداة التسهيل الكمي؛
- آلية التسهيل الكمي المعتمدة في الجزائر تؤثر في بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية وتنبؤ إلى ضغوط تضخمية تتزايد باستمرار على المدى البعيد.

3. مبررات اختيار الموضوع:

- تمكن اعتبارات ا خيار هذا الموضوع في النقاط التالية:
- يندرج موضوع الأطروحة في صميم التخصص؛
 - ميول الباحث لموضوع التوجهات الحديثة للسياسة النقدية، إذ لم تعرف سياسة التسهيل الكمي تطبيقا واسع النطاق إلا بعد الأزمة المالية 2008؛
 - تباين النتائج بين مختلف الدراسات والأبحاث التي تناول تجارب كبرى البنوك المركزية العالمية المنتهجة لسياسة التسهيل الكمي؛
 - الجدل الذي أثاره تبني بنك الجزائر لسياسة التمويل غير التقليدي بداية من شهر أكتوبر 2017؛
 - الاهتمام المتزايد مؤخرا من قبل الباحثين بهذا الموضوع والرغبة في إسقاطه على التجربة الجزائرية؛
 - المساهمة في إثراء المكتبة الجامعية، نظرا لافتقارها لمثل هذا النوع من الأبحاث خاصة باللغة العربية.

4. أهمية الدراسة:

تبرز أهمية الأطروحة في معالجتها لموضوع حديث تمثل في سياسة التسهيل الكمي، التي تم تطبيقها من قبل البنوك المركزية العالمية خاصة بعد الأزمة المالية العالمية 2008، سعيا منها لتعزيز مصداقية السياسة النقدية، بتبنيها أدوات نقدية غير مألوفة لظروف غير اعتيادية، أين أصبح هذا التوجه في السنوات الأخيرة ميزة أساسية ومظهرا رئيسيا في اقتصاديات الدول المتقدمة أو النامية رغم الاختلاف المتباين في عملية التطبيق.

علاوة على ذلك؛ تناولت جل الأبحاث المتعلقة بالتجربة الجزائرية لسياسة التسهيل الكمي من جانب وصفي، من خلال تحليلها للوضع الاقتصادي، بالاعتماد على مؤشرات متاحة ضمن المنشورات الرسمية لبنك الجزائر. في حين افتقرت الأبحاث من الدراسات القياسية للوقوف على مدى فعالية هذه الأداة في إعادة التوازنات المالية للاقتصاد الجزائري.

5. أهداف الدراسة:

- تسعى الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:
- إبراز الأدبيات النظرية المرتبطة خاصة بالمعروض النقدي من خلال النظريات والمدارس الفكرية؛
 - تقديم إطار نظري مناسب يحيط بمعظم الجوانب المتعلقة بسياسة التسهيل الكمي؛

- استخلاص الدروس السابقة من تجارب البنوك المركزية الرائدة التي انتهجت هذا الأسلوب؛
- معرفة الأسباب و الدوافع التي مهدت لتبني هذه السياسة من قبل الحكومة الجزائرية؛
- تحليل وتقييم الآثار الاقتصادية لآلية تطبيق سياسة التسهيل الكمي في الجزائر من خلال نموذج قياسي استشرافي.

6. مجالات الدراسة:

يمكن تفصيلها في الآتي:

- 1- المجال الموضوعي: أُستخدم في الدراسة مجموعتين من المفاهيم، تعلقت المجموعة الأولى بالجوانب المرتبطة بالسياسة النقدية بشكلها التقليدي وغير التقليدي، ناهيك عن أهم التجارب الدولية الرائدة بشأن سياسة التسهيل الكمي، أما المجموعة الثانية فارتبطت بتحليل وتقييم الآثار الاقتصادية لسياسة التسهيل الكمي في الجزائر.
- 2- المجال المكاني: تم حصره في حالة الجزائر.
- 3- المجال الزمني: من منطلق تمثل في بناء نموذج قياسي استشرافي لأثر سياسة التسهيل الكمي في الاقتصاد الجزائري، يمتد المجال الزمني بداية من الفصل الأول من سنة 2003 إلى غاية الفصل الرابع لسنة 2020.

7. منهجية البحث:

لوقوف على حيثيات الموضوع والاجابة على التساؤلات المطروحة، اعتمدت الدراسة على منهجية تحليل السلاسل الزمنية ونموذج سانت لويس (The St. Louis model) باستخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين (2SLS)، ولأجل توصيف النماذج وتقديرها، تم الاستعانة كذلك بنموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) لتحديد التأخيرات المناسبة لمعادلات النموذج، أما بالنسبة لتحليل البيانات الاقتصادية المستخدمة في الدراسة بشقيها النظري والتطبيقي، فقد تم جمعها من مصادر رسمية مثل البنك المركزي ووزارة المالية الجزائريين، ومنظمات دولية مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي وبالتالي، سيساعد استخدام هذه المنهجية في تحقيق دقة عالية في النتائج وضمان إمكانية تطبيقها في السياسات الاقتصادية.

8. الدراسات السابقة:

تعددت الدراسات والأبحاث في موضوع التسهيل الكمي خاصة الأجنبية منها، فقد درسه على سبيل المثال لا الحصر (Auerbach & Obstfeld, 2005)، (Andolfatto, 2014)، و (Matousek, 2019) في اليابان، أما في حالة الولايات المتحدة فقد تم التطرق لهذا الموضوع من

قبل (Hausken & Ncube, 2013)، (Jens H.E. & Glenn D, 2012)، (Annette & Arvind, 2011) (Sakir, 2015)، (Bernanke, 2020) و (Maciej, 2022). كما درسه (Benford, Berry, & all, 2009) (Falagiarda, 2014)، (Joyce, Rohan, & all, 2015) و (Rodnyansky & Darmouni, 2017) في إنجلترا. علاوة على ذلك، نجد كل من (Altavilla, Carboni, & Motto, 2015)، (Sophie, 2016) و (Marco, 2017) تطرقوا لموضوع التسهيل الكمي في منطقة اليورو. أما (Deng & Todd (2016) فقد درساه في الصين.

في حين قيم (Joyce, David, & al (2012) تأثير التيسير الكمي والسياسات النقدية غير التقليدية الأخرى التي اتبعتها البنوك المركزية في أعقاب الأزمة المالية التي بدأت في عام 2007. بينما وضع (Nam (2018) باستخدام نموذج VAR-X الأثر الكامل للتيسير الكمي على التضخم في كوريا.

كما أظهرت أبحاث أخرى (Muhammad & Sri, 2019) أن سياسة التسهيل الكمي من قبل الاحتياطي الفيدرالي لها تأثير كبير على الانكماش النقدي في إندونيسيا وخاصة على أسعار الفائدة والتضخم. وعلى نحو مماثل قام (Weale & Wieladek, 2016) بدراسة تأثير التيسير الكمي على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ومؤشر أسعار المستهلك في الولايات المتحدة الأمريكية باستخدام نموذج Bayesian VAR أين أشارت النتائج أن شراء كمية من السندات الحكومية تعادل 1% من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي يؤدي إلى زيادة قدرها 0.62% في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي و 0.58% في مؤشر أسعار المستهلك في الولايات المتحدة. أما عن كل من (Diamond, 2020)، (Ramkumar & Bates, 2020) و (Perillo & Battiston, 2020) فقد تناولوا أثر التسهيل الكمي على التضخم وعلى أدوات الاقتصاد الكلي الأخرى مثل: معدلات الفائدة والبطالة والناتج المحلي الإجمالي في البلدان المتقدمة.

استكمالاً لما سبق، نعرض بعض الدراسات السابقة بداية بتلك المتعلقة بالتجربة الجزائرية ثم يتبعها عرض لتجارب بعض الدول التي انتهجت سياسة التسهيل الكمي في تحفيز اقتصادياتها، من أجل الاعتماد على هذه الدراسات لتأسيس كل من الإطار النظري والتطبيقي للدراسة الحالية:

1.1 الدراسات السابقة المرتبطة بالتجربة الجزائرية

تعددت الدراسات البحثية المتعلقة بتجربة التسهيل الكمي في الجزائر، بعد الصدمة المالية جراء انهيار أسعار النفط سنة 2014، أين ركزت بعض الدراسات على الجانب المفاهيمي والتحليلي للموضوع على غرار دراسة كل من: (روشو، 2020)، (شاوش اخوان، شعباني، وهادف، 2020) (سعودي وبوسدر، 2020)، (مكيديش ورزوقي، 2020)، (لزرقي وعياش، 2020)، (وقنوني ودايمي، 2020) (جاري، شلال، وبن طالبي، 2019)، (يونسي ومدوخ، 2019)، (ديب و بوجلال، 2019) (Ghennam, 2019)، (صديقي والعشي، 2018) و (محمد وميلود، 2018)، في حين اعتمدت دراسات أخرى على النماذج القياسية لمعرفة أثر التسهيل الكمي كأداة نقدية مستحدثة على النشاط الاقتصادي في الجزائر. من بينها نذكر:

- دراسة سماحي أحمد (2018)، الموسومة بـ "دور السياسة النقدية في استهداف التضخم في الجزائر: دراسة قياسية للفترة 2002-2016". يرى صاحب الدراسة "أن استهداف التضخم يشكل التطور الأكثر أهمية في السياسة النقدية على مدى السنوات الخمس والعشرين الماضية. إن استقرار التضخم للحفاظ على مستويات تضخم مستقرة ومنخفضة نسبياً هو الهدف النهائي الأول لكل حكومة من خلال السياسة النقدية كجزء من استراتيجية استهداف التضخم". لهذا سلت الباحث الضوء على "التضخم في الاقتصاد الجزائري من خلال السياسة النقدية في معالجة هذه الظاهرة. وتتكون البيانات من ملاحظات شهرية تغطي الفترة من 2002 إلى 2016، بناءً على متغيرات الاقتصاد الكلي، مبنية على نموذج ARDL"، أين لاحظ "أن معالجة التضخم في الجزائر لا تعتمد فقط على الأدوات النقدية أي تنظيم كميات العملات ولكن بشكل خاص على تنظيم الواردات وسياسة التجارة الخارجية والتنوع الاقتصادي ضرورة لمعالجة التضخم الهيكلي".

- دراسة أعدها جديدن (2019) حول " أداء السياسة المالية في ظل العجز الموازي وسياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر -دراسة قياسية 2001-2018"، سعى الباحث من خلال هذه الدراسة "إلى معرفة أداء السياسة المالية وفعاليتها في تحقيق الأهداف العامة للاقتصاد الجزائري خاصة بعد انهيار أسعار النفط واتباع سياسة التمويل غير التقليدي كحل مثالي لتمويل العجز الموازي وتحقيق الاستدامة في الاقتصاد الجزائري، وذلك من خلال دراسة قياسية باستعمال نموذج ARDL. أين توصل إلى وجود علاقة طردية بين الانفاق العام والنمو الاقتصادي والتضخم، وهذا يؤكد فرضية دورية السياسة المالية التي تعاني منها أغلبية الدول النامية، بينما الإيرادات العامة ليس لها معنوية احصائية فهي لا تؤثر على الناتج الداخلي الخام، لكن تمارس أثرها عليه من خلال تأثيرها على حجم الانفاق العام"

- دراسة أنجزها لينة وضيف الله (2019) بعنوان "انعكاسات العرض النقدي على مؤشر النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1990-2018"، من أجل "قياس وتحديد أثر العرض النقدي على مؤشر النمو الاقتصادي في الجزائر، استخدام الباحثان متغيرة العرض النقدي بالمفهوم الواسع M2 ومتغيرة الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة، لبيانات سنوية، معتمدان على نموذج الإبطاء الزمني كويك Koyck وألمون Almon اللذان يؤكدان على أهمية اعتماد عنصر الزمن في تفسير الظواهر الاقتصادية. توصل الباحثان؛ إلى وجود أثر إيجابي للعرض النقدي على النمو الاقتصادي في كلا النموذجين، وهي نتيجة تؤيد آراء النقديون في تأثير النقود على النشاط الاقتصادي، كما أثبت نموذج ألمون Almon أفضليته على نموذج كويك Koyck في تقدير أثر انعكاس العرض النقدي على النمو الاقتصادي خلال فترة الدراسة".

دراسة ريمي ورمضاني (2020) بعنوان "التنبؤ بمسار التضخم في إطار التمويل غير التقليدي في الجزائر-دراسة قياسية"، حاول الباحثان "التنبؤ بالمستويات المستقبلية للتضخم في الجزائر بداية من الفصل الأول من سنة 2018 إلى غاية الفصل الرابع من سنة 2022، وذلك باستخدام نموذج ARIMA أو ما يعرف بمنهجية بوكس جنكينز "Box- Jenkins" وقد توصلت الدراسة وفق نموذج المختار والمقدر ARIMA(4.2.4) إلى أن المستويات المستقبلية للتضخم سجلت حركة متواصلة في مستوياته وصلت إلى حدود 9.68% خلال الفصل الرابع من سنة 2022، وهي في الحقيقة مستويات تنبؤية تعكس ضعف السياسات الاقتصادية مع غياب التنسيق فيما بينها في مجابهة التضخم هذا من جهة، ومن جهة أخرى إلى خطورة التمويل غير التقليدي الذي زاد من تغذيته، كما توصي الدراسة بتوقيف هذا النوع من التمويل وضرورة التوجه إلى تنويع الناتج على النحو الذي يسمح بزيادة خلق سلع وخدمات تمكن العرض الكلي من مواجهة الطلب الكلي".

2.1 الدراسات السابقة المرتبطة بالتجارب الدولية

استخدام البنوك المركزية الرائدة لهذه الأداة، تبعثها آثار إيجابية شجعت المهتمين من الباحثين لدراستها، والبحث في مسببات نجاحها وشروط تنفيذها، بالإضافة إلى النتائج المرتقبة منها. حيث ركزت بعض الدراسات على الجوانب النظرية للموضوع، في حين اعتمدت دراسات أخرى على النمذجة القياسية لقياس أثر التسهيل الكمي على النشاط الاقتصادي بالدول التي انتهجت هذا الأسلوب المستحدث.

من بين الدراسات القياسية السابقة، التي بحثت في أداة التسهيل الكمي نجد:

- دراسة كل من عباس كاظم وكامل جواد (2017)، تحت عنوان: "مدى استجابة المتغيرات المالية والاقتصادية للتيسير الكمي في الولايات المتحدة"، يرى الباحثان "أن التيسير الكمي من أدوات السياسة النقدية الحديثة التي تم استخدامها من قبل البنوك المركزية في الدول السبع المتقدمة من أجل مواجهة آثار الأزمة المالية أو الركود الاقتصادي في زمن أصبحت فيه الأزمات المالية من الظواهر الاقتصادية السلبية التي تصيب البلدان الرأسمالية المتقدمة والبلدان التي تشهد انفتاحاً اقتصادياً ومالياً. لذلك حاول الباحثان من خلال هذه الدراسة "الإجابة على مجموعة من الأسئلة الفلسفية والفكرية والتطبيقية المتعلقة بالتيسير الكمي. وهدفت الدراسة إلى التعرف على الجانب المعرفي، النظري والفلسفي للتيسير الكمي، ومدى استجابة المتغيرات الاقتصادية والمالية للتيسير الكمي في الولايات المتحدة، وقد استخدمت الدراسة منهجين لاختبار فرضيات الدراسة، المنهج التحليلي والوصفي للبيانات وبالإستعانة بالرسوم البيانية، والمنهج القياسي والإحصائي وتتجلى أهمية الدراسة في أنها: أولاً: تسلط الضوء على موضوع التيسير الكمي الذي يعتبر من أهم المواضيع التي تخص السياسة النقدية في الدول المتقدمة في عالم اقتصادي أصبحت فيه السياسة النقدية هي اللاعب الأكبر.

ثانياً: توضح كيف ومدى استجابة المتغيرات الاقتصادية والمالية وللتيسير الكمي، فضلاً عن أنها تعطي تصور عن العلاقة بين هذه المتغيرات مجتمعة.

وأهم الاستنتاجات التي توصلت إليها الدراسة هي:

أولاً: التيسير الكمي يعكس تطور فلسفة السياسة النقدية بالشكل الذي زاد من تأثير السياسة النقدية على الاقتصاد المحلي والدولي.

ثانياً: التيسير الكمي في الولايات المتحدة كان له تأثير واضح على المتغيرات المالية والاقتصادية إلا أن تأثيره على التضخم كان محدود بسبب انخفاض أسعار النفط في السنوات الثلاثة الأخيرة".

- دراسة محفوظ، وافية ويحي (2020) بعنوان "أثر سياسة التيسير الكمي على معدل التضخم

في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2008-2015 (دراسة بمنهجية ARDL)"

اعتبر الباحثين "سياسة التسهيل الكمي أحد أهم الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية التي استخدمتها الولايات المتحدة الأمريكية للخروج من حالة الانكماش التي شهدتها خلال الأزمة المالية العالمية، حيث قام بموجها الاحتياطي الفيدرالي بعملية توسع نقدي من خلال شراء السندات الحكومية وتخفيض معدلات الفائدة بهدف التأثير على الاقتصاد المالي والحقيقي". حيث حاول الباحثون "توضيح أثر هذه السياسة على معدل التضخم باعتباره أحد المؤشرات الكلية الهامة في الولايات المتحدة خلال الفترة (2008-2015) عبر استخدام تحليل قياسي يسند إلى مقارنة الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)، وتوصلوا في هذه الدراسة إلى أن لسياسة التيسير الكمي أثراً معنوياً موجباً على معدلات التضخم على المدى القصير والطويل".

- دراسة رمضاني وكافي (2021)، الموسومة بـ: "أثر سياسة التيسير الكمي على الأهداف النهائية

للسياسة النقدية التقليدية في الولايات المتحدة الأمريكية للفترة ما بين (2008-2020) - دراسة قياسية تحليلية باستخدام نموذج ARDL، هدفت الدراسة إلى "توضيح أثر سياسة التيسير الكمي على الأهداف النهائية للسياسة النقدية التقليدية في الولايات المتحدة الأمريكية للفترة ما بين (2008-2020)، كأداة حديثة من أدوات السياسة النقدية ظهرت لحل المشاكل الناتجة عن الأزمة العالمية 2008 التي مفادها ضخ البنوك المركزية للأموال في الاقتصاد عن طريق شراء السندات الحكومية طويلة الأجل عالية المخاطر وزيادة القروض إما بواسطة البنك المركزي أو البنوك التجارية أو القروض العامة من أجل زيادة المعروض النقدي، وبعد قياس الأثر باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الموزعة ARDL توصلت الدراسة إلى وجود علاقة توازنية طويلة وقصيرة الأجل بين سياسة التيسير الكمي والأهداف النهائية للسياسة النقدية التقليدية (التضخم، البطالة وميزان المدفوعات"

- دراسة (Jai Won, Saang, & Won (2019) تحت عنوان:

"Effects of japanese quantitative easing policy on the economies
of japan and korea"

حاول الباحثين من خلال هذه الدراسة تحليل أثر التسهيل الكمي (القائم على الاعلانان) لبنك اليابان، على متغيرات الاقتصاد الكلي في كل من اليابان وكوريا الجنوبية، وذلك بالاعتماد على نموذج (Qual VAR)، ثم مقارنة نتائج هذا النموذج بنتائج نموذج (TVP VAR)، الذي اعتمد فيه على القاعدة النقدية كبديل لسياسة التيسير الكمي، أما بيانات الدراسة، فقد كانت فصلية؛

بالنسبة لليابان، شملت "القاعدة النقدية، الناتج المحلي الاجمالي، مؤشر أسعار المستهلك، سعر صرف الين مقابل الدولار ومؤشر نيكي لأسعار الأسهم"، أما في حالة كوريا الجنوبية فقد شملت "صافي الصادرات بين البلدين، سعر صرف الين (KRD/JPY)، مؤشر أسعار الأسهم (KOSPI)"

امتدت الدراسة بداية من الربع الأول من سنة 1990 إلى غاية الربع الرابع من سنة 2007. وتشير نتائج (Qual VAR) و (TVP VAR) إلى أن سياسات التيسير الكمي QE التي تم تنفيذها في الفترة من مارس 2001 إلى مارس 2016 (بشكل رئيسي في ظل إدارة كوزومي) وسياسة التيسير الكمي الثاني QQE (Quantitative and qualitative easing) أو ما يطلق عليها (التيسير الكمي والنوعي) التي تم تنفيذها بعد أفريل 2013 (في ظل إدارة أبي)، ناجحة في تعزيز مؤشر أسعار المستهلك في اليابان على المدى الطويل فقط خلال فترة QQE الثانية.

ومع ذلك، يلاحظ في كلا النموذجين، أن سياسة التيسير النقدي تؤدي بوضوح إلى انخفاض قيمة الين الياباني. كما يوضح تحليل (Qual VAR) أن التأثير السلبي لسياسة التيسير اليابانية (QE+QQE) على الناتج المحلي الإجمالي لكوريا يصبح أقوى خلال فترة QQE، حيث ينخفض بنسبة 0.46% على المدى البعيد، علاوة على ذلك تنخفض أسعار الأسهم الكورية، وكذا صافي صادراتها إلى اليابان، مع ارتفاع الون الكوري مقابل الين الياباني.

- دراسة (Koeda (2019 بعنوان:

"Macroeconomic effects
of quantitative and qualitative monetary easing measures"

قام الباحث في هذه الدراسة، بتقدير نموذج (SVAR) باستخدام بيانات بابانية، شملت متغيرين في الاقتصاد الكلي "معدل التضخم الشهري وفجوة الناتج" ومتغيرين في السياسة النقدية "معدل سعر الفائدة الرئيسي ومعدل الاحتياطي الفائض" بالإضافة إلى متغير مالي تمثل في التغيير في أسعار الأسهم" امتدت فترة الدراسة بداية من شهر جانفي من سنة 1995 إلى غاية الشهر الأخيرة لسنة 2016.

أظهر النتائج أن سياسة التيسير الكمي والنوعي (QQE) لبنك اليابان أدت إلى زيادة الإنتاج في العام الأول، وأن رفع سعر الفائدة الأساسي أو خفض عتبة التضخم في التوجهات المستقبلية ليس بالضرورة انكماشياً.

- دراسة (2019) Stefan, Romanos, & Vogel بعنوان:

"The macroeconomic effects of quantitative easing in the euro area:

Evidence from an estimated DSGE model"

قدمت الدراسة تقدير نموذج التوازن العام العشوائي الديناميكي للاقتصاد المفتوح (DSGE) مع تقنيات بايزي، لتوفير تقييم تجريبي هيكلي للأثار الاقتصادية الكلية لبرنامج التيسير الكمي (QE) التابع للبنك المركزي الأوروبي. ومن خلال السماح بحيازة الديون الحكومية عبر الحدود واستخدام البيانات المتعلقة بأرصدة الديون الحكومية والعوائد عبر آجال الاستحقاق، حدد أصحاب الدراسة المعايير التي تحكم إعادة توازن المحفظة في القطاع الخاص. كما اعتمدوا على امتداد منهجي يقيس المساهمة غير الخطية للتيسير الكمي في تحليلات الصدمة في ظل قيد ملزم في بعض الأحيان (الحد الأدنى صفر).

استخدم في النموذج بيانات فصلية وسنوية للفترة (1999Q4-2018Q1) مع افتراض 34 صدمة خارجية؛ توصلت نتائج الدراسة إلى أن متوسط مساهمة التيسير الكمي للبنك المركزي الأوروبي في نمو الناتج المحلي الإجمالي السنوي لمنطقة اليورو وتضخم مؤشر أسعار المستهلكين في الفترة 2015-2018 يبلغ 0.3 و0.5 نقطة مئوية على التوالي، مع أقصى تأثير في عام 2016.

- دراسة (2013) Hausken & Ncube تحت عنوان:

"Quantitative easing and its impact in the US, Japan, the UK and Europe"

وتتمثل في دراسة الأحداث عن البرامج المختلفة التي طبقها بنك الاحتياطي الفيدرالي بين عامي 2008 و2012، وهي QE1 وQE2 وOperation Twist وQE3، من خلال تحليل رد فعل المتغيرات الثلاثة التالية: عوائد سندات الخزنة، Overnight Indexed Swap (OIS) أسعار المبادلة المفهرسة لليلة واحدة) وفروق أسعارها. أظهرت النتائج أنه بالنسبة للبرنامج الأول الذي أطلقه بنك الاحتياطي الفيدرالي انخفضت عوائد سندات الخزنة بشكل كبير وانخفضت أسعار فائدة OIS بالمثل، مما يشير إلى أن الانخفاض في عوائد الولايات المتحدة يمكن أن تؤدي إلى تغيير في توقعات أسعار الفائدة المستقبلية على المدى القصير. أما فيما يتعلق بالبرنامج الثاني (QE2)، فكانت الترددات كبيرة جداً ومرتبطة بقناة الإشارة. وعلى نحو مماثل، تسبب برنامج عملية تويست في انخفاض طفيف في الأسعار عبر قناة الإشارة، وبالتالي فإن البرنامج الثالث (QE3) لم ينجح في خفض العائدات على الرغم من الكميات الكبيرة من الأصول المشتراة.

على نحو مماثل، استخدم الباحثان نموذج (Large Bayesian VAR Modèle) لتقدير آثار التيسير الكمي على الاقتصاد على افتراض أن آثار التسهيل الكمي تعمل في المقام الأول من خلال فروق عوائد السندات الحكومية. ومن ثم تتم المقارنة مع توقعات سيناريو الموقف الذي يحدث في حالة عدم تطبيق التيسير الكمي، مع التوقعات المرجعية.

يظهر الفرق بين هذين السيناريوهين تأثير التيسير الكمي على الاقتصاد الواسع، أي تضخم مؤشر أسعار المستهلكين، والناتج المحلي الإجمالي، والإنتاج الصناعي، ومعدل البطالة، والسوق المالية.

وفقاً لنموذج الباحثين، لولا التيسير الكمي، لكان كل من التضخم والإنتاج الصناعي بمعدلات أقل، حيث كانت أكبر زيادة بلغها التضخم والإنتاج الصناعي بسبب التسهيل الكمي (على التوالي) هي (نسبة 1.6% في 2009) و (نسبة 2.4 نقطة مئوية في 2010)

أما بالنسبة لمعدل البطالة، فكان هذا ليرتفع بمقدار 0.5 نقطة مئوية لولا تطبيق سياسة التسهيل الكمي. ومع ذلك، لم ينجح نموذجهم في نمذجة النمو الاقتصادي من خلال الناتج المحلي الإجمالي وهو ما لم يثبت تأثيره.

ويزعم النموذج أيضاً أن التيسير الكمي كان ليدعم الأسواق المالية، غير أن التحليل المخالف للواقع يشير إلى أن مؤشر ستاندرد آند بورز 500 للأسهم، كان ليصبح أضعف خلال الفترة في نهاية عام 2008 لولا تنفيذ التيسير الكمي. وظهر التأثير الأكثر وضوحاً على المدى القصير في منتصف عام 2009 بزيادة قدرها 8%، في حين كان التأثير أقوى على المدى الطويل.

- دراسة (2016) Wu & Fan Dora بعنوان: "Measuring the macroeconomic impact of

monetary policy at the ZLB" قام الباحثان بتطوير تقريب تحليلي للسعر الآجل في نموذج هيكل مصطلح معدل الظل (SRTSM) "The Shadow Rate Term Structure Model"، الذي قدم وصفاً ممتازاً للبيانات خاصة عندما يكون الاقتصاد عند مستوى الحد الأدنى الصفري (ZLB) "The Zero Lower Bound"، حيث تم استخدام معدل الظل من (SRTSM) لبناء مقياس جديد لموقف السياسة النقدية عندما يكون معدل الأموال الفيدرالية الفعال (EFFR) "The Effective Federal Funds Rate" أقل من الصفر، وباستخدام هذا المقياس لدراسة تأثير السياسة النقدية غير التقليدية على الاقتصاد الحقيقي. وجد أن سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية في الظل يؤثر على الاقتصاد الحقيقي منذ جويلية 2009 بطريقة مماثلة لما فعله (EFFR) قبل الركود الكبير.

وعلى هذا النحو، بينت نتائج الدراسة صدمة التسهيل الكمي تحفز الاقتصاد الحقيقي استجابة لصدمة بمقدار -15% لسعر الفائدة، وانخفض معدل البطالة بنسبة 0.1%. وتعاود هذه الكمية تمديدًا لمدة عام واحد لفترة (ZLB) المتوقعة والمنصوص عليها في التوجهات المستقبلية.

في السياق ذاته، تضمن التحليل المضادة للواقع، أن الجهود التي بذلها بنك الاحتياطي الفيدرالي لتحفيز الاقتصاد منذ جويلية 2009 نجحت في خفض معدل البطالة بنحو 1% في ديسمبر 2013، أي أقل بنسبة 0.13% عما كان ليصبح عليه لو تابع بنك الاحتياطي الفيدرالي قاعدة تايلور التاريخية.

- دراسة (2015) Altavilla, Carboni, & Motto بعنوان:

"Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area"

كشف Altavilla & al من خلال دراسة للأحداث أن الآثار المترتبة على انخفاض العائدات المدفوعة من خلال برنامج شراء الأصول (APP) "Asset Purchase Programmes" يجب أن تكون واضحة أيضاً على الأصول الأخرى مثل سعر الصرف وسوق الأوراق المالية وتوقعات التضخم. حيث تفيد الدراسة أن قيمة اليورو انخفضت بنسبة 5% في مقابل الدولار الأمريكي على أساس التغيرات التي تحدث خلال يوم واحد، وبنسبة 12% عند النظر في التغيرات التي تحدث على مدى يومين.

وبالنسبة لبرامج الشراء التي توفر حافزا للاقتصاد الحقيقي، فإن انخفاض توقعات التضخم بما يتوافق مع توقعات العائدات الاسمية من شأنه أن يترك أسعار الفائدة الحقيقية دون تغيير. في هذا الصدد تمت دراسة استجابة توقعات التضخم أيضاً من خلال معدلات التضخم المبادلة ذات فترات استحقاق تتراوح بين 1 و 10 سنوات، أسفرت النتائج عن ارتفاع معدلات توقعات التضخم في جميع آجال الاستحقاق، مع الأخذ في الاعتبار تغيرات اليوم الواحد واليومين؛ وتكون التأثيرات أكثر وضوحاً عند فترات الاستحقاق القصيرة والمتوسطة الأجل. وعلى وجه التحديد، يبلغ التغير في يوم واحد في معدلات مبادلة التضخم حوالي 15% لاستحقاق سنة واحدة و 5 سنوات، وحوالي 6% لاستحقاق 10 سنوات.

9. مقارنة الدراسة الحالية بالدراسات السابقة

مجملة الدراسات السابقة التي تم التطرق إليها آنفاً، تناولت جانباً من الموضوع المراد البحث فيه فمنها ما ركز فقط على القنوات الرئيسية المسؤولة على نقل أثر سياسة التسهيل الكمي إلى الاقتصاد الحقيقي. ومنها ما توقفت على تقييم الآثار الاقتصادية الناتجة عن هذه السياسة، كما اختصت أخرى بتشخيص الظروف التي كانت سبباً في تطبيقها، وفي المقابل تحليل طرق التطبيق، لتمكين السلطات النقدية من توفير الأدوات والآليات الفعالة في ظل الشروط الواجبة لإنجاح سياسة التسهيل الكمي. وعلى نحو مماثل، نجد من بين الدراسات السابقة من ركزت على الآثار التبادلية العابرة للحدود بين الدول المترابطة اقتصادياً نتيجة انتهاج إحداها لسياسة التسهيل الكمي.

ومن أجل إبراز ما قد تسهم به الدراسة الحالية ضمن ما سبقها من أبحاث في مجال التسهيل الكمي، سيتم مقارنتها في البداية بالدراسات التي تطرقت للموضوع من جانب التحليل النظري، ثم مقارنتها بالدراسات التي تطرقت للموضوع باستخدام النمذجة القياسية.

1.9 مقارنة الدراسة الحالية بالدراسات السابقة من الجانب النظري للموضوع

تعتبر معظم الدراسات التي تطرقت للسياسة النقدية بشكلها غير التقليدي ولآلية التسهيل الكمي على وجه الخصوص، إمتداداً لنظرية الخبير الاقتصادي السويدي كنوت ويكسل (Knut Wicksell) سنة 1898 حول الاقتصاد الائتماني. ولأبحاث كل من الاقتصادي الألماني ريتشارد فيرنر (Richard Andreas Werner)، في مجال الخدمات المصرفية والتنمية، الذي اقترح سياسة نقدية جديدة للتعامل بسرعة مع الأزمات المصرفية، والتي أطلق عليها اسم "التسهيل الكمي"، وتم نشرها سنة 1995 بمقال تحت عنوان " كيفية تحقيق التعافي من خلال "التيسير النقدي الكمي" بمجلة "The Nihon Keizai Shinbun - Nikkei" اليابانية. وكذا للاقتصادي الأمريكي بول روبين كروغمان (Paul Robin Krugman) بشأن ما كتبه سنة 1998 عن مصيدة السيولة في اليابان (JAPAN'S TRAP). كما تعد أيضاً إمتداداً لما كتبه الخبير الاقتصادي مايكل وودفورد (Michael Woodford) بداية من سنة 2002، حول نظرية السياسة النقدية والنوع الأمثل لسياسة الاستقرار والتوازن الاقتصاديين، الفائدة والأسعار.

بالإضافة للأعمال المشتركة بين: بن شالوم برنانكي (Ben Shalom Bernanke) وفنسننت ريموند راينهارت (Vincent Raymond Reinhart)، سنة 2004؛ وأخص بالذكر الورقتين البحثيتين: "إدارة السياسة النقدية بمعدلات فائدة قصيرة الأجل منخفضة للغاية" و "بدائل السياسة النقدية عند حد الصفر: تقييم تجريبي"

في السياق نفسه، تعتبر الدراسات السابقة إمتداداً بأكثر الدراسات استشهاداً بشأن ذات الموضوع، على غرار دراسة كل من:

أرفيند وأنيت "Arvind Krishnamurthy Annette Vissing-Jorgensen" سنة 2011 أين تناولتا آثار التيسير الكمي على أسعار الفائدة: القنوات والانعكاسات على السياسة، من خلال تقييم تأثير شراء بنك الاحتياطي الفيدرالي لسندات الخزنة طويلة الأجل وغيرها من السندات طويلة الأجل على أسعار الفائدة. وأنه من غير المناسب التركيز فقط على أسعار سندات الخزنة كهدف سياسي لأن التيسير الكمي يعمل من خلال قنوات عديدة تؤثر على أصول معينة بشكل مختلف، من بينها: قناة الإشارة قناة الدفع المسبق وقناة مخاطر التخلف عن سداد السندات.

أما (Jens H.E. & Glenn D (2012)، فقد استخدم نماذج DTSM التجريبية لكل من الاحتياطي وبنك إنجلترا، لتحليل استجابات العائد للإعلانات الرئيسية المتعلقة ببرامج شراء السندات لموضوع استجابة أسواق الدخل الثابت لبرنامج التسهيل الكمي لكل دولة.

في حين حلل (Neely (2015)، تأثير السياسة النقدية في شكلها غير التقليدي، معتبرا أن إعلانات هذه السياسة كانت سببا في انخفاض عائدات السندات الدولية طويلة الأجل و سعر صرف الدولار المقابل لها. وأن كل من قناة الإشارة، السيولة وتوازن المحفظة تؤثر على الأسعار المتعلقة بعمليات الشراء للأصول الطويلة الأجل.

بينما اقتصر (Kanga (2017)، في دراسته على عرض تجربة سياسة التسهيل الكمي بمنطقة اليورو، بعد فشل أداة سعر الفائدة في تحقيق الاستقرار المالي، مبينا أن أداة التسهيل الكمي قد يتم تطبيقها إما لتكامل أداة سعر الفائدة أو لتستبدل بها، وأنها مجرد أداة من أجل تعقيم لجزء من مشتريات البنك المركزي الأوروبي. ومن ذات الزاوية، عرض (Dell'Ariceia, Rabanal, & Sandri(2018) تجربة السياسات النقدية غير التقليدية في منطقة اليورو والمملكة المتحدة واليابان. مع مناقشة كيفية عمل التيسير الكمي، والتوجيه المستقبلي، وسياسات أسعار الفائدة السلبية من الناحية النظرية وبعض أثارها الجانبية المحتملة.

في المقابل، نجد السياسة النقدية بشكلها المستحدث وأدواتها غير التقليدية، لاقت أيضا اهتمام العديد من الباحثين الجزائريين، على غرار كل من: مطاي وراشدي (2016)، صاري علي(2018)، بديار(2020)، عادل وبركة(2020)، دودو وعبد الرزاق(2020)، طيوب، بن عبيد وججاب(2020)، حيث انصب اهتمام أبحاثهم تقريبا، على قراءة بعض التجارب وتحليل فعالية السياسة النقدية بشكلها غير التقليدية المنتهجة في كل من الولايات المتحدة، اليابان، المملكة المتحدة ومنطقة اليورو، كأسلوب متطرف لمعالجة الأزمات المالية مع تسليط الضوء على أداة التسهيل الكمي قنوات نقل أثارها للنشاط الاقتصادي ومحددات تطبيقها.

أما بوطوبة وطويل (2017)، فقد تناول أثر سياسة التسهيل الكمي على سعر صرف الدولار مقابل عملات البلدان المنتهجة لنفس الأداة في سياستها النقدية، بينما وضع حمزة والطيب (2018) "دور التيسير الكمي في إعادة تنشيط الإقراض المصرفي ودعم قدرة البنوك على مواجهة المخاطر والتغلب على آثار أزمة 2008 واستعادة استقرار القطاع المصرفي". في حين ركز الطيبي وصديقي (2021)، على "تحليل آلية تأثير أداة التسهيل الكمي على بعض المتغيرات الاقتصادية الكمية المؤثرة بشكل مباشر في مناخ الاستثمار في اليابان والولايات المتحدة".

ومن جانب وصف الدراسات السابقة التي تطرقت لموضوع التسهيل الكمي وأجريت في الجزائر نجد جملها اعتمد في تقييمها لهذه الأداة، على تشخيص الحالة الاقتصادية المرتبطة بقطاع المحروقات

وما يسببه هذا القطاع من تأثيرات في التوازنات الكلية. حيث تضمنت جل الدراسات على غرار أبحاث كل من؛ محمد وميلود (2018)، صديقي والعشي (2018)، يونس ومدوخ (2019)، جاري، شلال وبن طالي (2019)، Ghennam (2019)، شاوش اخوان، شعباني وهادف (2020)، وقنوني ودائمي (2020)، سعودي وبوسدره (2020) (و) لزرقي وعياش (2020)، عرضاً لتجربة التسهيل الكمي (التمويل غير التقليدي) في الاقتصاد الجزائري، دوافع تطبيق هذا الأسلوب، الشروط الواجب توفرها وما يحمل في طياته من أثار وانعكاسات سلبية، لاسيما على ميزان المدفوعات، الخزينة العمومية، الدين المحلي الموازنة العامة، قيمة العملة، معدل التضخم، حجم البطالة وغيرها، في ذات السياق، يرى بوجلال وديب (2019)، "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". بينما ذكر كل من: روشو (2020) (و) مكيديش ورزوقي (2020)، "أن لجوء الجزائر لأسلوب التمويل غير التقليدي يعتبر مخاطرة، ما لم ترافق هذه العملية استراتيجية تنموية محكمة، واستحداث آليات تمويل حقيقية، أما نجاح هذا الأسلوب فقد يتطلب مرونة وتنوع في الأنشطة الاقتصادية للدولة".

أما بخصوص الدراسة الحالية، سنحال من خلالها إجراء تشخيص لواقع الاقتصاد الجزائري والظروف والدوافع التي أدت لانهاج سياسة التسهيل الكمي كآلية للتمويل غير التقليدي، حتى نتمكن من تحليل هذا الأسلوب واستشراف أثره على الاقتصاد الجزائري.

2.9 مقارنة الدراسة الحالية بالدراسات السابقة من جانب النمذجة القياسية

حتى نتمكن من تحديد ما تتطلبه الدراسة الحالية من متغيرات بشأن النمذجة القياسية الاستشرافية وكذا مسaire ما تم استخدامه من مناهج من قبل الباحثين، تم تتبع الدراسات القياسية سابقة الذكر، أين اتضح أن جل الدراسات ركزت اهتمامها حول تأثيرات التسهيل الكمي على متغيرات الاقتصاد الكلي. معتمدة وبشكل أساسي على نماذج مثل: VAR، Bayesian، FRB/US، SVAR، ARIMA، DSGE، ARDL، Koyck/Almon (و) SRTSM.

غير أنها لم تتفق فيما بينها على نوع وطبيعة المتغيرات بل تعددت وتباينت حسب ما يتميز به اقتصاد الدولة التي طبقت أسلوب التسهيل الكمي في سياستها النقدية، وكذا حسب المشكلة المراد البحث فيها والإجابة عليها.

اعتمدت الدراسات السابقة في نمذجتها القياسية على متغيرات نقدية (برامج التسهيل الكمي الكتلة النقدية، أسعار الفائدة، السيولة المصرفية ... وغيرها)، وأخرى (متغيرات) مالية (المؤشرات المالية، عوائد السندات، حجم الائتمان، أسعار الأصول ... إلخ) بالإضافة إلى متغيرات الاقتصاد الكلي والمتمثلة في الناتج المحلي الإجمالي، التضخم، البطالة، سعر الصرف ... وغيرها.

و تتقارب نتائج الدراسات، خاصة في إظهار أن التيسير الكمي كان له بالفعل تأثير على التضخم والنتائج المحلي الإجمالي ومعدل البطالة. ومع ذلك، لا يزال هناك قدر معين من عدم اليقين بشأن النتائج لعدة أسباب، من بينها أنه لا يمكن للنماذج المستخدمة في التحليلات أن تأخذ في الاعتبار جميع خصائص الأنظمة المالية، كما أن الطرق المستخدمة لا تأخذ في الاعتبار جميع قنوات نقل تأثير التسهيل الكمي الممكنة إلى الاقتصاد الحقيقي. إلا أنه من خلال ما تمت ملاحظته، لا يوجد تناقضات كبيرة ملفتة للانتباه بشأن النتائج.

وتختلف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة في الآتي:

- من حيث المكان والزمان:

الدراسات المعتمد عليها في الدراسة الحالية، موزعة بين بيئتين؛ تمثلت البيئة الأولى على وجه الخصوص في " الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، إنجلترا، منطقة اليورو"، أما البيئة الثانية فقد تمثلت في الجزائر، وقد انحصرت فترات الدراسات في كل من البيئتين، ما بين (1990-2020).

أما ما يميز الدراسة الراهنة عن ما سبقها، هو تسليط الضوء على الفترة الممتدة من الفصل الأول من سنة 2003 إلى غاية الفصل الرابع لسنة 2020، بسبب خضوع هذه الفترة لبعض الظروف الخاصة والتعديلات العديدة على قانون النقد والقرض الجزائري وعلى فترات مختلفة، بداية من الأمر 11-03 المتعلق بالنقد والقرض الصادر في 2003/08/26، ثم الظروف الاقتصادية الصعبة التي مرت بها الجزائر جراء انهيار أسعار النفط منتصف سنة 2014. وأخيرا قرار الحكومة بتميم الأمر 11-03 المتعلق بالنقد والقرض من خلال القانون رقم 10-17 المؤرخ في 2017/10/11، في مادته 45 مكرر والتي من خلالها تم التفعيل الاقتصادي لسياسة التسهيل الكمي إلى غاية شهر أفريل لسنة 2019 و الإعلان عن توقيف انتهاج هذا الأسلوب.

- من حيث نموذج الدراسة:

لم تتفق الدراسات السابقة على نموذج موحد، حيث اعتمد كل من: **Annette & Arvind** و **Hausken & Ncube** و **Altavilla & al** في أبحاثهم على دراسة الحدث، في حين نجد **Bernanke** اعتمد على الإحصائيات الهيكلية والسلاسل الزمنية (نموذج FRB/US)، أما **Falagiarda** و **Stefan & al** فقد اعتمدوا في دراساتهم على نموذج التوازن العام الديناميكي **DSGE**، بينما طبق يحي وأخرون تقدير نماذج **ARIMA**، على عكس رمضاني وكافي، فقد استخدموا نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع **ARDL**. وانفرد **Wu & al** مستخدما نموذج هيكل مصطلح معدل الظل **SRTSM**. للإشارة أن معدل الظل هو سعر فائدة في بعض النماذج المالية، يتم استخدامه لقياس الاقتصاد عندما تقترب أسعار الفائدة الاسمية من الحد الأدنى للصفر.

بينما استخدم Joyce & al عمليات المحاكاة (large BVAR model)، مع التحقق منها باستخدام نهج (ARDL). أما Hausken & Ncube (و) Weale & Wieladek فاكتفوا باستخدام (BVAR)، في حين طبق عباس كاظم و كامل جواد علاقة الانحدار والتباطؤ الزمني.

على نحو مماثل نجد كل من Nam، Matousek & al، Jai Won & al (و) Koeda استعانوا على الترتيب في دراساتهم على نماذج (VAR-X)، (Panel VAR)، (TVP VAR - Qual VAR) و (SVAR).

أما ما تعلق بالتجربة الجزائرية من دراسات، فنجدها تختلف هي الأخرى عن الدراسة الحالية من حيث النموذج المستخدم لقياس أثر سياسة التسهيل الكمي على الاقتصاد الجزائري، حيث وجدنا دراسة ريمي ورمضاني اعتمدت من أجل التنبؤ بالمستويات المستقبلية للتضخم في الجزائر على نموذج ARIMA أو ما يعرف بمنهجية بوكس جنكينز، بينما عيادي وصرارمة (و) جديدن فقد اعتمدوا في دراساتهم على نموذج ARDL، أما عن لبزة وضيف الله فقد أكدوا في دراستهما على أهمية اعتماد عنصر الزمن في تفسير الظواهر الاقتصادية، لذلك اعتمدا على نموذج الإبطاء الزمني Almon و Koyck.

في المقابل، اعتمدت الدراسة الحالية على نموذج شبيه إلى حد كبير بنموذج سانت لويس لوصف بنية الاقتصاد الجزائري، مع محاكاة النموذج وتطبيق بعض السيناريوهات الاستشرافية. وذلك لعدة اعتبارات من بينها، أن نموذج سانت لويس من النماذج الأشهر في العالم التي تطبق السياسة النقدية، فضلا عن ذلك، أنه مرن وقابل للتعديل، يتضمن مزيجا بين تأثيرات السياسة النقدية والسياسة المالية، وبالتالي يمكن تكيفه مع الاقتصاد الجزائري.

ولتقدير النموذج تم استخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين (2SLS)، لكونها تعد من أفضل طرق تقدير المعادلات الآنية نظرا لبساطة استخدامها وعدم احتياجها لكامل المعلومات، فضلا عن كون مقدراتها متسقة ومتقاربة وأنها أقل حساسية لأخطاء التوصيف.

- من حيث متغيرات الدراسة:

نموذج سانت لويس يتضمن أهم المتغيرات الاقتصادية (التضخم، البطالة، النمو)، ويتيح دراسة تأثيرات سياسة التسهيل الكمي بتوفره على المتغيرات المطلوبة كسعر الفائدة، عرض النقود والطلب على السندات، حيث بالانتقال من الشكل الدالي إلى الشكل الرياضي للنموذج القاعدي سانت لويس لوصف بنية الاقتصاد الجزائري خطيا، وتفاعل كل من السياسة النقدية والمالية، تضمن النموذج المعتمد في الدراسة (5) معادلات هيكلية، (3) معادلات تعريفية، و(12) متغيرا.

وبالتالي فإن الدراسة الحالية تختلف عن الدراسات السابقة من حيث: دوافع انتاج هذا الأسلوب، اختلاف كل من المجتمع الإحصائي والمنهج والأدوات، بالإضافة لاستخدام الدراسة الحالية

متغيرات أكثر شمولاً وتغطية لمتغيرات الاقتصاد الجزائري، تعكس الأهداف التي طبقت من أجلها سياسة التسهيل الكمي كآلية للتمويل غير التقليدي.

مع ذلك، يمكن القول بأن الدراسات السابقة ساهمت في:

- ضبط المصطلحات والمفاهيم وكذا متغيرات الدراسة التي من شأنها أن تساعد على الإحاطة بالموضوع وبالتالي الإجابة على تساؤلات البحث؛
- التعمق في الموضوع خاصة من الجانب المفاهيمي؛
- تمكين الباحث من اختيار النموذج الأنسب للدراسة الحالية؛
- الإلمام بنتائج الدراسات السابقة، مكنت الباحث من الانطلاق في الدراسة الحالية.

10. هيكل الدراسة:

من أجل دراسة الموضوع المطروح من كل جوانبه، ومعالجة إشكاليته، تم تقسيم الدراسة إلى خمسة فصول، تسبقهم مقدمة تشمل على مختلف الأبعاد الأساسية لموضوع البحث وإشكاليته وتعقيهم خاتمة متضمنة نتائج البحث وجملة من التوصيات المستمدة من النتائج المتوصل إليها تليها آفاق البحث، وبالتالي جاءت فصول الأطروحة كالآتي:

الفصل الأول: تحت عنوان "المعرض النقدي وقنوات التمويل في الاقتصاد" تم تقسيمه إلى أربعة محاور رئيسية، حاولنا من خلال المحول الأول تقديم العرض النقدي المتداول في الاقتصاد من حيث المفهوم، جهات الإصدار والعوامل الأساسية المحددة له، أما المحور الثاني فتضمن أفكاراً لأهم النظريات النقدية في الفكر الاقتصادي وكيفية تحليلها لتأثير التغيير في المعرض النقدي على النشاط الاقتصادي في حين تناول المحور الثالث، قنوات التمويل في الاقتصاد، بينما تم تخصيص المحور الأخير للتمويل في اقتصاديات الاستدانة واقتصاديات الأسواق المالية.

الفصل الثاني: جاء موسوم بـ "السياسة النقدية وفعالية قنوات انتقال أثرها في الاقتصاد"، تم التركيز من خلاله على المفاهيم المرتبطة بالسياسة النقدية، اتجاهاتها ومكانتها تبعاً لتطور الفكر الاقتصادي مع التعرّيج على أهدافها، أدواتها ثم قنوات إبلاغها. يلهمنا تقديم شرحاً لدور السياسة النقدية بشكلها التقليدي في معالجة الاختلالات الاقتصادية، شروط النجاح، الفعالية والمحدودية. أما في الأخير، فتم التطرق لأسباب فشل أدوات السياسة النقدية بشكلها التقليدي من جهة وما قابلها من حزمة التدابير غير التقليدية للسلطات النقدية لمواجهة الأزمات المالية من جهة ثانية.

- الفصل الثالث: جاء تحت عنوان "التسهيل الكمي آلية مستحدثة لإدارة السياسة النقدية" تم تقسيمه إلى محورين رئيسيين، تضمن المحور الأول التسهيل الكمي من الفكرة إلى التجسيد، أما المحور الثاني فقد تناول تجارب بنوك مركزية عالمية انتهجت هذا الأسلوب في إدارة سياستها النقدية
- الفصل الرابع: المعنون بـ: "تطبيق التسهيل الكمي في الجزائر"، تضمن هذا الفصل تشخيص وتحليل مسار السياسة النقدية في الجزائر مع الإلمام بالظروف والأسباب التي مهدت ودفعت بالحكومة الجزائرية إلى انتهاز سياسة التسهيل الكمي، ثم التطرق إلى التفعيل الاقتصادي لهذه الأسلوب النقدي المتطرف مجالات الاستخدام وتحديات تطبيقه.
- الفصل الخامس: تضمن هذا الفصل دراسة قياسية استشرافية لتجربة التسهيل الكمي في الاقتصاد الجزائري.

11. صعوبات الدراسة:

- من أهم الصعوبات التي واجهتنا أثناء إعداد هذه الأطروحة، نذكر:
- قصر مدة تطبيق سياسة التسهيل الكمي في الجزائر نتيجة التجميد المفاجئ، صعب من عملية جمع المعطيات المتعلقة بهذا الشأن لإجراء عملية التحليل والمقارنة؛ .
- خصوصية المعطيات المرتبطة بالاقتصاد الجزائري وتباينها بين مختلف المصالح العمومية صعب من عملية بناء النموذج القياسي والتحليل الاقتصادي للنتائج.
- صعوبة الحصول على البيانات الربع سنوية لبعض متغيرات الدراسة.

الفصل الأول:

المعرض النقدي وقنوات التمويل في الاقتصاد

تمهيد

1. العرض النقدي المتداول في الاقتصاد
 - 1.1. مفهوم العرض النقدي
 - 2.1. جهات إصدار (خلق) النقود
 - 3.1. العوامل الأساسية المحددة لعرض النقود
2. العرض النقدي في إطار النظريات النقدية
 - 1.2. النظرية النقدية التقليدية
 - 2.2. النظرية النقدية الكينزية
 - 3.2. نظرية مدرسة شيكاغو
 - 4.2. النظرية النقدية الحديثة (MMT)
3. قنوات التمويل في الاقتصاد
 - 1.3. قناة التمويل المباشر
 - 2.3. قناة التمويل غير المباشر
4. التمويل في اقتصاديات الاستدانة واقتصاديات الأسواق المالية
 - 1.4. اقتصاديات المديونية
 - 2.4. اقتصاديات الأسواق المالية

خلاصة الفصل

تمهيد

تعتبر النقود منشطة أو مثبطا للنشاط الاقتصادي، كما تعد أداة للتحكم فيه لما لها من تأثيرات قوية على مختلف المتغيرات الاقتصادية، لهذا يعد العرض النقدي من أهم المتغيرات الاقتصادية ذات التأثير المباشر على الأنشطة الاقتصادية، وذلك للدور الهام الذي يلعبه في الاستقرار الاقتصادي نتيجة للعلاقة الوثيقة التي تربط بينه وبين العديد من العوامل الاقتصادية الأخرى.

زيادة المعرض النقدي بصورة مفرطة يؤثر على الأسعار ويؤدي إلى تدهور قيمة العملة الوطنية، ونقصان المعرض النقدي بأكثر مما يجب يؤدي إلى الانكماش، وفي كلتا الحالتين تتأثر الأنشطة الاقتصادية.

في ذات السياق، يحتاج سير الاقتصاد لرؤوس أموال تنتقل بين الأعوان الاقتصاديين المكونين للدولة، عن طريق الاقتراض لتمويل نشاطاتها، خاصة عند الذين لا تكفي مواردهم المالية لتغطية نفقاتهم الاستثمارية، أما البعض الأخر من الأعوان يملكون ادخارات دون أن تستغل في استثمارات حقيقية وهو ما يشكل لديهم قدرات على التمويل، يمكن استغلالها من طرف الأعوان المستثمرين في الاقتصاد.

من هذا المنطلق يأتي هذا الفصل متناولا في ثناياه؛ مفهوم ومحددات العرض النقدي بعد التعرّيج على جهات إصدار النقود، ثم تحليل أثر العرض النقدي في النشاط الاقتصادي من وجهة النظريات النقدية، بعدها سيتم التطرق إلى تحليل قنوات التمويل في الاقتصاد، لاعتبار التمويل بمثابة القلب النابض الذي يمد القطاع الاقتصادي بمختلف مؤسساته ووحداته بالسيولة اللازمة للقيام بعملية الاستثمار، من أجل تحقيق التنمية والدفع بعجلة الاقتصاد نحو الأمام.

1. العرض النقدي المتداول في الاقتصاد

تعتبر النقود وحدة للحساب ووسيلة للتبادل، مستودعا للقيمة ومقياسا للدفع الآجل، إضافة لدورها الهام في تحديد مستوى الأسعار ومستوى الإنتاج، كما تؤثر في ميزان المدفوعات، لذا من الضروري التعرف على التغيرات في عرض النقود ومصادر هذه التغيرات، قصد اتخاذ الإجراءات والسياسات الملائمة في الوقت المناسب.

1.1 مفهوم العرض النقدي

العرض النقدي هو كمية النقد المتداولة في الاقتصاد، وهي الكمية التي نجدها في حوزة الأعوان الاقتصاديين المكونة من الأفراد أو العائلات والمشروعات، أي كل الوحدات الاقتصادية باستثناء القطاع المصرفي. (محمد الشريف، 2003، صفحة 222)

المقصود بالنقود المتداولة هنا، هي كافة أشكال النقود التي يحوزها الأفراد أو المؤسسات والتي تختلف أشكالها بمدى التطور الاقتصادي والاجتماعي وتطور العادات المصرفية في المجتمعات (أكرم ومشهور، 2005، صفحة 89)

يصدر النقد من قبل الجهاز المصرفي المكون أساسا من البنك المركزي، البنوك الابتدائية أو التجارية وإلى حد ما الخزينة العمومية، أما كمية النقد المتداولة فإنها تتكون من النقد الائتماني أو القانوني، الذي يصدره البنك المركزي (الأوراق النقدية والقطع الجزئية التي تصدر في بعض البلدان من قبل الخزينة العمومية)، والنقد الكتابي أو نقد الودائع الذي تصدره البنوك الابتدائية.

إضافة إلى ذلك، يعد المعرض النقدي كمية النقود التي يتم تحديدها من جانب السلطات النقدية، وفقا لعدة عوامل منها؛ أثر الكمية النقدية على مستوى الأسعار (معدل التضخم)، مرحلة الدورة الاقتصادية (حالة النشاط الاقتصادي)، معدل النمو ومستوى الرفاهية الاقتصادية.

وعليه يعمل البنك المركزي بشكل مباشر في التأثير على حجم النقود الورقية، كما يؤثر في حجم النقود الكتابية التي تصدرها البنوك التجارية من خلال عدة أدوات⁽¹⁾، أهمها تغيير معدل الاحتياطي النقدي القانوني، سياسة السوق المفتوحة... إلخ، وذلك للتأثير على مضاعف الائتمان (بلعزوز، 2004، صفحة 50)

1- سيتم توضيح أدوات السياسة النقدية في الفصل الموالي

ومن أجل تحليل هذا العنصر وشرح محدداته، سنلجأ إلى التعريف البسيط له بمعنى المجمع النقدي⁽¹⁾ (M1)، رغم كون المجمع النقدي (M3) يمثل أوسع مفهوم للمعرض النقدي.

أي أن: عرض النقود (Ms) = النقود الورقية وكسور النقود (C) + الودائع الجارية (D).

لكون هذا المفهوم أقل تعقيدا ويزودنا بالأساس المطلوب لفهم عملية عرض النقود فضلا عن كون نتائج التحليلات التي تستخدم التعريف (M1) هي نفسها إلى حد كبير عند استخدام التعريفات الأخرى للمعرض النقدي، وإن كانت هذه الأخيرة تثير بعض التعقيدات عند استخدامها. (يونس و مبارك، 2003، صفحة 290)

وفقا للمفهوم السابق، فإن عرض النقود يتشكل من النقود التي يصدرها البنك المركزي من النقود الورقية وكسور النقود، بالإضافة للودائع تحت الطلب، التي هي بحوزة البنوك التجارية وبما أن الودائع تمثل العنصر الأكبر من العرض النقدي فإن فهم كيفية خلق النقود يعد أمرا ضروريا لفهم عملية عرض النقود.

تجدر الإشارة إلى أن البنوك تحتفظ بنسبة معينة من إجمالي ودائعها على شكل احتياطات (TR) وتنقسم هذه الأخيرة إلى قسمين:

- احتياطات قانونية - إجبارية (Rr): حيث يلزم البنك المركزي البنوك أن تحتفظ بنسبة معينة من مجموع ودائعها لديه دون أن تتقاضى مقابلا لذلك، وهذه النسبة تدعى معدل الاحتياطي القانوني (T).

- احتياطات اختيارية (Er): تكونها البنوك حسب رغبتها لمواجهة ما قد يطرأ من ظروف أو صعوبات المستقبل.

وعليه فالاحتياطات الإجمالية بالبنوك (TR) = الاحتياطات القانونية (Rr) + الاحتياطات الاختيارية (Er)، والاحتياطات القانونية (Rr) = إجمالي الودائع (D) × معدل الاحتياطي القانوني (t).

وبالتالي تكون القاعدة النقدية (MB) = النقود المتداولة خارج الجهاز المصرفي (النقود الورقية وكسور النقود) (C) + الاحتياطات الإجمالية بالبنوك (TR) (الحجار، 2006، صفحة 76)

إضافة إلى ما سبق طرحه، فالبنك المركزي والبنوك التجارية ليسا المؤثرين الوحيدين في

1- المجمعات النقدية "عبارة عن مؤشرات إحصائية تعبر لنا عن جميع وسائل الدفع المتوفرة في فترة زمنية معينة لدى الأشخاص المقيمين، مرتبة حسب درجة السيولة من الأكثر سيولة إلى الأقل سيولة: (M1) تتكون من النقود القانونية والكتابية. (M2) تتكون من (M1) وحسابات تحت الطلب بالنقد الوطني والتي تترتب عليها فوائد دائنة مثل حسابات الادخار على الدفتر وحسابات الادخار السكي. (M3) تتضمن بالإضافة إلى (M2)، الأصول النقدية بالعملات الأجنبية والسندات الصادرة عن مؤسسات الإقراض".

المعرض النقدي، بل تؤثر في هذه الأخيرة أيضا كل من قرارات المودعين والمقرضين.

2.1 جهات إصدار (خلق) النقود

تم عملية خلق أو إصدار النقود من طرف جهات محددة وكل جهة تقوم بهذه العملية على حسب طريقتها الخاصة، فنجد البنك المركزي يعمل على ذلك من خلال إصدار أوراق نقدية، فيما تقوم البنوك التجارية بذلك عن طريق الائتمان فتقدم أموالا للجمهور على شكل قروض من ودائع ليس لها وجود لدى هذه الأخيرة التي تودع لديهم على شكل حسابات جارية وودائع تحت الطلب أما الخزينة فقدرتها محدودة فهي مسؤولة عن إصدار نقود التجزئة بالإضافة لفتح الحسابات الجارية.

1.2.1 إصدار النقود من طرف البنك المركزي

البنك المركزي هو الهيئة الوحيدة المخول لها قانونا إصدار النقد القانوني أو تدميره، وهذه هي "الوظيفة الأساسية للبنوك المركزية منذ نشأتها، بل وحتى قبل ظهور البنوك المركزية كان الإصدار النقدي يعتبر كمهمة خاصة بالدولة وحدها دون غيرها رغم بعض التجاوزات أو الاستثناءات التي يتم فيها سك النقد، ويعد النقد الذي تم إصداره بمثابة التزامات على البنك المركزي يجب أن يقابلها في جانب الأصول ما يعادلها من أصول حقيقية أو مالية". (حسين رحيم، 2008، صفحة 72)

وبالطبع فإن حق البنوك المركزية في إصدار العملات ليس مطلقا، إذ لا تخلو أية دولة من بعض القيود التي تفرض على حرية البنوك المركزية في إصدار العملة، وهي قيود ترتبط بغطاء العملة من حيث نوعية وطبيعة مكوناتها وحجمها، فقد كانت قاعدة الذهب هي النظام السائد عالميا في إصدار النقود فكانت التشريعات الحكومية تقضي باحتفاظ البنوك المركزية برصيد ذهبي كغطاء للعملة التي يصدرها البنك المركزي. (محمود حامد، 2013، صفحة 283)

والجدير بالذكر في هذا الشأن، أن أنظمة الإصدار النقدي قد تطورت عبر المراحل الآتية:

- **نظام غطاء الذهب الكامل:** وفقا لهذه القاعدة يلتزم البنك المركزي بعدم إصدار أوراق نقد إلا بمقابل غطاء ذهبي كامل، وفي هذه الحالة تقابل قيمة الأوراق المصدرة ما يعادلها من ذهب ويتحدد حجم النقد المصدر ومعدل تغيره بحجم الغطاء الذهبي ومعدل تغيره، ولا يستطيع البنك المركزي هنا زيادة أوراق النقد المصدرة، إلا بزيادة الذهب المتواجد على مستواه، ومن هنا لا بد للبنك المركزي أن يتقيد بحجم الاحتياطي من الذهب المتوفر في خزينته.

- **نظام التغطية الجزئية بالذهب:** يحتوي هذا النظام على عنصرين من الغطاء (السندات والذهب) مما يجعله مرنا بعض الشيء، ولكن قبل الوصول إلى حد الإصدار الموثوق به إذا ما قورن

بنظام غطاء الذهب الكامل، "حيث يتضمن هنا القانون، تخويل البنك المركزي بإصدار نقود ورقية حتى حد معين مقابل سندات حكومية، وما يزيد عن ذلك الحد يكون غطاؤه ذهباً، أي أن الأوراق المالية كانت تغطي مقداراً ثابتاً من النقد المصدر، وهي أوراق النقد الموثوق به، بالتالي هذا النظام يضع قيوداً على حرية الإصدار، ويرى منتقدوه أنه هذا النظام جامد وقليل المرونة". (سعيد و محمد، 2010، صفحة 147)

- **نظام غطاء الذهب النسبي:** في هذا النظام يتم تحديد قيمة دنيا لنسبة الاحتياطي الذهبي مقابل النقود الورقية المصدرة، بحيث يغطي ما تبقى من قيمتها بأصول معينة مثل الأوراق التجارية والسندات الحكومية، "هذه الطريقة لتنظيم إصدار النقود الورقية، تضمنت صراحة إيقاف شروط الاحتياطي الكامل للذهب، إيقافاً مؤقتاً في ظروف معينة، وذلك لتحقيق الملائمة بين مرونة التداول من النقود الورقية بالنسبة لاحتياجات النشاط الاقتصادي، مع توفير قدر كافٍ من الأمان والثقة في هذه النقود". (محمد عزت، 2002، صفحة 173)

- **نظام الحد الأقصى للإصدار:** في ظل هذا النظام يضع المشرع الحد الأقصى للنقود المصدرة دون إلزام بوجود أي غطاء ذهبي لهذه النقود، وما يعيب هذا النظام هو احتمال عدم تناسب الكمية المصدرة من النقود وفقاً لهذا الحد مع مستوى النشاط الاقتصادي السائد، ولا يمكن زيادتها إلا بتغيير القانون.

- **نظام الإصدار الحر غير المقيد:** في ظل هذا النظام يصبح البنك المركزي مطلق الحرية في عملية الإصدار ولا يخضع لأية قيود خاصة بالغطاء الذهبي، ومن ثم "يكيف البنك المركزي عملية الإصدار تبعاً لمستوى النشاط الاقتصادي، واحتياجات هذا النشاط من النقود، ويتميز هذا النظام بأقصى درجات المرونة وإن كانت في نفس الوقت تتميز بالخطورة، لأنه يعرض الاقتصاد الوطني للتضخم ويتأسس هذا النظام على وظيفة البنك المركزي في التحكم في حجم الائتمان وبالتالي في مستوى النشاط الاقتصادي". (حسين واسماعيل، 2011، صفحة 134)

2.2.1 إصدار النقود من طرف الخزينة العمومية

تقوم الخزينة العمومية بالتدخل المباشر في خلق النقود أو امتصاصها، لأنها تكسب المبادرة في رفع الودائع وتجمعها من العائلات ومن مؤسسات القطاع الخاص والمؤسسات العمومية التابعة للدولة من جماعات محلية، دوائر حكومية، إدارات خدمانية وإنتاجية وغيرها، وذلك بطريقتين مباشرة وغير مباشرة: (خبابة، الاقتصاد المصرفي، 2013، صفحة 133)

تكون الطريقة المباشرة من خلال الحسابات الجارية التي يمكن فتحها لدى الخزينة العمومية فمثلاً تتصور موظفاً له حساب جاري بريدي، في آخر الشهر قامت الخزينة العمومية بتأدية مرتبه

10000.00 دج، وذلك بمباشرة تسجيل هذا المبلغ في حساب الموظف بالشيك البريدي، الشيء الذي يؤدي إلى خلق عملية كتابية، وفي نفس الوقت يسجل نفس المبلغ في حساب الشيك البريدي عند الخزينة العامة.

أما الطريقة غير المباشرة، فتخص الحساب البريدي الجاري، لأن كل ودائع هذه السنة تودع بدورها في حساب خاص بالخزينة العامة، فعلى سبيل المثال، نتصور أن شخص يملك مصنعا صغيرا، وله حساب في الشيك البريدي، وأنه يسدد ما عليه من ضرائب لصالح الخزينة العمومية الأمر الذي يؤدي إلى سحب مبالغ الضرائب من حسابه البريدي لدى الخزينة العمومية، وهكذا تمتص النقود الكتابية عن طريق الخزينة العامة.

3.2.1 خلق النقود من طرف البنوك التجارية

تقوم عملية خلق النقود على مبدأ الودائع تخلق النقد ولذلك تسمى أيضا بعملية اشتقاق الودائع، أي أن الودائع تخلق القروض، "أما الوجه الآخر لهذا المبدأ هو القروض تخلق الودائع. إذ أن الفرضية التي تقوم عليها عملية خلق الودائع هي أن القروض الممنوحة من طرف الجهاز المصرفي ستعود إليه كليا أو جزئيا، وذلك لأن الذي يستفيد من قرض مصرفي سيدفع به في مستحقات معينة مثل شراء مواد أولية أو تجهيزات، والذي سيتم الدفع إليه ألا وهو البائع، سيقوم بإيداع هذا المبلغ في حسابه لدى البنك، أي أنه سيعود إلى الجهاز المصرفي، حيث أن البنوك هي المؤسسات التي تقبل الودائع وتمنح القروض، وبالتالي فهي وحدها القادرة على خلق النقد من دون غيرها من مؤسسات الوساطة المالية الأخرى، وعليه فإن عملية خلق النقد تستند على عمليتي الإيداع والإقراض وهما ركيزتا العمل المصرفي." (حسين رحيم، 2008، صفحة 16)

ومن أجل فهم هذه الآلية، سيتم الاستعانة بالقاعدة الإنجليزية التقليدية القائلة (النقود تخلق الودائع) (Ammour Benhalima, 1997, p. 17)، تحدث هذه العملية عندما يقوم بنك ما بإقراض جزء من مواردها المالية المتاحة، ثم يقوم المقترض أو المستفيد بإعادة القرض في إحدى البنوك التي يتكون منها الجهاز المصرفي، و"يطلق على هذه الودائع بالودائع المشتقة تميزا لها عن الودائع الأصلية التي تتمثل في قيام أحدهم بإيداع نقود أو شيكات حصل عليها من غير طريق الاقتراض من وحدات الجهاز المصرفي" (البكري و صافي، 2012، صفحة 136).

بالتالي، فإن عملية خلق النقود تعني قدرة البنك التجاري على تقديم أموال للجمهور ومنح قروض من ودائع ليس لها وجود لديه، بل من الأموال التي تودع على مستواه على شكل حسابات جارية وودائع تحت الطلب.

- وتستند عملية خلق الودائع على توافر عاملين هما: (محمد عزت، 2002، صفحة 112)
- توافر الثقة⁽¹⁾ من جانب جمهور المتعاملين في مقدرة البنوك التجارية على الوفاء بالتزاماتها عند الطلب.
 - قبول فكرة قانون الأعداد الكبيرة⁽²⁾ أي توقع وجود تدفق مستمر من إيداعات العملاء يزيد عن مسحوبات الودائع في كل لحظة زمنية.
 - تجدد الإشارة أن هناك فرقا بين ما يستطيع أن يخلقه بنك مفرد من نقود الودائع وما يخلقه مجموع البنوك، بحيث تتحدد مقدرة مجموع البنوك على خلق النقود بالعوامل التالية: (عجمية وقريصة، 1986، صفحة 52)
 - حجم الوديعة الأولية.
 - نسبة الاحتياطي القانوني المعمول بها.
 - مدى احتفاظ المصارف مجتمعة بالزيادة في الودائع في خزنتها.
 - مدى رغبة المصارف مجتمعة في الإقراض.
 - مدى تمكن المصارف مجتمعة من الإقراض.

والفكرة الجوهرية هنا، تعود إلى قيام غالبية الأفراد بتسوية دفعاتهم بواسطة الشيكات التي يسحبونها على ودائعهم في البنوك التجارية، فما يتم سحبه من هذه البنوك من نقود ورقية لا يمثل إلا نسبة قليلة فقط من حجم النقود المودعة على مستواهم، وقد عمدت البنوك استنادا إلى هذا الأمر، إلى إقراض عملائها مبالغ تقيد في شكل ودائع تحت الطلب لديها، قابلة للسحب عليها بشيكات مثلها في ذلك مثل الودائع الأصلية التي تمت في شكل إيداع حقيقي لنقود ورقية لديها.

وهكذا تكون الودائع الأصلية سببا في خلق ودائع مشتقة تزيد عن كمية النقود الموضوعة تحت تصرف المجتمع، بمعنى آخر، ضاعفت الودائع الحقيقية حجم الودائع أو النقود الكتابية الموضوعة تحت تصرف عملاء البنوك التجارية.

وبالتالي "يمكن للبنك التجاري الذي يمارس نشاطه بانتظام ويتمتع بثقة عملائه الكثيرين الذين يودعون أموالهم لديه، أن يبين سياسته الائتمانية معتمدا على قاعدة ثبتت صحتها، وهي أن جل أصحاب الودائع لن يتقدموا معا وفي آن واحد لسحب ودائعهم، وإنما عملية السحب تكون على فترات زمنية متباعدة، إضافة إلى ذلك وجود مودعين جدد يقومون بإيداع ودائع جديدة في

1- ينبثق على هذه الثقة تشجيع المتعاملين مع البنوك على الاستمرار في الاحتفاظ بودائعهم لدى البنوك وقصر السحب منها ويكون عند الحاجة فقط.

2- بما يتوفر للبنوك من احتياطات، تستطيع من خلالها أن تقوم بتوظيفها والاستفادة منها في النشاط الاقتصادي.

البنك وعليه تكون النسبة بين المبالغ المسحوبة والمبالغ المودعة هي نسبة ثابتة تقريبا" (العدواني، 2014، صفحة 59). وكنتيجة لهذا فالبنوك التجارية تحتفظ بنسبة محدد من ودائعها في شكل موجودات سائلة لمقابلة طلبات السحب المحتملة والباقي تقرضه.

بافتراض نظام مصرفي به العديد من البنوك التجارية (مثل بنك واحد له عدة فروع) تجمع لديه كمية كبيرة من النقود والودائع، يستطيع عندها أن يقرض منها جزءا كبيرا ويحتفظ بنسبة معينة لمواجهة متطلبات الساحبين.

في هذه الحالة يمكن أن نفترض بعض الفرضيات من شأنها أن تساعد في فهم عملية خلق الودائع بشكل أفضل (البكري و صافي، 2012، صفحة 164)

◀ جميع البنوك التجارية اندمجت في بنك واحد فقط، له عدة فروع منتشرة.

◀ البنك التجاري يحتفظ بنسبة 25% كاحتياطي قانوني ويقوم باستثمار 75% على شكل قروض ممنوحة للمتعاملين ولا يحتفظ باحتياطات إضافية.

◀ جميع الناس يتعاملون مع المصارف التجارية ولا يبقون أموالهم في بيوتهم بل يحتفظون بأموالهم على شكل ودائع لدى البنك التجاري.

وعليه: إجمالي الودائع ($\sum D$) = مضاعف الودائع $(m)^{(1)}$ × الوديعة الأولية الأصلية (D_p)
حيث أن:

- إجمالي الودائع يمثل مقدار التوسع في الودائع منقوص منه التغير في عرض النقود.

- مضاعف خلق الودائع (m) هو مقلوب معدل الاحتياطي القانوني (t) أي ($m=1/t$).

وبالتالي يصبح إجمالي الودائع: ($\sum D$) = (D_p) × ($1/t$) ، أما مقدار الودائع التي يتم خلقها أي الودائع المشتقة فتحسب كالاتي: الودائع المشتقة (D_i) تساوي: إجمالي الودائع ($\sum D$) مطروحا منها الوديعة الأولية (D_p). أي أن: (D_i) = ($\sum D$) - (D_p)

ومن أجل توضيح ما تم التطرق إليه أعلاه نورد المثال العددي التالي:

بافتراض إيداع وديعة أولية لدى أحد البنوك التجارية مقدارها 20000 وحدة نقدية، حصل عليها من أحد الأشخاص لقاء قيامه ببيع سندات للبنك المركزي لدى البنك التجاري، وأن معدل

1- مضاعف الائتمان "هو مؤشر يقيس الزيادة المضاعفة في حجم الودائع الناجمة عن زيادة أولية في هذه الودائع أو احتياطات البنوك، بمعنى آخر، أن حصول البنوك التجارية على دينار واحد كاحتياطي إضافي أو وديعة جديدة، سيعمل على زيادة حجم الودائع الكلي على مستوى الاقتصاد بأضعاف هذه القيمة".

الاحتياطي القانوني المحدد من قبل البنك المركزي هو 25%، فتكون عملية خلق نقود الودائع كما يلي:

- يحتفظ البنك التجاري بـ 25% كاحتياطي نقدي تحت الطلب لدى البنك المركزي (5000 ون).
- أقترض المبلغ المتبقي (15000 ون) إلى أحد الأشخاص ولنفرض أنه (زيد).
 - ◀ نفترض أن (زيد) قام بشراء بضاعة بقيمة (15000 ون) من تاجر اسمه (عمر).
 - ◀ بافتراض أن (عمر) قام بإيداع مبلغ (15000 ون) بحسابه لدى بنك تجاري.
 - ◀ يقوم هذا البنك بالاحتفاظ بما قيمته 25% من مبلغ الوديعة الجديد (15000 ون).
 - ◀ يقوم البنك التجاري بإقراض المبلغ المتبقي لشخص آخر والذي بدوره يقوم بإيداع هذا المبلغ لدى أحد فروع هذا البنك.
 - ◀ بافتراض استمرار هذه العملية باقتطاع 25% كاحتياطي نقدي و 75% مبلغ يقرض من جديد نلاحظ تضاعف المبلغ المشتق في حين توسع الإقراض سوف يتباطأ بعد كل عملية ائتمان بسبب الاحتياطي النقدي الواجب الاحتفاظ به، ويمكن تلخيص ما سبق من خلال الجدول الآتي:

جدول رقم (1-1): عملية خلق النقود

رقم الوديعة	الوديعة	الاحتياطي النقدي	المبلغ المستثمر
1	20000	5000	15000
2	15000	3750	1125.5
3	11252	2810.5	8437.5
4	8437.5	2109.38	6328.12
5			
	80000	20000	60000

المصدر: (البكري و صافي، 2012، صفحة 166)

يلاحظ من خلال الجدول السابق أن إجمالي الودائع ($\sum D$) هو 80000 وحدة نقدية

$$(\sum D) = 20000 \times 1 / 0.25 = 80000$$

أي أن البنوك قد ضاعفت الودائع بمقدار أربعة مرات عن الوديعة الأولى، كما نلاحظ أن مجموع الودائع لدى البنك يساوي أيضا المبلغ المقرض أو المستثمر مضاف إليه المبلغ المودع كاحتياطي نقدي.

$$(\sum D) = 75\% \text{ اجمالي المبلغ المستثمر} + 25\% \text{ اجمالي الاحتياطي} = (\sum D)$$

$$=20000 + 60000 = 80000$$

في حين يرى محمود يونس ومن معه (2003) أن هذا المضاعف يقيس التغيير المضاعف الحاصل في العرض النقدي (Ms) نتيجة لتغيير معين في القاعدة النقدية (MB)، فبالتخلي عن الافتراضات السابقة والأخذ بعين الاعتبار قرارات كل من المودعين وكذا البنوك فإن لدينا ما يلي:

- الأفراد لا يودعون كل أموالهم في البنوك بل هناك جزء منها على شكل سيولة نقدية (C)، كما نفترض أن نسبة النقود في التداول إلى الودائع الجارية ثابتة ($\frac{C}{D}$ ثابتة).

- تحتفظ البنوك باحتياطات إضافية زائدة عن الاحتياطات القانونية كما نفترض أن نسبتها إلى الودائع الجارية ثابتة ($\frac{Er}{D}$ ثابتة).

وبالتالي:

$$MB = Rr + Er + C$$

$$MB = (t \times D) + \left(\frac{Er}{D} \times D\right) + \left(\frac{C}{D} \times D\right)$$

$$MB = D \times \left(t + \frac{Er}{D} + \frac{C}{D}\right)$$

بقسمة طرفي المعادلة على القيمة بين القوسين نجد:

$$D = \frac{1}{1 + \frac{Er}{D} + \frac{C}{D}} \times MB$$

وباستخدام تعريف العرض النقدي على أنه:

المعرض النقدي (Ms) = النقود الورقية وكسور النقود (C) + الودائع الجارية (D) فإن:

$$Ms = C + D = \left(\frac{C}{D} \times D\right) + D = \left(1 + \frac{C}{D}\right) \times D$$

بالتعويض عن (D) بقيمتها في المعادلة السابقة نحصل على:

$$Ms = \frac{1 + \frac{C}{D}}{1 + \frac{Er}{D} + \frac{C}{D}} \times MB$$

العرض النقدي (Ms) = مضاعف النقود (m) × القاعدة النقدية (MB)

وكمثال تطبيقي على ما سبق (يونس وآخرون، 2003، صفحة 291) نفرض أن النقود في التداول هي 400 مليون دج. وأن الودائع الجارية 800 مليون (دج) وأن معدل الاحتياطي القانوني هو 10%، كما تشكل هذه البنوك احتياطات اختيارية قدرها 0.1% فإن:

$$Rr = 0.1 \times 800 = 80 \text{ m. da}$$

$$Er = 0.001 \times 800 = 0.8 \text{ m. da}$$

$$MB = 400 + 80 + 0.8 = 480.8 \text{ m. da}$$

$$m = \frac{1 + \frac{400}{800}}{0.1 + \frac{0.8}{800} + \frac{400}{800}} = 2.5$$

أي أن زيادة دينار واحد في القاعدة النقدية سيؤدي إلى زيادة مضاعفة في العرض النقدي بمقدار مرتين ونصف.

وحتى يلعب المضاعف دوره في عملية خلق النقود بواسطة البنوك التجارية، وجب توفر شرط أساسي يتمثل في الطلب على قروض البنوك التجارية من قبل الأفراد والمؤسسات، لأن الآلية المحركة للخلق المتتالي للنقود، تتركز على منح قروض جديدة من قبل البنوك التجارية، فالتوسع في المعارض النقدي يتحدد عبر الحاجة إلى القروض وبالتالي التقدم بطلبها من البنوك التجارية.

ويتضح من خلال هذا السرد، أن المضاعف يبين فقط الحد الأقصى من النقود التي تستطيع البنوك التجارية خلقها نتيجة تلبية الطلب على القروض، وعليه فالحجم الحقيقي للتوسع النقدي المحتمل، يتحدد من خلال وضعية سيولة المصارف المرتبطة هي الأخرى بدرجة تفضيل الجمهور لحيازة الأوراق النقدية من جهة، وبسياسة البنك المركزي من جهة أخرى.

3.1 العوامل الأساسية المحددة لعرض النقود

يمكن توضيح العوامل الأساسية المحددة لعرض النقود من خلال ما يلي: (يونس وآخرون، 2003، الصفحات 298-303)

◀ التغيير في نسبة الاحتياطات القانونية (t): يرتبط مضاعف النقود وعرض النقود عكسيا بنسبة الاحتياطات الإلزامية، فإذا زادت نسبة الاحتياطي المطلوب على الودائع الشيكية مع بقاء العوامل الأخرى كما هي، فإن مستوى الاحتياطات لا يمكنه دعم نفس كمية الودائع الشيكية لأن الاحتياطات المطلوبة لهذه الكمية من الودائع أصبحت أكبر من ذي قبل.

◀ التغيير في نسبة العملة المتداولة ($\frac{C}{D}$): حيث يرتبط مضاعف النقود وعرض النقود عكسيا بنسبة العملة في التداول، فزيادة هذه النسبة يعني أن المودعين يحولون ودائعهم الشيكية إلى عملة. وبالتالي سينخفض المستوى الكلي للتوسع المضاعف في الودائع ومنه تنخفض قيمة المضاعف.

◀ التغيير في نسبة الاحتياطات الإضافية ($\frac{Er}{D}$): يرتبط مضاعف النقود وعرض النقود عكسيا بنسبة الاحتياطات الإضافية، فعندما تحتفظ البنوك باحتياطات زائدة من الودائع الشيكية فإن

البنوك ستقلص القروض التي تمنحها وسيتسبب ذلك في انخفاض مستوى الودائع الشيكية وانخفاض عرض النقود وبالتالي انخفاض مضاعف النقود.

◀ أسعار الفائدة السوقية (i): ترتبط الاحتياطات الإضافية ارتباطاً عكسياً مع سعر الفائدة (تكلفة الفرصة البديلة) وهو ما يعني أن انخفاض سعر الفائدة سيؤدي إلى رفع النسبة $\left(\frac{Er}{D}\right)$ والتي ترتبط عكسياً مع العرض النقدي ومضاعف النقود، وبالرجوع إلى نظرية اختيار المحفظة⁽¹⁾ فإن ارتفاع العوائد المتوقعة على الأصول البديلة بالنسبة إلى العوائد المتوقعة على أصل ما، فإن الطلب على هذا الأصل سينخفض، وعليه فكلما زاد معدل الفائدة السوقية فإن العائد المتوقع على القروض والأوراق المالية سيرتفع بالنسبة إلى العائد الصفري على الاحتياطات الزائدة وستنخفض نسبة هذه الاحتياطات.

◀ التدفق المتوقع لخروج الودائع من البنك: ترتبط الاحتياطات الإضافية ارتباطاً طردياً مع التدفق المتوقع لخروج الودائع من البنك، حيث ستلجأ البنوك إلى زيادة الاحتياطات الزائدة (Er)، إذا زاد التدفق المتوقع للودائع خارج البنك لتشكيل تأمين أو احتياطٍ ضده.

ناهيك عن وجود بعض المحددات الأخرى كنتيجة لممارسة البنك المركزي والمتمثل أساساً في أدوات السياسة النقدية، أهمها سعر الخصم، أسعار الفائدة السوقية، التغييرات في القروض المخصصة من البنك المركزي والتغييرات في القاعدة النقدية غير المقرضة.

2. العرض النقدي في إطار النظريات النقدية

اهتم الاقتصاديون ولعدة عقود بدراسة وتحليل أثر التغيير في كمية النقود على مستوى العام للأسعار، دون الاهتمام ببحث أثر هذا التغيير على مختلف المؤشرات الاقتصادية الكلية، ولم يتبلور في الحقيقة إلا بعد أزمة الكساد العالمي (1929-1933)، حيث قلبت هذه الأزمة وما تمخض عنها من نتائج عدداً من المفاهيم والفروض الاقتصادية التي كانت من الأمور المسلم بها رأساً على عقب.

إلى غاية مطلع العقد الثالث من القرن العشرين، عنيت النظرية النقدية بصفة أساسية بتفسير العوامل التي تتداخل في تحديد قيمة النقود، وبالتالي في تحديد مستوى الأسعار، وقد سادت في هذا المجال نظرية كمية النقود.

مع أزمة الكساد العالمي، نقلت الأفكار الجديدة لكينز، الاهتمام من كمية النقود إلى الإنفاق الكلي أو الطلب الكلي الفعلي، واتجه الفكر الاقتصادي من البحث في أسباب تغير قيمة النقود إلى

1- يشير إلى المحفظة على أنها "أداة استثمارية مركبة من مجموعة من الأصول الحقيقية والمالية التي يستثمر بها المستثمر أمواله كوحدة واحدة، شريطة أن يكون هدف المستثمر تخفيض مخاطر الاستثمار وتعظيم الأرباح". أنظر: (طارق عبد العال، 1997، ص 95)

دراسة معالم سلوك النقود، وأثر ذلك على مستوى النشاط الاقتصادي وعلى حجم العمالة والدخل والإنتاج، وبظهور الارتفاع في الأسعار والتضخم كمشكلة كبرى منذ بداية النصف الثاني من القرن العشرين في الدول الرأسمالية المتقدمة، عاد الاهتمام من جديد إلى تحليل مستوى الأسعار والربط بينه وبين كمية النقود، ولكن في ظل مبادئ أكثر واقعية من تلك التي سادت حتى الثلاثينيات من ذلك القرن (ناشد، 2005، صفحة 97)

ومن أهمل النظريات النقدية التي اهتمت بدراسة وتحليل أثر التغيير في المعرض النقدي على النشاط الاقتصادي نذكر ما يلي:

1.2 النظرية النقدية التقليدية

نشأت وتطورت هذه النظرية بفضل جهود الاقتصاديين في كل من المدرستين الكلاسيكية والنيوكلاسيكية، والتي تبلورت فيما بعد وأصبحت تعرف باسم النظرية الكمية للنقود، ويعتبر الاقتصادي الفرنسي جان بودان (Jaun Bodin 1530-1596) أول من صاغ نواة هذه النظرية من خلال كتابه الاقتصاد السياسي (كنعان، 2012، صفحة 93) والذي أشار أن فيه عن وجود علاقة نسبية بين الزيادة في الأسعار وكمية التدفقات من الذهب والأموال الواردة من المستعمرات الإسبانية.

وفي الحقيقة أن ما قدمه العلامة ابن خلدون (1332-1405) في كتابه (مقدمة ابن خلدون) من تحليل لطبيعة النقود وأهميتها في الاقتصاد، يعد مساهمة سابقة لما قدمه جان بودان بقثرة طويلة، فقد أوضح ابن خلدون في مقدمته طبيعة العلاقة بين كمية النقود وتوزيعها، كما أشار أن العمران يجلب النقود إلى البلدان الغنية، وأن الرخاء والعمران يؤثران في سرعة دوران النقود (أحمد زهير، 1993، صفحة 102)

في ذات السياق، تعد الدراسات التي قام بها المقريزي (1364-1441)، منهجية متكاملة وليست مجرد افتراضات، حيث أشار إلى أهمية النقود على مستوى وظائفها الحيادية، وأن قيامها بهذه الوظائف له دور كبير في الاستقرار الاقتصادي، مضيفاً أن اختلال وظائفها (مقياساً للقيم ومخزناً للثروة)، يؤثر تأثيراً واضحاً على مستوى الأسعار وسلامة المعاملات الآجلة وكذا عدالة التوزيع، مشيراً أن عدم قيام النقود بوظيفة تسهيل المبادلات يعد سمة من سمات التخلف. (أحمد صالح، 1992، صفحة 239)، ويمكن القول إن المقريزي قد استجمع جوهر النظرية الكمية والذي ينص على أنه إذا زادت كمية النقود في أي مجتمع بصورة مطلقة فإن الأسعار سترتفع، وعندما تقلص كمية النقود فإن الأسعار تنخفض. وإلى جانب تحليل المقريزي لجانب العرض وأثره على كمية النقود من خلال وظيفة (وسيط للمبادلة)، فإنه قد أبرز جانب الطلب من خلال تحليله لوظيفة (مخزن للقيمة) ويتضح ذلك من تحليله لموقف المستهلك من توقع ارتفاع الأسعار ورغبته في

التخلص مما في يده من نقود مقابل السلع التي يرغب فيها، لشعوره بأن تأخير استبدال هذه النقود يعني تزايد فقدها لقيمتها. (أحمد صالح، 1992، صفحة 269)

كما أشار أيضا إلى أن عرض النقود هو المؤثر الأول في قيمتها في حالة ما إذا حصل تزايد في كميتها المطروحة للتعامل. وأن الإسراف في إصدار النقود يؤدي إلى ضعف وانخفاض قدرتها الشرائية. (أحمد صالح، 1992، صفحة 240)

ما نستشفه في هذا الشأن، أن المقريزي سبق مفكري المدرسة الكلاسيكية في دراسة النقود بعدة قرون، حيث اعتمدوا عند بناء نظريتهم النقدية على عدة فروض ومسلمات كانت أمورا واضحة ومدروسة عند المقريزي.

وقد تبع الاقتصادي جان بودان العديد من الاقتصاديين، فقد أسهم آدم سميث بوضع الأصول الفكرية لنظرية كمية النقود وقوانينها الاقتصادية وساهم في تطويرها مالتوس، دافيد ريكاردو، جون ستيوارت ميل، جون باتيست ساي وغيرهم، وتبعهم ألفريد مارشال الذي يرجع له الفضل في الحفاظ على جوهر فروض الفكر الكلاسيكي.

وقد تم تجسيد التفسيرات التي قدمتها النظرية النقدية التقليدية فيما يتعلق بالنقود في صيغتين رياضيتين تمثلان خلاصة الفكر النقدي الكلاسيكي، وهما معادلة التبادل ومعادلة كمبريدج.

1.1.2 معادلة التبادل

من أهم الكتابات التي ركزت على قيمة النقود، ما كتبه أرفينج فيشر (Irving Fisher) في مقاله عام 1911 عن القوة الشرائية للنقود: محدداتها وعلاقتها بالائتمان والفائدة والأزمات. لتفسير حالة الكساد التي مرت بها أوروبا أثناء الحرب العالمية الأولى، والتقلبات التي حدثت في قيمة النقود بإنجلترا قبل الحرب خلال فترات ثلاث متميزة: الفترة (1820-1849) عندما مالت الأسعار نحو الهبوط مع زيادة كل من حجم المبادلات وزيادة كمية الذهب المنتجة، والفترة (1849-1873) عندما ارتفعت الأسعار مع زيادة كمية النقود وزيادة حجم المبادلات، والفترة (1896-1914) عندما زادت كمية النقود مع اكتشاف مناجم جديدة للذهب وزيادة حجم المبادلات في هذه الفترات الممتدة إلى حوالي قرن من الزمن (السريري و غزلان، 2010، صفحة 311)

وتستند نظرية كمية النقود على مجموعة من الفرضيات (البياتي و سمارة، 2013، صفحة 129) نوجزها في الآتي:

◀ ثبات الحجم المعاملات: ينطلق الفكر الكلاسيكي في تحليله للنشاط الاقتصادي، من أن النقود لا تؤدي سوى وظيفة واحدة ألا وهي وسيلة للتبادل، لذلك فإن دور النقود هو محايد في

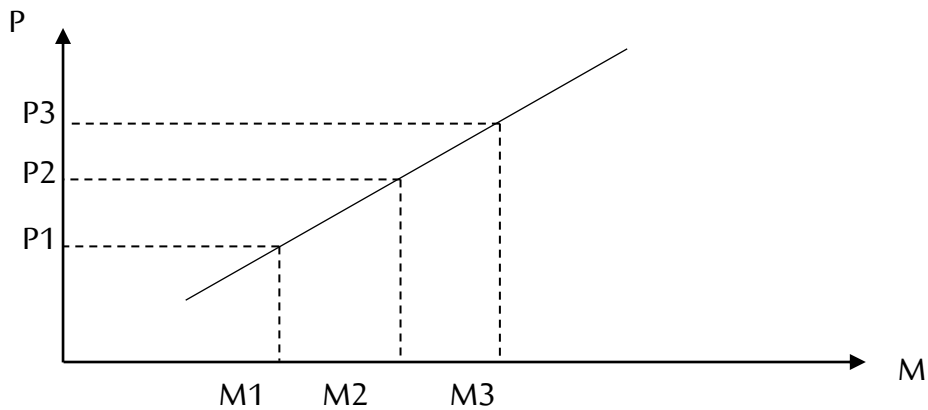
الاقتصاد ويستند هذا التحليل إلى قانون جون باتيست ساي (Jean B.Say) للأسواق الذي ينص على أن العرض يخلق الطلب الخاص به، أي أن الطلب الكلي لا بد أن يتعادل مع العرض الكلي عند مستوى التشغيل الكامل، بحيث تختفي البطالة في المجتمع، لأن التغيرات في كل من جانبي العرض والطلب سرعان ما يختفي بفضل فاعلية آلية السوق وجهاز الثمن.

« ثبات سرعة دوران النقود: أكدت النظرية على أن سرعة دوران النقود ثابتة انطلاقاً من أن وظيفة النقود تقتصر على كونها وسيطاً للمبادلات، أما وظائفها الأخرى كأداة للدخار أو مخزن للقيمة فهوليس في حساباتها، انطلاقاً من أن المجتمع يحتفظ بالنقود لتسوية المدفوعات وتوفير التسهيلات المصرفية وأشكال الائتمان السائدة وهيكل الصناعة القائم التي تعتبر ثابتة في المدى القصير، إلا أنها تميل إلى التغير في المدى الطويل.

« العلاقة المباشرة بين تغير المستوى العام للأسعار وكمية النقود المعروضة: تنطلق النظرية الكمية في هذا الافتراض من تأكيدها على الفصل بين العوامل النقدية والعوامل الحقيقية (غير النقدية) حيث استبعدت خضوع حجم الناتج الوطني (T) وسرعة دوران النقود (V) لتأثير العوامل النقدية، لأن حجم الإنتاج (T) يتوقف على عوامل حقيقية ترتبط بالطاقة الإنتاجية للاقتصاد، كما أن (V) تتوقف على عوامل غير نقدية (عادات الأفراد في تسوية التزاماتهم) مما يجعل تأثير التغير في كمية النقود المعروضة مباشراً على المستوى العام للأسعار.

من هذا المنطلق نجد أن المستوى العام للأسعار في فترة زمنية معينة هو نتيجة لمقدار وكمية النقود، أي أن النظرية الكمية للنقود دالة، حيث أن كمية النقود متغير مستقل والمستوى العام للأسعار متغير تابع. وبالتالي التغير في كمية النقود المعروضة سيحدث تغيراً بنفس الاتجاه في المستوى العام للأسعار، أي أن هناك علاقة طردية بين كمية النقود (M) ومستوى الأسعار (P) ويمكن التعبير عن هذه العلاقة بيانياً من خلال الشكل الآتي:

الشكل رقم (1.1): العلاقة بين كمية المعرض النقدي والمستوى العام للأسعار



المصدر: (محمد و ميلود ، 2018 ، صفحة 576)

مع ثبات الدخل وسرعة دوران النقود فإن زيادة كمية النقود من M_1 إلى M_1 ، تعني زيادة في وسائل الدفع ، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع الأسعار من P_1 إلى P_2 ، ذلك أن كمية أكبر من النقود سوف تتنازع على شراء نفس الكمية الثابتة من السلع والخدمات ، وفي هذه الحالة سوف يتناسب التغيير في أسعار السلع والخدمات مع التغيير في كمية النقود.

جاء أوضح عرض لنظرية كمية النقود على يد الاقتصادي الأمريكي أرفينج فيشر في عام 1917 حيث قام بشرح العلاقة بين الكمية الكلية للنقود (M) والإنفاق الكلي على السلع والخدمات (PY) واستخدم في تحليله معادلة تسمى معادلة التبادل لإثبات علاقة الارتباط السببية بين التغيير في كمية النقود والتغيير في المستوى العام للأسعار، تكتب بالصيغة التالية: (بني هاني، الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، 2002، صفحة 81)

$$P \cdot T = MV$$

حيث أن: M : كمية النقود المعروضة في فترة زمنية محددة

V : سرعة دوران النقود⁽¹⁾. P : المستوى العام للأسعار

T : الحجم الحقيقي للمبادلات⁽²⁾

أي أن: $P = M \cdot \frac{V}{T}$ وبالتالي فإن التغيير في المعروض النقدي في ظل الفرضيات السابقة سيؤدي إلى التغيير في مستوى العام للأسعار: $\Delta P = \Delta M \cdot \frac{V}{T}$ ، وللتوضيح هذا العلاقة رياضياً، نقوم بقسمة المعادلة الأخيرة على معادلة التبادل لفيشر $P \cdot T = MV$ ، نحصل على المعادلة الآتية:

لأسعار. أي أن التغيير في المعروض النقدي سيؤدي إلى تغيير نسبي في المستوى العام $\frac{\Delta P}{P} = \frac{\Delta M}{M}$

حيث يرى فيشر في هذا الشأن، أن سرعة دوران النقود تتحدد عن طريق العوامل المؤسسية في الاقتصاد⁽³⁾ والتي تؤثر على الطريقة التي ينجزها الأفراد معاملاتهم، كما يعتقد أن العوامل المؤسسية في أي اقتصاد والتي تؤثر على سرعة دوران النقود، ثابتة تقريباً في الآجال القصيرة.

1- "متوسط عدد مرات انتقال وحدة من وحدات النقود من يد إلى يد أخرى في تسوية المبادلات التجارية والاقتصادية في فترة زمنية معينة عادة تكون سنة".
2- "يمثل مجموع الكميات الطبيعية لمختلف السلع والخدمات والأوراق المالية التي بيعت أو اشترت فعلاً بالنقود خلال الفترة التي تشير إليها المعادلة".
3- "كالعادات المصرفية والاقتصاد في الإنفاق وكثافة السكان وسرعة المواصلات، وقد أكد فيشر أن هذه العوامل تؤثر على سرعة دوران النقود في الأجل الطويل فقط، أنظر: حمدي عبد العظيم، السياسات المالية والنقدية، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص: 30.

وبناء على الافتراضات سالفة الذكر، فإن نظرية كمية النقود تجعل سرعة دوران النقود ومستوى الإنتاج الحقيقي الكلي ثابتين، وبهذا فإنه لن يبقى من المتغيرات في معادلة التبادل، سوى متغيرين فقط يسمح لهما بالتغير، وهذان المتغيران هما كمية النقود المعروضة (M) والمستوى العام للأسعار (P) وعلى هذا تصل نظرية كمية النقود إلى العلاقة السببية بين (M) و (P) والتي يمكن صياغتها في صورة الفرض الأساسي التالي:

بافتراض أن حجم الإنتاج الحقيقي الكلي ثابت عند مستوى التشغيل الكامل وثبات سرعة دوران النقود في الفترة القصيرة، فإن مضاعفة كمية النقود سيؤدي إلى مضاعفة المستوى العام للأسعار. (بني هاني، 2002، صفحة 86)

بمعنى إذا أدت الزيادة في كمية النقود إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار بنفس النسبة، فإن الدخل الوطني النقدي (y) والذي هو (PT) سيزيد بنفس نسبة الزيادة في كمية النقود.

2.1.2 معادلة كمبريدج

ظهرت هذه الصيغة من خلال مناقشات فكرية تمت في جامعة كامبردج بين (الفريد مارشال بيجو، روبرتسون، هايك وهوتري). وتتميز صيغة كامبردج عن صيغة المبادلات في إدخالها فكرة الطلب على النقود صراحة من خلال حجم الأرصدة النقدية (الحقيقية)، التي يرغب الأفراد في الاحتفاظ به الغرض المعاملات، كما تم استبدال المبادلات الكلية⁽¹⁾ ليحل محلها الناتج النهائي. (السريتي و غزلان، 2010، صفحة 314)

تسمى معادلة كمبريدج بمعادلة الأرصدة النقدية، وهي معادلة رياضية تقوم على افتراض وجود علاقة بين الأرصدة النقدية التي يرغب الأفراد في الاحتفاظ بها من جهة، والمدخيل النقدية للأفراد من جهة أخرى، وبناء على العلاقة المذكورة فإن هناك نسبة من الدخل كنقود سائلة يحتفظ بها الأفراد لأغراض الإنفاق على شراء السلع والخدمات الاستهلاكية، كما أن هناك نسبة أخرى من الدخل يحتفظ بها الأفراد في أصول مالية. (بني هاني، 2002، صفحة 88)

فبافتراض أن هناك شخص نمط إنفاقه لدخله منتظم، بحيث يكون الرصيد المتبقي من دخله نهاية الشهر مساويا للصفر، فإن متوسط ما يحتفظ به من الدخل الشهري هو $\frac{1}{2}$ ، أما سنويا سيكون $\frac{1}{24}$ من دخله، وإذا تماثل الأفراد في تصرفاتهم الإنفاقية فإن الطلب على النقود للمعاملات سيمثل نسبة (k) من إجمالي الدخل النقدي (y).

1- حيث تضم المبادلات الكلية، الناتج الكلي، كل من المبادلات والناتج النهائي والمبادلات والناتج الوسيط.

بناء على هذا الأساس أسس النيوكلاسيك نظرية الأرصدة النقدية الحاضرة والتي تم صياغتها من قبل الفريد مارشال، موضحة أن الطلب على النقود هو كمية من القوة الشرائية التي يرغب الأفراد في الاحتفاظ بها في شكل سيولة لوقت لاحق، وقام بربط علاقة تبين قيمة الدخل النقدية للأفراد والأرصدة النقدية التي يرغبون في الاحتفاظ بها.

بحيث تشكل الأرصدة النقدية التي يرغب الأفراد في الاحتفاظ بها نسبة (k) محدد من الدخل النقدي (y)، تعرف هذه النسبة باسم نسبة التفضيل النقدي في الاقتصاد (السريتي و غزلان، 2010، صفحة 315)، هذه النسبة تساوي مقلوب سرعة دوران النقود $(\frac{1}{V})$. أي أن: $K = \frac{1}{V}$.

وبالتالي فالعلاقة بين التفضيل النقدي وسرعة دوران النقود هي علاقة عكسية وبتعويض حجم المبادلات (T) بالدخل الحقيقي (Yr) وتعويض (V) بما يساويها في المعادلة السابقة نحصل على الآتي:

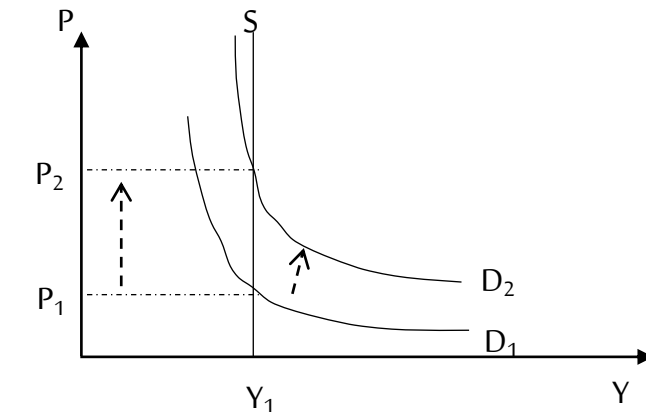
$$M = K \cdot Yr \cdot P \text{ أو } M = K(PY)$$

حيث: الطرف الأيسر (M) يمثل عرض النقود، بينما (PY) يمثل مستوى الدخل الحقيقي (Y) مضروباً في المستوى العام لأسعار السلع المنتجة في الفترة الجارية (P)، وهو ما يساوي الدخل النقدي (y). وبافتراض الاستقرار النسبي للمعامل (k) في الأجل القصير وثباته عند بلوغ التشغيل الكامل تصبح العلاقة السابقة تكتب وفق الصيغة الآتية:

$$M = Ky$$

وهنا ننتهي بالعلاقة الطردية التناسبية بين (M) و (P) فطبقاً لفرضيات الكلاسيك فإن زيادة (M) مع ثبات (K) يؤدي إلى ارتفاع (P)، وعند زيادة (M) و (K) على الترتيب فإن (P) سيرتفع، في حين عند ثبات (M) وزيادة (K) فإن (P) سينخفض.

الشكل رقم (2-1): أثر العرض النقدي على التوازن العام الكلاسيكي



المصدر: (محمد و ميلود ، 2018 ، صفحة 450)

يبين الشكل أعلاه، أن زيادة كمية النقود تؤدي إلى زيادة الإنفاق على السلع والخدمات، لكن الناتج الحقيقي (منحنى العرض الكلي: S) ثابت عند (Y_1) ، لذلك (S) سيكون عموديا ومستقلا عن تغير المستوى العام للأسعار، وبالتالي ستكون نتيجة الزيادة في المعروض النقدي هو انتقال منحنى الطلب الكلي إلى أعلى من (D_1) إلى (D_2) ، مسببا ارتفاع المستوى العام للأسعار من (P_1) إلى (P_2) وبنسبة الزيادة في كمية النقود، لذلك يرفض الكلاسيك التدخل الحكومي من خلال زيادة كمية النقود لأنها بنظرهم تؤدي إلى حدوث التضخم.

في حين يرى الفريد مارشال أن البديل عن الاحتفاظ بالأرصدة النقدية يتمثل في إنفاقها على شراء السلع والخدمات، وأن رغبة الأفراد في التخلي عن شراء السلع والخدمات سيؤدي إلى زيادة عرضها ومن ثم انخفاض أسعارها، ويحدث العكس في حالة قرر الأفراد زيادة الإنفاق والتخلي عن فكرة الاحتفاظ بالنقد سائل وبالتالي يرتفع المستوى العام للأسعار.

حيث يمكن أن يرغب الأفراد في الاحتفاظ بالنقود لأغراض تمويل نفقات الاستهلاك أو لغرض الحصول على أصول مالية ومن هذا المنطلق استخلص اقتصاديو كمبريدج خاصيتين للنقود وهما: (العدواني، 2014، صفحة 76)

◀ **النقود وسيط للتبادل:** ويتفقون مع فيشر في أن كمية النقود المطلوبة لمعاملات ترتبط طرديا مع الدخل النقدي.

◀ **النقود كمخزون للقيمة:** يرون أن مستوى الثروة التي يمتلكها الأفراد يؤثر في الطلب على النقود، وأن هذه الثروة المتحركة مرتبطة بالدخل النقدي وعليه يعتبرون الطلب على النقود كجزء من الثروة، يرتبط طرديا مع حجم الدخل النقدي سواء كان وسيطا للتبادل أم تمت حيازته كأصل من الأصول.

من خلال ما سبق نجد أن أصحاب الفكر التقليدي ركزوا على استخدام السياسة النقدية فقط دون اللجوء إلى السياسة المالية في معالجة اختلالات النشاط الاقتصادي وتحقيق التوازن وهذا من خلال فرضيات هذه النظرية. حيث نجد أن معادلة التبادل ومعادلة كمبريدج تشابهتا في تركيزهما على التغيرات النقدية وتأثيرها على مستوى الأسعار. والذي كان مباشرا في ظل نظرية كمية النقود، وغير مباشر من خلال مستوى الدخل النقدي، الذي يؤثر على مستوى الأسعار في نظرية الأرصدة النقدية، التي أكدت أن التفضيل النقدي هو العامل المؤثر والمحدد لمستوى الدخل النقدي وأن التغير في نسبته ينعكس على مستويات الإنتاج والأسعار حتى لو بقيت كمية النقود المعروضة ثابتة، أما نظرية كمية النقود فإنها تستبعد إمكان تغيير مستويات الأسعار إذا ظل عرض النقد ثابتا دون تغير.

بالرغم من كون النظرية النقدية التقليدية تمثل خطوة إيجابية في مجال التحليل النقدي إلا أن أصحابها عجزوا عن تفسير حالة الكساد العالمي (1929-1933)، التي حلت بالنظام الرأسمالي أو على الأقل التعامل مع تلك الأزمة وإيجاد الحلول المناسبة لها، وقد تمثل عجز هذا الفكر فيما يتعلق بالتنبؤ بحدوث حالة الكساد، تحليل وتفسير أسبابه، ضعف فعالية السياسة النقدية في مواجهة الكساد وعلاج أزمة الركود الاقتصادي وهو ما مهد لظهور النظرية الكينزية.

2.2 النظرية النقدية الكينزية

بعد أزمة الكساد العالمي (1929-1933) التي حلت بالنظم الرأسمالية وما نتج عنها من أحداث تاريخية ووقائع اقتصادية كشفت بما لا يدع مجالاً للشك قصور ومحدودية نظريات أصحاب الفكر التقليدي، خاصة فيما يتعلق بقانون المنافذ لساى، حيادة النقود وتوازن الاقتصاد الكلي عند مستوى التشغيل الكامل. وبالتالي ظهرت النظرية النقدية الكينزية لتتحدى قوانين وتحليل التقليديين وتقلب الكثير من المنطلقات والآراء وتؤسس تحليلاً اقتصادياً كان علاجاً ناجحاً لأزمة الكساد.

1.2.2 التحليل الكينزي

يعتبر كثير من علماء الاقتصاد نظرية جون مينارد كينز (John Maynard Keynes) بمثابة ثورة حقيقية في الفكر الاقتصادي النقدي، لأنها قامت على فروض تخالف الفروض التي قامت عليها نظرية الاقتصاديين الكلاسيك التي سادت لفترة من الزمن، وتتمثل أهم فرضيات التحليل الكينزي 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 بدلاً من التقلبات فيعرض النقود، فهو يرى بأن حجم كل من الإنتاج والبطالة والدخل يتوقف على حجم الطلب الكلي الفعال.

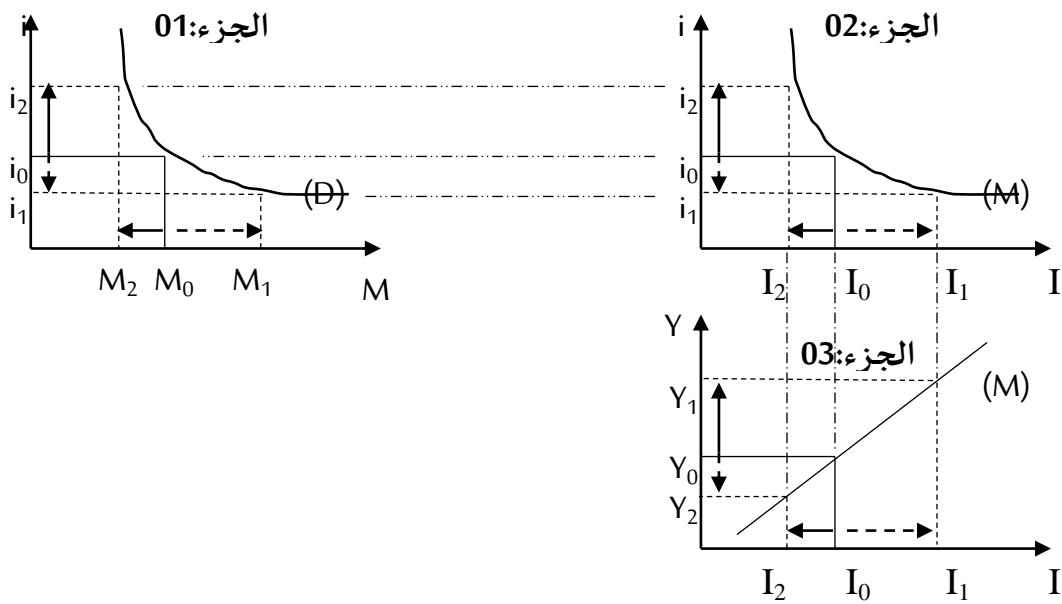
◀ رفض كينز في تحليله قانون المنافذ لساى القائل بأن العرض يخلق الطلب، أي أن السلع تخلق منفذاً لها في الأسواق، وبالتالي فالتوازن الاقتصادي أمر حتمي عند مستوى التشغيل التام، بل دعا لضرورة تدخل الدولة من خلال تحفيز الطلب الفعال لبلوغ حالة التوازن المنشودة.

◀ 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.

ففي الوقت الذي قررت فيه نظرية الاقتصاديين الكلاسيك حيادية النقود وأنها ليست إلا وسيط للتبادل وبالتالي إهمال أثرها على النشاط الاقتصادي، قامت نظرية كينز على أساس أهمية الدور الذي يمكن أن تلعبه النقود على مستوى الاقتصاد الوطني، بمعنى أن التغيير في كمية النقود يؤثر بالتبعية على جميع المتغيرات الاقتصادية سواء كانت إنتاجا، استهلاكا، ادخارا، استثمارا وعمالة... الخ. ولتوضيح أثر تغيير كمية النقود على النشاط الاقتصادي، يمكن الاستدلال به إما بزيادة أو نقصان كمية النقود كما هو موضحا بالشكل الموالي:

الشكل رقم (3-1): أثر تغيير كمية النقود على سعر الفائدة، الاستثمار والدخل



المصدر: إعداد الطالب بالاعتماد على (أكرم و مشهور، 2005، صفحة 115)

◀ أثر زيادة كمية النقود:

يوضح الجزء 01 من الشكل رقم (3.1)، أثر زيادة كمية النقود على سعر الفائدة فعند زيادة كمية النقود (M)، يقوم الأعوان الاقتصاديين بإنفاق هذه الكمية من النقود المتاحة في شراء سندات (D) أو أي أصول أخرى، تعود عليهم بالفائدة، مما يؤدي إلى زيادة ثمنها وانخفاض أسعار الفائدة (i) نظرا للعلاقة العكسية بين سعر الفائدة وسعر الأوراق المالية

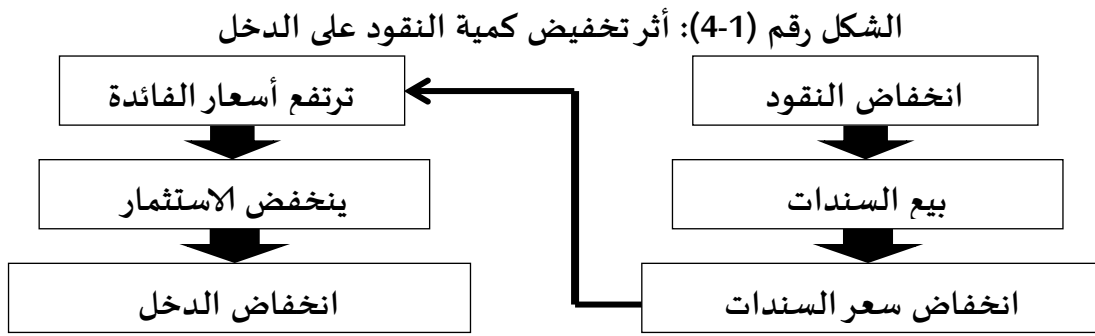
في حين يبين الجزء 02، أثر انخفاض سعر الفائدة (i) على الاستثمار (I)، بافتراض ثبات المتغيرات الأخرى، فإن ارتفاع كمية النقود من (M₀) إلى (M₁) سيؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة

من (i_0) إلى (i_1) ، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الاستثمار⁽¹⁾ ، لوجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة والاستثمار، حيث انخفاض أسعار الفائدة يسبب انخفاض تكلفة الاستثمار وتوقع تحقيق المزيد من الأرباح.

أما الجزء 03، فيوضح أثر الزيادة في الاستثمار على الدخل، فعملية انتهاز المزيد من الاستثمارات من شأنها أن تزيد في حجم الدخل الوطني، وفقا لنظرية المضاعف⁽²⁾ ، حيث أن انخفاض سعر الفائدة من (i_0) إلى (i_1) بسبب زيادة كمية النقود يؤدي إلى زيادة حجم الاستثمارات من (I_0) إلى (I_1) وهذا ينتج عنه زيادة الدخل الوطني بمقدار مضاعف.

◀ أثر تخفيض كمية النقود

إن دراسة أثر حدوث انخفاض في عرض النقود على مستوى الدخل الوطني يمكن تحليلها بنفس المنهجية السابقة (حالة زيادة كمية النقود) ولكن الأثر يكون عكسيا، ويمكن توضيحه في الشكل الآتي:



المصدر: إعداد الطالب بالاعتماد على المعطيات السابقة.

أحدث التحليل الكينزي ثورة علمية في الفكر الاقتصادي ولا يشكل أحد في ذلك خاصة وأنها قامت على أنقاض التحليل الكلاسيكي الذي فشل في إيجاد حلول لأزمة الكساد العالمي، حيث يرى الباحث من خلال ما سبق بأن كينز ميمز بين حالتين للاقتصاد: حالة ما قبل تحقيق للتوظيف الكامل وحالة ما بعد تحقيقه.

في الحالة الأولى يرى كينز بأن الزيادة التي تحدث في الطلب الكلي الفعال، تقابلها زيادة في عرض السلع والخدمات، وهذا لوجود طاقات عاطلة يمكن استغلالها وبالتالي فالزيادة في الطلب الفعال تصاحبه زيادة في الأسعار بصورة معقولة وغير مؤثرة. ومع اقتراب الاقتصاد من وضع

1- "قرار الاستثمار يتوقف على متغيرين هما سعر الفائدة (علاقة عكسية) والكفاية الحدية لرأس المال (علاقة طردية)"

2- "مضاعف الاستثمار معامل عددي يبين مدى الزيادة الكلية في الدخل الوطني، التي تولد عن حدوث زيادة في الاستثمار. علما أن قيمة المضاعف تتناسب طرديا مع الميل الحدي للاستهلاك وعكسيا مع الميل الحدي للإدخار"

التشغيل الكامل تبدأ هنا بوادر التضخم الجزئي بالظهور. هذا الأمر سببه نقص المرونة بين زيادة الطلب الكلي وإمكانية زيادة العرض الكلي، وبالتالي أي زيادة في الطلب ولعدم القدرة على رفع الإنتاج بنفس القدر ينعكس ذلك على المستوى العام للأسعار.

أما في الحالة الثانية والمتمثلة في وصول الاقتصاد لوضع التوظيف الكامل، نتيجة بلوغ الموارد الاقتصادية والأجهزة الإنتاجية أقصى طاقتها، فإن أي زيادة في الطلب الكلي ينتج عنها زيادة مباشرة في مستوى الأسعار، وبالتالي يكون الاقتصاد بصدد الوقوع في حالة فجوة تضخمية، حيث يتجاوز الطلب الكلي العرض الكلي، فينتج عن هذا الوضع زيادة غير مرغوب فيها في الدخل، لأنها بمثابة زيادة نقدية غير حقيقية، لا يقابلها أي إنتاج فعلي. ويرى التحليل الكينزي، أن هذه الزيادة في الطلب الكلي هي نتيجة للزيادة في المعروض النقدي.

2.2.2 الكينزيون الجدد

قدم بومول وتوبن إضافات جوهرية على النظرية الكينزية، من خلال توصل كل على حدا إلى دالة للطلب على النقود، بينما فيها أن احتفاظ الأفراد بالأرصدة النقدية ولغايات المبادلات والاحتياط تتأثر بسعر الفائدة أيضا وليس فقط بالدخل كما افترض كينز.

توصل بومول (Walium J. Baumol) إلى دالته حول الطلب على النقود من نظرية المخزون التي تفترض أن الأفراد يحتفظون بجزء من أرصدهم على شكل سيولة، ويكون الجزء الآخر على شكل ودائع جارية، وأن هذين الشكلين يعبران عن الدوافع التقليدية للطلب على النقود، وأن الأفراد قد ينتقلون من هذين الشكلين للمخزون النقدي إلى أشكال أخرى، اعتمادا على تغير سعر الفائدة أو على ارتفاع الدخل، والذي ليس بالضرورة حسب رأي بومول أن يرتفع معه حجم المبادلات التي يجريها الأفراد، أو نسبة الأرصدة التي يحتفظون بها لغايات الاحتياط.

هذا يعني أن بومول قد توصل إلى أن الطلب على النقد لأغراض المعاملات والاحتياط يمكن أن يكون حساسا بالنسبة لسعر الفائدة، فإذا كان سعر الفائدة مرتفع بشكل جيد وكان دخل الفرد مرتفع أيضا، عندها سيقوم الأفراد بالاحتفاظ بجزء من دخلهم لإجراء المبادلات وللاحتياط و الجزء المتبقي سيتوجه إلى الاستثمار، وأن فترة الاستثمار تتحدد بالنظر إلى الطريقة التي يستلم بها هؤلاء الأفراد دخلهم (أكرم و مشهور، 2005، صفحة 117).

بينما مساهمة توبن (James Tobin) في النظرية الكينزية كانت محاولة منه في ربط الاقتصاد النقدي بالاقتصاد الحقيقي، لسد بعض ثغرات الطلب على النقود في النظرية الكينزية، فحاول تفسير هذا الطلب على أساس اختلاف الموازنة بين العوائد والمخاطر بين المضاربين وتسمى نظريته بنظرية التوازن العام للمحفظة الاستثمارية. (أكرم و مشهور، 2005، صفحة 119)

حيث يتكون الطلب على النقود لغرض التحوط نتيجة لظهور عنصر عدم التأكد في شأن تمويل المعاملات الطارئة خلال فترة الدخل (على سبيل المثال شهرا)، بالإضافة إلى ظهور عنصر المخاطرة في عائد وقيمة الأصول المالية، مع مخاطر تدهور القوة الشرائية للنقود عند استخدامها كمستودع مؤقت للقوة الشرائية، وعادة ما يميل سلوك الفرد إلى مساواة دخله مع إنفاقه في السنة وليس الشهر، وفي بعض شهور السنة يظهر فائض رصيد نقدي عنده نتيجة لتجاوز دخله لإنفاقه الشهري، وفي شهور أخرى يظهر عجز في الرصيد النقدي نتيجة لتجاوز الإنفاق للدخل الشهري ولكن عادة ما يتساوى دخل الفرد السنوي مع إنفاقه السنوي. (السيرتي و غزلان، 2010، صفحة 335)

جاءت إضافة توبن ردا على افتراض كينز أن الأفراد إما أن يحتفظوا بنقد أو سندات فقط وبدلا من ذلك أوضح أن الأفراد قد يحتفظون بنقد أو سندات في آن معا، كما أنهم قد يحتفظون بالسلع، وأن الفرد لا يهتم بالعائد فقط وإنما عليه أيضا أن يهتم بالمخاطر فهو يريد العائد بالإضافة إلى تقليل المخاطر، من خلال التنوع بين النقد والسندات والسلع، فإذا كانت التضحية بالعوائد مقابل تخفيض المخاطر أكبر مما يرغب به الأفراد فسيزيد في هذه الحالة طلبه على السندات ويقل على النقود والعكس صحيح. (أكرم و مشهور، 2005، صفحة 220)

وبالتالي يمكن القول أن الخلاصة التي توصل إليها بومول وتوبن هي: أنه عندما يرتفع سعر الفائدة، فإن مقدار الأرصدة النقدية التي يحتفظ بها بغرض المعاملات سوف تنخفض، مما يعني أن سرعة الدوران سوف تزداد كما زاد سعر الفائدة، أي أن عنصر المعاملات في الطلب على النقود دالة عكسية في مستوى سعر الفائدة.

من خلال النظرية النقدية الكينزية، نجد أن كينز ركز في تحليله على الاقتصاد النقدي لا العيني، وبهذا كان أكثر شمولا من سابقه الكلاسيكيون معتبرا النقود مخزنا للقيمة ووسيلة تبادل كما افترض أيضا أن هناك ثلاث دوافع رئيسية للطلب على النقود تمثلت في: دافع المعاملات، دافع الاحتياط ودافع المضاربة.

أما نظريته للسياسة الاقتصادية الواجب تطبيقها في حالة الكساد والركود الاقتصادي، فتمثلت في تبنيه لسياسة الطلب الفعال، من خلال زيادة الإنفاق الاستهلاكي، الحكومي والاستثماري، كونه يرى أن تأثير التغيير في المعرض النقدي يكون غير مباشر على النشاط الاقتصادي بفعل أداة السعر، وعليه فاتخاذ قرار تطبيق سياسة نقدية سيعود لمدى فعالية هذه السياسة، وهذا لارتباط الطلب على النقود وكذا مرونته مع أسعار الفائدة، باعتبار أن قرار الادخار أو قرار الاستثمار يكون هو الآخر مرتبطا بأسعار الفائدة والعائد المتوقع منها.

غير أن التحليل الكينزي لم يخل من الانتقادات التي وجهت إليه، على غرار اعتباره لسعر

الفائدة ظاهرة نقدية، دون أن يشير إلى التغيرات في مستوى الدخل التي تؤثر على سعر الفائدة معتقداً أن سعر الفائدة يتحدد فقط بتلاقي منحى عرض النقود مع منحى الطلب على النقود لأغراض السيولة، الذي يصعب تحديده دون معرفة مستوى الدخل الذي يؤثر على الطلب على النقود للأغراض المختلفة، الأمر الذي جعل كل من بومول وتوبن يقدمان إضافات جديدة وجوهرية على النظرية الكينزية ويتعلق الأمر بتأثر دالة الطلب على النقود بسعر الفائدة أيضاً وليس كما افترض كينز بالدخل فقط.

رغم التحليل العقلاني للنظرية النقدية الكينزية لأزمة الكساد العالمي، والذي كان علاجاً ناجحاً لهذه الأزمة، إلا أن هذه النظرية لم تستطع أن تضمن عدم ظهور أزمات جديدة، الأمر الذي دفع ببعض الاقتصاديين إلى انتقاد التحليل الكينزي وهو ما مهد لظهور تحليل ملتون فريدمان.

3.2 نظرية مدرسة شيكاغو

تسمى كذلك بنظرية كمية النقود الحديثة، يتزعمها الاقتصادي الأمريكي فريدمان (Milton Friedman)، نشر نظريته هذه في مقالته المشهورة: *The Quantity Theory of Money*، أين تبني التحليل الكلاسيكي في نظريته للطلب على النقود ولكن بتمعن وشمولية أكثر، فرضتها التطورات الاجتماعية والاقتصادية منذ عهد الكلاسيك. كما أنه لم يهمل التحليل الكينزي بل أخذ ببعض جوانبه. (أكرم و مشهور، 2005، صفحة 120) وظهرت النظرية الكمية الحديثة بعد عشرين عاماً من ظهور النظرية العامة لكينز وكانت تهدف أساساً إلى وضع الحلول الكفيلة للتخفيف من حدة التضخم بعدما فشلت هذه الأخيرة في علاج هذه الظاهر.

ركز فريدمان على الطلب النقدي بشكل موسع، حيث يرى أن النقود تختلف تبعاً لنوع استخدامها وأسباب حيازتها وشروط التنازل عنها، معتمداً في تحليله النقدي على مبادئ وأسس نوجزها فيما يلي:

ذكرت نجلاء محمد بكر، في كتابها *اقتصاديات البنوك*، أن أهم الفروض الأساسية لنظرية فريدمان: (نجلاء، 2000، صفحة 69)

◀ زيادة عرض النقود تؤدي إلى زيادة الإنتاج والدخل في الأجل القصير، أما في الأجل الطويل تؤدي زيادة العرض النقدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار.

◀ العلاقة طردية بين الطلب على النقود وبين مستويات الأسعار، وأن الدخل الحقيقي هو المحدد الأساسي للطلب على النقود.

تضيف الباحثة أيضاً: أن فريدمان يرى أن مرونة الطلب الداخلية على النقود أكبر من الواحد الصحيح، أي أنها مرنة وتصل تقريبا إلى 1.8 أي أن كمية النقود التي يرغب الأفراد في

الاحتفاظ بها ترتفع وتنخفض بنسبة أكبر أو أقل من الزيادة أو النقصان في الدخل. ومن هذا الفكر يعتبر فريدمان أن النقود سلعة كمالية فهو ينظر إليها كأحد الموجودات التي يحتفظ بها الأفراد لتلبية احتياجاتهم.

◀ الطلب على النقود يتوقف أيضا على تكلفة الاحتفاظ بالنقود وسعر الفائدة، حيث أن سعر الفائدة يمثل تكلفة الفرصة البديلة لاحتفاظ الأفراد بالنقود سائلة، وعلى ذلك تعتبر النقود دالة في الأسعار (دالة طردية) ودالة سعر الفائدة (دالة عكسية)، فكلما زادت تكلفة احتفاظ الأفراد بالنقود كلما قل الطلب عليها والعكس صحيح. في هذه الحالة يحاول الأفراد الاحتفاظ بأقل قدر من السيولة لتجنب تحمل تكاليف عالية.

وبالتالي اعتبر فريدمان معدل التضخم المتوقع هو معدل العائد على النقود السائلة، التي تشكل مكون من مكونات الثروة، أي أنه عندما ترتفع الأسعار تنخفض القيمة الحقيقية للنقود وبالتالي فإنه يمثل عائد سالب للنقود السائلة، وبصورة محدد فإن معدل التضخم المتوقع يمثل تكلفة الاحتفاظ بالنقود السائلة، فإذا ارتفعت الأسعار، يفضل الأفراد إنفاق النقود على السلع بدلا من الاحتفاظ بها في شكل سائل.

أشار فريدمان أن ثروة الأفراد تتكون من تشكيلة مختلفة من الأصول مثل النقود، الأسهم والسندات والأصول غير البشرية كالعقارات والسلع المعمرة ونحوها بالإضافة للرأي المال البشري ولقياس حجم الثروة استخدم فريدمان مفهوم الدخل الدائم كمقياس للثروة، وهو بذلك يختلف عن كينز الذي اعتبر الدخل الحالي مقياس للثروة في دالة الطلب على النقود، حيث حدد فريدمان الدخل الدائم بأنه متوسط دخل الفرد السنوي المتوقع الحصول عليه خلال السنوات المتبقية من حياة الفرد (محمد و ميلود ، سياسة التيسير الكمي كالية لتطبيق السياسة النقدية -دراسة تحليلية نظرية لأفاق تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر، 2018، صفحة 470)

◀ من بين الفروض الأساسية أيضا لنظرية فريدمان: لعب عرض النقود دور المتغير الوحيد والفعال في تحديد مستويات الدخل والنتائج الكليين أي أن عرض النقود هو المتغير المستقبل والطلب على النقود هو التغير التابع. (عبد الحميد، 2007، صفحة 313)

بناء على الفروض السابقة، يمكن عرض دالة الطلب على النقود وفقا لصياغة فريدمان على النحو الآتي (أكرم و مشهور، 2005، صفحة 120)

$$\frac{Md}{p} = f(Y_p, r_b - r_m, r_e - r_m, \pi^e - r_m, h - r_m)$$

حيث أن:

$$\frac{Md}{p}: \text{الطلب على النقود كأرصدة حقيقية.}$$

Y_p : الثروة ويعبر عنها بالدخل الدائم وهو التعبير عن الثروة الفردية التي تتغير بالتغيرات التي تحصل في الدخل وهو متوسط الدخل المتوقع في الأجل الطويل.

r_b : العوائد المتوقعة من السندات.

r_m : العوائد المتوقعة من النقود⁽¹⁾.

r_e : العوائد المتوقعة من الأسهم.

π^e : معدل التضخم المتوقع.

h : الثروة البشرية.

ومن المعادلة السابقة يتضح أن الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية يعتمد على العائد المتوقع من السندات والأسهم مقارنة بالعائد على النقود، وأن الطلب على النقود يرتبط بعلاقة عكسية مع العائد على الطلب، فإذا ارتفع العائد على الأسهم والسندات مقارنة بالعائد على النقود ارتفعت تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالأرصدة النقدية، فينخفض الطلب عليها، كما يؤثر (π^2) الذي يمثل معدل التضخم المتوقع مقارنة بالعائد على النقود (r_m) تأثيراً عكسياً في الطلب على النقود، فعندما يرتفع معدل التضخم المتوقع فهذا يعني انخفاض القوة الشرائية للنقود مما يؤدي إلى انخفاض الطلب عليها ويزداد الطلب على السلع الأخرى (البياتي وسمارة، 2013، صفحة 143).

في ذات السياق، يرى فريدمان أن الفرد يمكن أن يحوز على ثروته في أشكال عدة بجانب النقود، حيث صنف هذه الأشكال في ثلاثة أنواع من الأصول (السندات، الأسهم والسلع المعمرة) وحوافز حيازة هذه الأصول بدلا من حيازة النقود سائلة يتمثل في العائد المتوقع منها بالمقارنة مع العائد المتوقع على النقود.

من هذا المنطلق يمكن أن نتوقع زيادة الطلب على تلك الأصول إذا ارتفع عائدها المتوقع مقارنة بالعائد المتوقع على النقود، ومن ثم تزيد كمية الأصول الأخرى عبد الفرد، وكون مقدار ثروة الفرد ثابت فإن زيادة كمية هذه الأصول ستقلل من حجم السيولة النقدية التي يحوزها هذا الفرد، وبالتالي ارتفاع معدل العائد المتوقع من الأصول الأخرى بالمقارنة بالعائد المتوقع على النقود سيؤدي إلى انخفاض الطلب على النقود، أي وجود علاقة عكسية بين الطلب على النقود ومعدل

1- "الأرصدة النقدية المودعة في حسابات الادخار والودائع الأخرى التي يشملها العرض النقدي، حيث كلما زادت الفائدة المدفوعة عن تلك الودائع فإن العائد المتوقع على النقود يزيد".

العائد المتوقع على الأصول الأخرى (مع ثبات العوامل الأخرى).

استمرارا لما سبق، قام فريدمان في دالته بمقارنة معدلات العوائد على الأصول الأخرى على النقود فالحدود $(r_b - r_m)$ ، $(r_e - r_m)$ ، تمثل العائد المتوقع على السندات والأسهم بالنسبة للعائد على النقود، فإذا ما زادت كل من (r_e) و (r_b) مع بقاء (r_m) ثابتة أو زادت بنسبة قليلة، فإن العائد على النقود ينخفض، أما الحد $(\pi^e - r_m)$ فيمثل العائد المتوقع على السلع والأصول المعمرة من وراء حيازتها واكتسابها، هذا العائد يحدث عندما ترتفع الأسعار وهو ما يعادل معدل التضخم المتوقع (π^e) .

ومع ذلك يعود فريدمان ليقرر أن السندات والأسهم ليست بدائل قريبة للنقود وأن العوائد الناجمة عليها ليس له تأثير كبير على الطلب على النقود، وبالتالي يخلص إلى النتيجة التي مفادها أن الطلب على النقود غير حساس للتغيرات على أسعار الفائدة (أحمد عبد الفتوح، 2001، صفحة 291).

لذا يمكن استخدام نظرية فريدمان كقراءة جديدة لمعادلة كامبريدج على النحو التالي:

$$MD = K (r_b, r_e, r_m) P_Y$$

حيث يمثل (K) نسبة التفضيل النقدي (السيولة)، لكنها ليست ثابتة لأنها تعتبر دالة في معدلات العائد على الأصول البديلة للاحتفاظ بالنقود، أي أنه أي ارتفاع في أي معدل للعائد على أي أصل من الأصول البديلة سيؤدي إلى انخفاض (K) ، ويمكن استخدام هذه الصياغة لدالة فريدمان في تحديد توازن سوق النقد⁽¹⁾ كالآتي:

$$\text{الطلب على النقود} = \text{عرض النقود}$$

$$M_S = M_D$$

$$M_S = K (r_b, r_e, r_m) P_Y$$

ولكون الطلب على النقود دالة مستقرة بالنسبة لفريدمان، فإن أي زيادة في المعرض النقدي سيؤدي إلى ارتفاع في الدخل النقدي (P_Y) ، أو أن زيادة (M_S) ستخفض من (r_b, r_e, r_m) وبالتالي زيادة المتغير (K) .

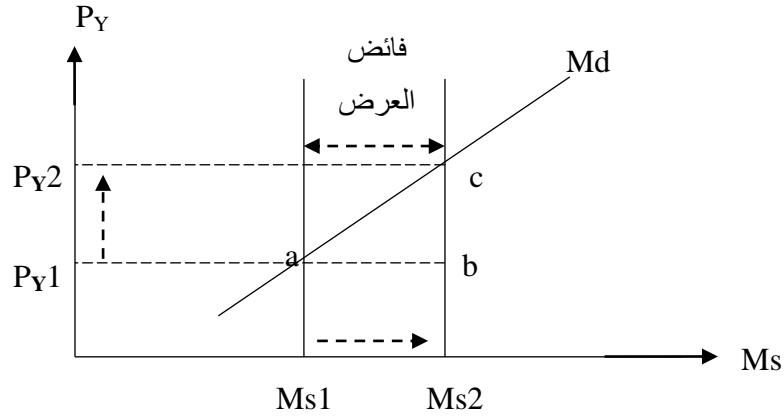
خلاصة القول أنه في ظل استقرار الطلب على النقود، فإن أي زيادة في العرض النقدي سيؤدي إلى تغيير في الدخل النقدي، وهذا يؤكد اعتقاد فريدمان، بأن عرض النقود يمارس تأثير

1- السوق النقدية هي سوق التعامل في الأصول النقدية قصيرة الأجل، المقترضون في السوق هم التجار والمضاربين والسماسرة وغيرهم من المنتجين، إضافة إلى الحكومة ومؤسسات أخرى، أما المقرضون فهم البنوك التجارية وشركات التأمين والبنك المركزي وشركات التمويل، وصناديق الضمان الاجتماعي.

كبير على النشاط الاقتصادي وأن النقود ليست محايدة كما أدعى الكلاسيك.

يمكن توضيح هذه النقطة بيانيا كما هو مبين في الشكل الآتي:

الشكل رقم (5.1): أثر الزيادة في عرض النقود على الدخل النقدي



المصدر: (محمد و ميلود ، سياسة التيسير الكمي كالية لتطبيق السياسة النقدية –دراسة تحليلية نظرية لأفاق تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر، 2018، صفحة 473)

باعتبار (Ms) عرض النقود المحدد من قبل البنك المركزي و (Md) منحني الطلب على النقود كدالة طردية مع الدخل وذلك حسب فريدمان، فإن النقطة (a) هي نقطة التوازن في سوق النقد عند مستوى الدخل النقدي (PY1).

بزيادة حجم المعروض النقدي ينتقل (Ms1) إلى (Ms2)، وبالتالي يصبح فائض عرض النقود [a:b] أكثر مما يرغب الأفراد والمؤسسات في الاحتفاظ به، وهذا يؤدي إلى إنفاق النقود الزائدة، ومنه إما أن الناتج يرتفع أو ترتفع الأسعار، وفي جميع الأحوال فإن الدخل النقدي يرتفع إلى (PY2) ويتحقق التوازن من جديد عند النقطة (c).

4.2 النظرية النقدية الحديثة (MMT)

لا يزال أثر الأزمة المالية العالية متواجدا في مختلف البلدان المتخلفة بالرغم من مرور أزيد من عشرة سنوات عن حدوثها، وفي الفترة التي سبقت تفشي جائحة كورونا (covid19)، كانت تعاني هذه الدول تعاني من انخفاض معدلات النمو والإنتاجية. ثم جاءت أزمة فيروس كورونا المستجد لتزيد من حدة وتفاقم المشكلة مما أدت إلى المزيد من الانخفاض.

لقد لجأت الحكومات لسياسات المتنوعة بهدف تنشيط ودفع الطلب الكلي إلا أن تلك السياسات لم تنجح في تحقيق هدفها على النحو المرجو، وهو الأمر الذي دفع برواد النظرية النقدية الحديثة Modern Monetary Theory إلى طرح هذه النظرية في محاولة منهم لإيجاد حلول مختلفة

لمثل هذه الوضعية.

من بين المؤسسات البحثية الأولى التي أخذت على عاتقها من أجل بلورة هذه النظرية مركز التشغيل الكامل والعدالة بجامعة نيوكاسل بأستراليا، ومعهد ليفي للاقتصاد بجامعة بارد، المؤسسة البحثية الأبرز هو مركز التشغيل الكامل واستقرار الأسعار بجامعة ميزوري بمدينة كنساس (Wray. L, 2020, p. 26).

في حين من بين أبرز رواد هذه النظرية نجد راندل راي Randall Wray، الذي يعد أول من قدم دراسة أكاديمية متكاملة في هذا المجال وذلك سنة 1998 تحت عنوان:

Understanding modern money: The key to full employment and price stability

كما تعد كتاباته في مجال شرح وتفسير النظرية النقدية الحديثة هي الأكثر وضوحاً وشمولاً مقارنة بأقرانه من أنصار هذه النظرية على غرار كل من:

- بيل ميتشل Bill Mitchell.
- وارين موزلر Warren Mosler.
- وإريك تيمواني Eric Temoigne.
- ستيفاني كيلتون Stephanie Kelton.
- ماثيو فورستاتر Mathew Forstater.

أنظر (Palley T. I., 2015, p. 1)، (Lavoie, 2019, p. 97)، (Wray. L, 2020, p. 26)

ومن خلال دراسة وتحليل الآراء والكتابات المختلفة لرواد لهذه النظرية، يمكن القول بأنها ترتكز على فكرة رئيسية مفادها، أن الدولة التي تتمتع بالسيادة النقدية⁽¹⁾ لا يمكن أن تتعثر أو تفلس ومن ثم يمكنها التوسع بحرية في الإنفاق العام بهدف تحقيق التشغيل الكامل، من خلال استغلال السيادة النقدية لمعالجة وتخطي عيوب النظم الرأسمالية، كون البنك المركزي يمكنه أن يقوم بتغذية حسابات الحكومة بالمبالغ التي تحتاجها لتمويل أعمالها

تستند النظرية النقدية الحديثة على مجموعة من الفروض الرئيسية، يمكن تلخيص أهمها في الآتي:

1- يشير مصطلح "السيادة النقدية" في ظل النظرية النقدية الحديثة، إلى قدرة الدولة الاحتكارية على أن تصدر عملتها الخاصة، وأن تحصل الدولة ضرائبها وبقية مستحقاتها كالرسوم والغرامات بتلك العملة وكذا أن تقترض وتسدد التزاماتها المختلفة بتلك العملة. كذلك، أن تتمتع تلك العملة بالقبول العام من سائر الدول، وأن تكون غير مربوطة بشيء ما قد تعجز الدولة عن إنتاجه أو توفيره، مثل الذهب أو عملة دولة أخرى.

أنظر: (Wray. L, 2020, p. 28)، (Joakim, 2021, p. 163)، (Tymoigne, 2021, p. 4)

◀ وجود توافق كامل قد يصل إلى درجة الدمج بين البنك المركزي والخزانة العامة أي بين السلطتين النقدية والمالية، (Palley T. I., 2014)، (Palley T. I., 2015)، (Joakim, 2021)، (Tymoigne, 2021)، وبالتالي فالحكومات قادرة ولحد كبير أن تقترض بعمليتها المحلية لتمويل نفسها. (Palley T. I., 2013)

من هذا المنطلق يرى أصحاب الرأي المؤيد للنظرية النقدية الحديثة، أن الدولة التي تتمتع بالسيادة النقدية لا يمكن أن تفلس أو تتعثر. وذلك لاحتكارها صفة المحتكر الوحيد لعملية إصدار العملة كما يمكنها أن تصدر منها الكم الذي تريده، وذلك لتمويل نفقاتها أو سداد ديونها المقومة بتلك العملة. (Brady, 2020, p. 6) ويتم ذلك ببساطة من خلال إعطاء الدولة للبنك المركزي الأمر بإصدار المزيد من العملة وتغذية الحسابات المصرفية. (Chohan, 2020, p. 6)، (Burnham, 2020, p. 205)، (Wray. L, 2020, p. 30)، (Brady, 2020, p. 6)

وجدير بالذكر، أنه حتى تتمكن دولة من إصدار عملتها لتمويل نفقاتها، وجب أولاً أن يتوفر شرطاً ضرورياً وهو أن تمتع هذه الدولة بالسيادة النقدية، مثلما الحال بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية وإنجلترا واليابان وأستراليا. في حين أن الدول التي تتبع نظم أسعار الصرف الثابتة لا يمكن أن تنطبق عليها النظرية النقدية الحديثة. كذلك، لا تسري هذه النظرية على دول الاتحاد الأوروبي والتي لا يمكنها أن تقوم بشكل فردي بإصدار المزيد من العملة اليورو (Joakim, 2021, p. 163)، كما لا يمكن تطبيق هذه النظرية أيضاً على الدول النامية التي ترتبط عملاتها بعملات دول أخرى مثل اليورو أو الدولار الأمريكي. (Wray.L, 2019, p. 7)

◀ يرى (Brady, 2020) أنه من بين فروض النظرية، قدرة الحكومات على الإنفاق بأي حجم تريده دون وجود أي عوائق، ومن دون أن تضطر للاستدانة أو فرض الضرائب بغرض تمويل ذلك الإنفاق.

وفق هذه النظرية، يمكن للحكومة وبشكل دائم أن تنفق على البنية التحتية أو التعليم أو الدفاع وغيرها وكل ما يلزمها في مثل هذه الحالات، هو أنتصدر أوامرها للبنك المركزي بأن يغذي حساباتها بالأموال اللازمة، بصرف النظر عن توافر تلك الأموال مسبقاً من عدمه (Wray, 2011, p. 16)، (Wray, 2016, p. 3)، (Joakim, 2021, p. 163)

ومن ثم، فإن الإنفاق الحكومي، وفقاً للنظرية النقدية الحديثة، ينبغي أن يسبق عملية جمع الضرائب، وليس العكس. فلا يمكن أن تقوم الدولة بجمع عملتها من المواطنين في شكل ضرائب، ما لم تقم أولاً بمنحهم تلك العملة في شكل إنفاق حكومي. (Armstrong, 2019, p. 32)، (Wray. L, 2020, p. 29)، (Tymoigne, 2021, p. 18)

تفترض النظرية النقدية الحديثة، أن البنوك لا تقوم بخلق الائتمان (أو القروض) من الودائع بالعكس. فهي تصدر القروض أو تخلق الائتمان بناء على حجم الطلب لديها على الائتمان، فالعملاء الذين يقترضون من البنك عادة ما يعودون للبنك مرة أخرى لإيداع المبالغ المقترضة أو عوائدها. (Tymoigne, 2021, p. 9)

بناء عليه، ترى النظرية النقدية الحديثة أن الموارد المالية، التي يمكن الاعتماد عليها لتمويل الاستثمارات المختلفة، لا ينبغي النظر إليها باعتبارها موارد نادرة مشروطة بتوافر قدر معين من المدخرات أو الاحتياطات. فالبنوك يمكنها أن تقوم بخلق الودائع بشكل ذاتي من خلال منح القروض (Tymoigne, 2021, p. 9)، (Chohan, 2020, p. 6)

◀ من ضمن فرضيات النظرية النقدية الحديثة الأكثر إثارة للجدل تلك التي ترى أن زيادة الإنفاق العام عن طريق التمويل بالعجز يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة. (Wray. L, 2020, p. 28)

حيث هذه الفرضية تناقض النظريات الاقتصادية السابقة والتي تنادي بعدم التوسع في الإنفاق الحكومي عن طريق التمويل بالعجز لأن هذا الأمر سيؤدي لارتفاع أسعار الفائدة، ومن ثم مزاحمة القطاع الخاص، وانخفاض حجم استثماراته. (Tymoigne, 2021, p. 11)، (Chohan, 2020, p. 8)

يضيف (Chohan, 2020) في هذا الشأن، أن سعر الفائدة الطبيعي يساوي الصفر، إلا أن البنك المركزي يتدخل ويحدد معدل فائدة إيجابي. ومثل ذلك التعديل في أسعار الفائدة، يعد غير مجدي ويرجع السبب في ذلك وفاقاً لأنصار هذه النظرية إلى أن إلقاء المزيد من الأموال ذات التكلفة الرخيصة لا يحفز الاستثمار، ذلك أن ما يحفز الاستثمار بالفعل هو استقرار الاقتصاد والتوقعات الإيجابية بشأن معدلات النمو والازدهار. وهو الأمر الذي بات جلياً في الفترة من بعد الأزمة المالية الأخيرة وحتى أزمة فيروس كورونا، حيث اهتم البنك المركزي الأمريكي بضخ المزيد من الأموال بأسعار فائدة منخفضة للغاية تقارب الصفر، وفي المقابل استغلت مؤسسات الأعمال أغلب تلك الأموال في إعادة شراء أسهمها بدلاً من الانخراط في استثمارات جديدة (Chohan, 2020, p. 7)

◀ تدفع النظرية النقدية الحديثة أيضاً باعتقاد أن بيع أو شراء السندات الحكومية من قبل البنك المركزي أو الخزينة، يتم بناء على التغيرات التي تحدث لحجم الاحتياطات المصرفية من جهة وانحرافها عن الأوضاع المحددة من قبل النظام المصرفي من جهة أخرى، مما يؤدي بدوره لانحراف أسعار الفائدة عن ليلة واحدة عن الأسعار المستهدفة. ومن ثم، ترى مؤيدي هذه النظرية أن بيع أو شراء السندات لا يتم بغرض الإقراض، ولا يعد جزءاً من السياسة المالية، بل على العكس يعد جزءاً من السياسة النقدية التي يستخدمها البنك المركزي للوصول لأسعار الفائدة المستهدفة. (Wray. L, 2020, p. 31) فالسياسة النقدية تحدد سعراً لأسعار الفائدة عن ليلة واحدة تستهدفه،

ثم تستعين بعمليات السوق المفتوحة من جانبها، إلى جانب الإصدارات التي تصدرها الخزنة العامة لسحب أو زيادة الاحتياطيات، حتى تتمكن من الوصول لسعر الفائدة المستهدف. (Tymoigne, 2021, p. 18)

وبالتالي ووفقا لهذا الرأي، يمكن التخلص من الدين العام نهائيا في حال قيام البنك المركزي بمنح عائد على الاحتياطيات مثلما الحال في كندا والولايات المتحدة الأمريكية مؤخرا. أو في حال تطبيق البنك المركزي لهدف جعل سعر الفائدة لليلة واحدة مساويا للصفر مثلما الحال في اليابان منذ أكثر من عقد. (Wray, 2011, p. 15)

◀ إتباع الدول لنظم صرف مرنة حتى تتمكن من تحقيق أهدافها الداخلية المهمة كالتوظيف الكامل والاستقرار المالي. فإتباع نظم أسعار صرف ثابتة يدفع الدولة للتركيز على هدف الحفاظ على أسعار صرف محددة، بدلا من التركيز على تحقيق التوظيف الكامل للموارد، وباضطرار الحكومة الدفاع عن عملتها، قد يستنزف احتياطياتها. ومن ثم، يتأثر ميزان المدفوعات سلبا وتتعرقل عمليات التنمية الاقتصادية. (Mitchell, 2016)

يرى أنصار هذه النظرية أن التجارب التاريخية السابقة لا تدعم فكرة إتباع نظام أسعار الصرف الثابتة. فالتاريخ يزخر بالعديد من التجارب التي أدى فيها إتباع نظم أسعار الصرف الثابتة إلى نتائج سلبية في فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية وحتى انهيار نظام بريتون وودز (Mitchell, 2018)

فالحكومات التي تتبع نظم أسعار الصرف الثابتة تجد نفسها، مضطرة لكبح مستويات الطلب المحلي بها عن طريق زيادة أسعار الفائدة أو إتباع سياسات أخرى تقشفية، وذلك بهدف تخفيض حجم الواردات وجذب التدفقات الرأسمالية الأجنبية لعلاج العجز بميزان المدفوعات. كما أنه في حال تعرض قيمة العملة للانخفاض، يتدخل البنك المركزي لشراؤها وبيع جزء من الاحتياطي الأجنبي، مما يخفض من حجم الاحتياطيات. ونتيجة لكل ما سبق، ينخفض حجم المعروض النقدي، وينكمش الاقتصاد، وترتفع معدلات البطالة، وتضطر الدولة حينئذ للاعتماد على سياسات مالية توسعية لتخفيض نسب البطالة. وهو الأمر الذي سياتر على إثره مرة أخرى ارتفاع حجم الواردات كنتيجة لارتفاع مستوى الدخل في ظل السياسة التوسعية المتبعة، مؤديا في النهاية لاعتماد سياسة نقدية انكماشية. (Mitchell, 2016)

في ضوء العرض السابق، يمكن القول أن النظرية النقدية الحديثة تعتمد بشكل أساسي على

مفهوم التمويل الوظيفي⁽¹⁾ الذي وضعه الاقتصادي أبا ليرنر، والذي يشير إلى أن الحكومات يجب أن ألا تهتم بتوازن الموازنة، وإنما تهتم عوضاً عن ذلك بتحقيق التوظيف الكامل. ومن ثم ينبغي عليها أن تمول نفسها لتتمكن من تحقيق الأهداف الاقتصادية الأساسية مثل مواجهة التقلبات الدورية وتحقيق التشغيل الكامل والاستقرار الاقتصادي، وتخفيض معدلات التضخم... إلخ. فالمبادئ التي يركز عليها التمويل الوظيفي هي نقيض النظريات الأرثوذكسية، والتي تنادي بضرورة توازن الموازنة. كما يشير ليرنر إلى ضرورة الاعتماد على الضرائب كأداة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي. فالضرائب تستخدم للحد من الطلب المفرط ومن ثم السيطرة على التضخم. وكذلك الحال بالنسبة للدين العام، والذي يتم اللجوء إليه أثناء فترات التضخم، بهدف تخفيض القوة الشرائية للأفراد.

وعليه، نجد أن النظرية النقدية الحديثة، تتفق مع مبادئ التمويل الوظيفي في أن الحكومات يجب أن تصمم أوضاعها المالية عند المستويات التي تحقق التوظيف الكامل والاستقرار المالي بصرف النظر عن حجم الدين الحالي أو العجز بالموازنة العامة للدولة. فلا توجد قيود مالية على السياسة المالية التي يجب أن تسعى للتوسع في الإنفاق العام، وينبغي أن تستمر في ذلك التوسع حتى تنجز الأهداف المتعلقة بتحقيق التوظيف الكامل والاستقرار المالي، وذلك دون التقيد بمستويات الدين أو العجز.

من خلال السرد السابق نجد أن البنك المركزي يعد مطالباً وفقاً للنظرية النقدية الحديثة بتلبية رغبات الحكومة بإصدار المزيد من النقود، مما يؤكد أن النظرية النقدية الحديثة تتفق مع النظرية النقدية الكينزية في تأييد هيمنة الاستناد إلى السياسة المالية وتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي.

3 قنوات التمويل في الاقتصاد

يعد التمويل في الوقت الحاضر من أهم الموضوعات التي استحوذت على اهتمام الباحثين فعملية التمويل لها دورا هاما في الحياة الاقتصادية، فهي بمثابة القلب النابض الذي يمد القطاع

1- "هو نظرية غير تقليدية في الاقتصاد الكلي طورها أبا ليرنر Abba Lerner خلال الحرب العالمية الثانية تسعى إلى القضاء على انعدام الأمان الاقتصادي عن طريق تدخل الحكومة في الاقتصاد، تستند إلى ثلاثة معتقدات رئيسية:

- إنه دور للحكومة لتفادي التضخم والبطالة بالتحكم في الإنفاق الاستهلاكي من خلال رفع وتخفيض الضريبة

- الغرض من الإقراض والاقتراض هو السيطرة على أسعار الفائدة ومستويات الاستثمار والتضخم

- على الحكومة ان تطبع أو تكس أو تقلل من النقود كما تراه مناسباً لتحقيق هذه الأهداف " أنظر:

Bell, Stephanie A., Functional Finance: What, Why, and How? (November 1999). Levy Economics Institute Working Paper No. 287, Available at <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.199971>

الاقتصادي بمختلف مؤسساته ووحدهاته بالسيولة اللازمة للقيام بعملية الاستثمار من أجل تحقيق التنمية والدفع بعجلة الاقتصاد إلى الأمام.

إذا كانت العملية التمويلية بمفهومها العام تعني إنفاق المال. وكان الاستثمار بمفهومه البسيط يعني استخدام المال في عمليات اقتصادية بهدف الحصول على سلعة أو خدمة، فإن كل استثمار يحتاج إلى تمويل.

يعتمد تمويل النشاط الاقتصادي على مدى مناسبة وكفاءة توزيع وتخصيص الموارد المالية في الاقتصاد، وهو ما يتطلب وجود شبكة متطورة من المؤسسات والأسواق المالية فضلا عن بقية الشروط الموضوعية والمؤسسية التي تسمح لمجموع وحدات النظام المالي⁽¹⁾ بأداء وظائفها على أحسن وجه، ورغم كون هذه الأخيرة تشترك في هدفها المتمثل في ضمان تمويل الأنشطة الاقتصادية فإنها تختلف في طريقة تحقيق هذا الهدف وبالضرورة ستختلف النتائج المترتبة على ذلك.

حسب المفهوم الذي طرحه كل من الاقتصاديان (Gurley & Shaw, 1960) يأخذ تدفق الأموال في الاقتصاد بشكل عام أحد الشكلين الجوهريين المتمثلين أساسا في التمويل المباشر والتمويل غير المباشر، وقد نجد أحيانا تمويلا شبه مباشر، وتترتب على سيادة أحد هذين الشكلين (التمويل المباشر والتمويل غير المباشر) ظهور نمط تمويلي يتجه إما للبنوك أو يتجه نحو الأسواق المالية وفق ما يعرف باقتصاديات المديونية أو اقتصاديات الأسواق المالية.

1.3 قناة التمويل المباشر

يشير (Mishkin, 2004) أن العلاقة المباشرة بين أصحاب العجز وأصحاب الفائض، تتمثل في عدم تدخل أي وسيط آخر سواء بنكي أو غير بنكي، حيث يقوم أصحاب العجز بإصدار أوراق مالية في شكل سندات دين على الأصول أو على الدخل المستقبلية لأصحاب الفائض، وتعتبر أصول جديدة بالنسبة للأعوان الذين يتحصلون عليها بينما تعتبر ديون أو التزامات لمن يقومون بإصدارها.

1.1.3 أسلوب التمويل المباشر

يمثل هذا الأسلوب، القناة التي يتم من خلالها تلبية احتياجات وحدات العجز بشكل مباشر (من دون تدخل أي وسيط) من قبل وحدات الفائض من خلال إصدار وحدات العجز أوراقا مالية تعرف بالأوراق الأولية يتم تحصيلها مباشرة من قبل وحدات الفائض. (Xavier & Christian, 2005)

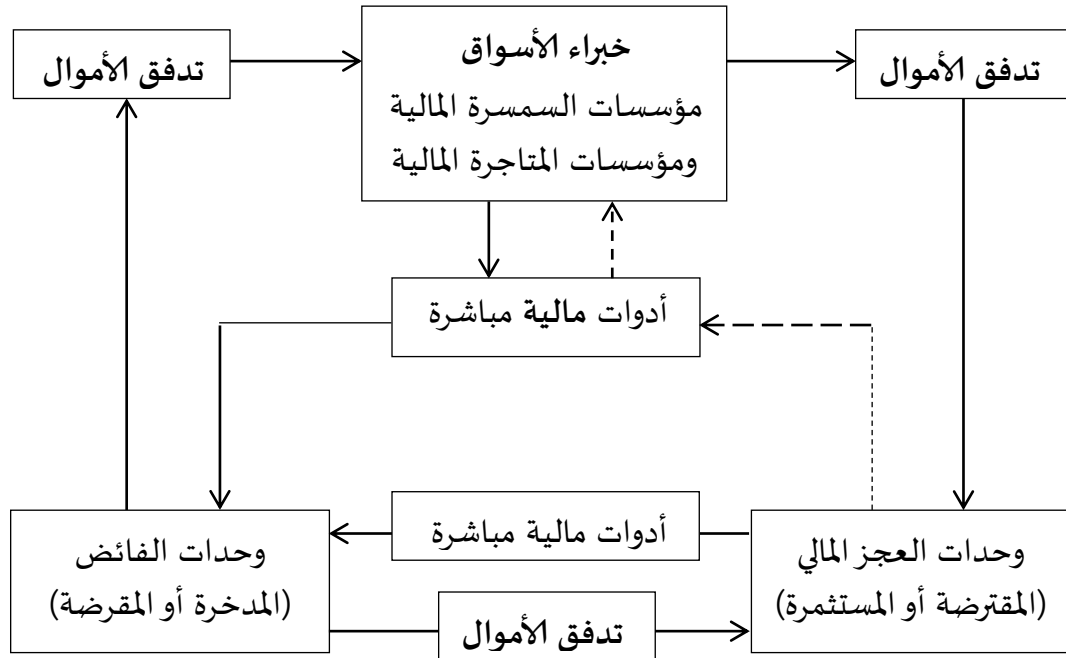
1- عرف النظام المالي على أنه "مجموع الهيئات والآليات التي تسمح لبعض الأعوان خلال فترة زمنية معينة بالحصول على موارد للتمويل ولآخرين باستخدام وتوظيف مدخراتهم". أنظر: عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص: 260.

وبالتالي يمكن صباغة مفهوم بسيط للتمويل المباشر، بأنه قناة تمويلية يتم بواسطتها انتقال الأموال من الوحدات المدخرة (المقرضة) إلى الوحدات المستثمرة (المقرضة) بدون تدخل أي وسط مالي فتقوم الوحدات المقرضة بإصدار الأدوات المالية (الأوراق المالية) وبيعها بمساعدة خبراء الأسواق أو بدونها، إلى الوحدات المدخرة مباشرة.

جدير بالذكر أن (Gurley & Shaw) قاما بتعريف الأوراق المالية الأولية في كتابهما: المال في نظرية التمويل Money in a theory of finance، على أنها مجموع كل الديون وكل الأسهم المصدرة من قبل الأعوان غير الماليين التي تأخذ شكل أسهم وسندات وغيرها من الأصول المالية الأخرى.

والشكل الموالي يوضح هذا النوع من التمويل (السيد علي و نزار، 2004، صفحة 89)

الشكل رقم (1-6): قنوات التمويل المباشر



المصدر: إعداد الطالب بالاعتماد على (السيد علي و نزار، 2004، صفحة 89)

يمثل الجزء السفلي من الشكل السابق أبسط أنواع التمويل المباشر، حيث يتم الاتصال مباشرة بين وحدات العجز المالي ووحدات الفائض المدخرة، وهذا لا يحدث إلا في حالة وجود علاقات شخصية ومعرفة سابقة بين الطرفين، فيقوم الطرف الأول بالاقتراض من الطرف الثاني مقابل أداة مالية يصدرها المقرض. لهذا تعتبر أسلوبا مباشرا للتمويل.

إلا أن هذا الأسلوب التمويلي يعاني من بعض المعوقات أهمها: (عبد الغفار ورسمية، 2004،

صفحة 17)

◀ صعوبة تعارف طرفي العلاقة من حيث الزمان والمكان، خصوصا إذا كان كل منهما في منطقة

أخرى بالإضافة إلى تعذر معرفة ما إذا كان ذلك الفرد له فائض مالي إلا إذا كانت هناك معرفة شخصية بينهما.

◀ صعوبة توافق رغبات الأفراد من حيث المبلغ فقد يكون طرف ما بحاجة إلى أموال أكبر مما يملكه صاحب الفائض المالي.

◀ عدم قدرة المقرض على تقدير الأخطار التي يمكن أن يتعرض لها، كعدم قدرة المقرض على الوفاء بالتزاماته مما يحد من إمكانية المقرض على إقراض أمواله وتوظيفها.

◀ عدم قدرة أصحاب الفائض المالي على استرجاع أموالهم لأن التمويل المباشر يتميز بتجميد الأموال إلى غاية تاريخ التسديد.

◀ تكلفة البحث وإيجاد فرص الاستثمار المالي والتأكد من مخاطرها من قبل المدخرين، وتكلفة البحث وإيجاد الوحدات المدخرة التي ترغب في إقراض المبالغ المطلوبة من قبل المستثمرين، تكون مرتفعة في هذا الأسلوب قياساً بحجم وعدد صفقات الاقتراض الشخصي.

لهذه الأسباب تستعين الشركات الكبرى بخبراء السوق في تسويق الأدوات المالية والحصول على المبالغ المطلوبة بأقل تكلفة ممكنة، كما تستعين الوحدات المدخرة بهم لإبداء المشورة وإيجاد أفضل فرص الاستثمار المالي لمدخراتهم.

2.1.3 أسلوب التمويل شبه المباشر

ينشأ هذا النوع من خلال بروز بعض الوحدات (طبيعية، معنوية) لممارسة دور السماسرة والتجار للأصول المالية، والذين يؤثرون بشكل واضح في عملية التقاء أصحاب العجز وأصحاب الفائض، وعلى الرغم من اختلاف دور السماسرة عن دور التجار في إطار تحمل التجار لمخاطر لا يواجهها السماسرة إلا أن كلاهما يمارس دوراً وسيطاً في عملية التقاء تيار الطلب وتيار العرض في الأسواق المالية. (محمد الداغر، 2005، صفحة 40).

يوضح الشكل السابق، في جزئه العلوي هذا الأسلوب من التمويل شبه المباشر، ويقصد بخبراء السوق هنا مؤسسات الخبرة المالية التي تختص بتقديم الاستشارات والمعلومات إلى الوحدات المقترضة (المستثمرة) والوحدات المدخرة، بشأن فرص عقد الصفقات بينهما بالشكل الذي يحقق التوافق بين رغباتهم بأقل تكلفة ممكنة، دون إحداث أي تغيير أو استبدال الأدوات المالية الصادرة من قبل الوحدات الاستثمارية.

كما يبين ذات الشكل، أن الوسطاء بإمكانهم القيام بصنفيين من العمليات، تتمثل العملية الأولى في منحهم قروض للأعوان أصحاب العجز المالي مستعملين الودائع لأجل الممنوحة من الأعوان ذوي القدرة على التمويل، وفي هذه المرحلة من الوساطة تمول المؤسسات المالية الأعوان أصحاب

العجز بموارد صادرة من إدارات الأعوان ذوي القدرة التمويلية.

في حين تتمثل العملية الثانية للوسطاء، في قيامهم بشراء أوراق أولية صادرة من الأعوان غير الماليين (مقترضين نهائين) لديهم احتياجات تمويلية، ثم إنشاء أوراق دين على نفسها (مؤسسات الوساطة) تحت صيغة أوراق ثانوية أو غير مباشرة للأعوان ذوي القدرة على التمويل (مقترضون نهائين)، وتشكل هذه الأوراق الثانوية ديون غير نقدية غير مباشرة على المصدر. وتكون أصول مالية لحاملها.

ما يميز السوق المالي شبه المباشر عن سابقه في وجود جهة وسيطة تشارك في انخفاض تكلفة المعلومات أو البحث عن التمويل للعارضين والطلبين على حد سواء، كذلك تساعد هذه الطريقة في تقليل أثر عدم التطابق بين رغبات وحدات العجز وإمكانيات وحدات الفائض، فضلا عن دور الوسيط (السمسار والتاجر) في استيعاب الأعداد المتناثرة من المدخرين (محمد الداغر، 2005، صفحة 41).

ويمكن تصنيف مؤسسات الخبرة المالية إلى نوعين رئيسيين هما: مؤسسات السمسرة المالية ومؤسسات المتاجرة المالية، حيث تختص الأولى بتسويق الأدوات المالية لقاء عمولة معينة كأجر لخدمتها دون شراء أو بيع الأدوات المالية لحسابها الخاص، أما المؤسسات الثانية فتقوم ببيع وشراء الأدوات المالية لحسابها الخاص دون تغيير شكلها أو اسمها أو فئاتها التي صدرت بها، لهذا فهي تتحمل عنصر المخاطرة في حالة تقلب أسعار هذه الأدوات، فتخسر في حالة انخفاض أسعارها وتربح في حالة ارتفاعها (السيد علي ونزار، 2004، صفحة 91).

وبصفة عامة يمكن أن نعدد الخصائص التي تتميز بها قناة التمويل المباشر في النقاط التالية: (قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، 2006، صفحة 261)

◀ هيمنة التمويل المباشر، إذ يتقابل عرض وطلب رؤوس الأموال مباشرة دون الحاجة إلى الوسطاء الماليين.

◀ ارتفاع نسب التمويل الذاتي لدى المؤسسات والتي تبرز قدرة التمويل الذاتي لهذه المؤسسات لاستثماراتها بالاعتماد على الموارد الداخلية.

◀ الأوراق المتفاوض عليها مشكلة أساسا من المديونية العمومية (سندات الخزينة والتي تشكل وسيلة لتنويع التوظيف مما يعمل على تطوير السوق.

◀ تمثل معدلات الفائدة في هذا النمط سعر التوازن بين عرض وطلب رؤوس الأموال وتكلفة الموارد الإضافية.

◀ توجه البنوك في ظل هذا الأسلوب التمويلي قروضها لمساعدة الأعوان غير القادرين على

الاقتراض من السوق المالية (كالعائلات والمؤسسات التي لا تتمتع بشروط القيد في السوق المالية)، أو لتغطية العمليات قصيرة المدى بالنسبة للمؤسسات الكبيرة، والتي تلجأ في تمويلها للمشاريع الاستثمارية على إصدار الأسهم والسندات.

◀ في ظل هذا الأسلوب تعمل البنوك على تنويع أنشطتها وذلك بتسييرها للمحافظ على أساس المردودية، وتعمل على تنويع تشكيلة أصولها طمعا في زيادة المردودية وتوزيعا للمخاطر.

◀ يلجأ البنك المركزي في السوق النقدية إلى عمليات السوق المفتوحة لتسوية الاختلال في العرض النقدي.

◀ يعتمد الإصدار النقدي على عوامل خارجية، فأساس مقابلات الكتلة النقدية هو المديونية العمومية والعملات الأجنبية والذهب.

ورغم ما توفره هذه القناة التمويلية من مزايا متمثلة في سرعة توفير الأموال وتسويق الأدوات المالية بفضل ما لديها من معلومات وخبرات، فإن المدخر في الأخير هو الذي يتحمل مخاطر الأدوات المالية المباشرة في حالة تعثر استثمار الجهة التي أصدرتها.

2.3 قناة التمويل غير المباشر

إن الصعوبات التي يواجهها المدخر والمقترض في قناة التمويل المباشر التي أدت إلى نشوء قناة التمويل غير المباشر، والتي يتم من خلال انتقال الأموال بطريقة غير مباشرة من الوحدات المدخرة إلى الوحدات المقترضة وذلك بتدخل وسطاء ماليين (بنكيين وغير بنكيين) في عملية التحويل بالشكل الذي يفصل تماما بين وحدات الفائض ووحدات العجز، وبالتالي فالتمويل غير المباشر يرتكز على مفهوم الوساطة المالية التي يعد (Gurley & Shaw, 1960) أول من أعطى تعريفا لها على أنها عملية شراء أصول مالية أولية من المقترضين النهائيين مقابل إصدار أصول مالية ثانوية لصالح المقرضين المدخرين.

ما نستشفه من التعريف السابق أن في هذا التمويل لا يوجد إلتقاء مباشر بين الوحدات الاقتصادية التي لديها قدرة في التمويل الوحدات الاقتصادية التي لها عجز في التمويل، حيث تلعب المؤسسات المالية هنا دور الوسيط بينهما، فتقوم بتقديم التمويل اللازم لوحدات العجز مقابل حصولها على الأصول المالية الأولية (المباشرة) التي تصدرها هذه الوحدات، ومن ثم تقوم بإصدار أصول مالية جديدة خاصة بها تدعى بالأصول المالية غير المباشرة أو الأصول الثانوية بمواصفات مختلفة يتم تحديدها تبعا لرغبات وحدات الفائض التي تقوم بشراء هذه الأصول، دون أن يشترط تزامن أو تساوي مبالغ العمليتين، وبما أن الأصول المالية التي تحصل عليها وحدات الفائض تمثل التزاما على المؤسسة الوسيطة التي أصدرتها ولا تمثل التزاما على وحدات العجز فقد وتشمل

الأصول المالية غير المباشرة المطروحة من قبل المؤسسات الوسيطة أدوات تمويل شائعة مثل الصكوك، شهادات الإيداع لأجل، حسابات الادخار، وغيرها، والتي تتميز بسيولة مرتفعة وقابلية تداولها، وما يتيح ذلك من مرونة لوحدة الفوائض بالإضافة إلى انخفاض مخاطرها قياسا بالأصول المالية المباشرة (الداغر، 2005، صفحة 42)

وما يميز هذا النوع من التمويل هو المقدرة الكبيرة للوسطاء الماليين في تعبئة المدخرات الصغيرة وتسويق الأصول المالية المباشرة لصالح وحدات العجز، وكذا كونه منخفض التكلفة للمعلومات نظرا لوجود مؤسسات متخصصة في الوساطة، وما يوفره من مرونة للمقرض والمقترض في تجنب مخاطر الأصل المالي من خلال التداول والتسييل. (Gilbert, 2000, p. 25).

أما الأصول المالية الثانوية بشكل عام، فتتميز بأنها أقل أجالا وأكثر سيولة وأمانا من الأصول الأولية، كما أن جزءا مهما من هذه الأصول غير المباشرة له قيمة إسمية يقينية ومؤمنة كالإيداعات الجارية أو لأجل، حسابات الادخار وغيرها، وفي المقابل تتميز الأصول الأولية غالبا بطول آجالها وضخامة حجمها بالإضافة إلى ارتفاع مخاطرها. (Robert & Vincent, 1997, p. 31)

إضافة إلى ما سبق، يمكن التمييز بين نوعين من الوساطة؛ وساطة الميزانية والوساطة السوقية، يعمل الوسيط في الأولى على تحويل مميزات الأصل المالي، فالوسيط يقوم بشراء أوراق مالية أولية ويحتفظ بها في جانب الأصول من ميزانيته، وفي المقابل يقوم بإصدارات مختلفة تسجل في جانب الخصوم، أما الوساطة السوقية يتدخل فيها الوسيط في سوق الأصول المالية كما يلي:

- تقريب كل من المشتري والبائع في حالة السمسرة مقابل عمولة؛
 - عند إجرائه الإصدار لصالح الزبون؛
 - الشراء لحسابه الخاص لإعادة البيع مقابل الحصول على هامش.
- وعموما تتميز قناة التمويل غير المباشرة بالخصائص: (قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، 2006، صفحة 264)

◀ سيطرة القروض على هذا النظام، إذ تقوم البنوك بتقييم المخاطر وعلى ضوءها تقوم بتمويل المشاريع المتوقع مرد وديتها، وبالتالي تشكل القروض الشكل الأساسي لتمويل النشاط الإنتاجي.

◀ لا يتوقف عمل البنوك على تحويل أجال استحقاق الموارد المعبأة وإنما تعمل أيضا على خلق وسائل تمويل تستجيب للطلبات والحاجات الخاصة بكل نوع اقتصادي.

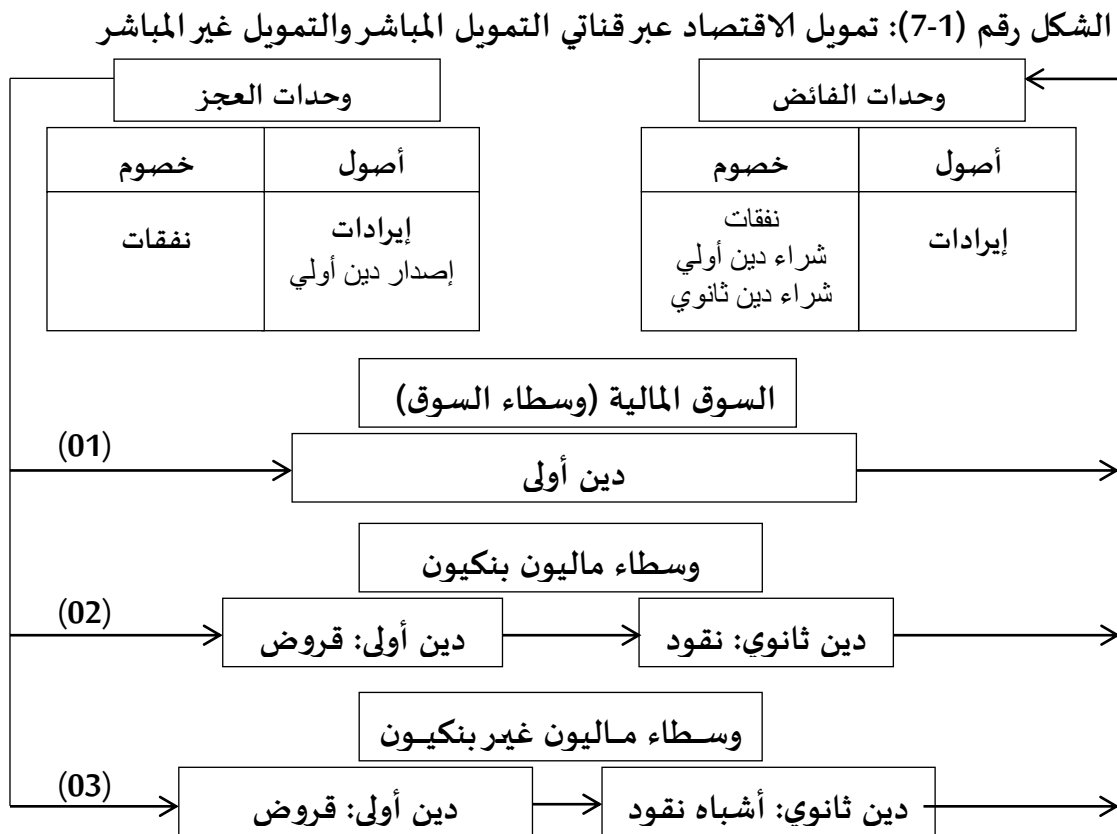
◀ تساهم السوق النقدية بجزء قليل في عملية التعديل النقدي، ويكون التدخل الغالب للبنك المركزي فيها من أجل منح السيولة للبنوك التجارية (إعادة التمويل). ويكون البنك المركزي

مرغما على التدخل عند الحاجة إلى السيولة بغض النظر عن مستويات أسعار الفائدة.

◀ أساس الإصدار النقدي عملية داخلية، فالغالب على مقابلات الكتلة النقدية هو القروض المقدمة للاقتصاد.

◀ معدلات الفائدة تتحدد بشكل إداري ولا تعبر عن التوازن التلقائي بين عرض وطلب النقود.

ويمكن تلخيص عملية تدفق الأموال في الاقتصاد عبر قناتي التمويل المباشر وغير المباشر وفق الشكل التالي:



المصدر: إعداد الطالب بالاعتماد على (Jean-François, 1998, p. 122)

تبين العملية الأولى شكل التمويل المباشر، حيث تتدخل السوق المالية من خلال وسيطها لتحويل الأصول المالية الأولية من أصحاب العجز إلى أصحاب الفائض.

في حين توضح العمليتان الثانية والثالثة الشكل غير المباشر للتمويل، والمتمثلة في قيام الوسطاء الماليين بإقراض ما افترضوه من الوحدات ذات الفائض، ومن خلال تسويق أنواع متعددة من الأوراق المالية الثانوية المباشرة أو غير المباشرة، سواء كان هذا الوسيط المالي مؤسسة بنكية أو غير بنكية، فإن دورها يتمثل في جمع الفوائض النقدية من الوحدات ذات الفائض ثم تقرضها للوحدات ذات العجز. مع الإشارة إلى وجود اختلاف أساس يبين العمليتين الثانية والثالثة

حيث ينتج عن العملية الثانية أصل نقدي غير مباشر يعتبر نقدا جديدا في الاقتصاد يمكن استعماله في التسويات وهو ما يعرف بالنقد الكتابي (نظير عملية خلق النقود من قبل البنوك التجارية تحديدا) بينما ينتج عن العملية الأخيرة دين ثانوي لا يمكن اعتباره كوسيلة دفع لإتمام الصفقات وعليه فهو يمثل شبه نقد.

نلاحظ كذلك أن مؤسسات الوساطة المالية تقوم بدورين منفصلين في عملية تدفق الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز، فهي تقبل أو تشتري أدوات مالية مباشرة من أصحاب العجز لقاء منحها المبالغ التي تحتاجها، وفي نفس الوقت تقوم بإصدار أدوات مالية خاصة بها تسمى بالأدوات غير المباشرة (دين ثانوي) والتي تبيعها إلى أصحاب الفائض بالمبالغ المتفق عليها، ولا يشترط تزامن العمليتين أو تساوي مبالغهما الكلية أو دفعاتهما، كون مؤسسات الوساطة عادة تمنح قروضا بمبالغ كبيرة تحتاجها المستثمرين وتقبل من أصحاب الفائض دفعات أصغر وحسب إمكانياتهم المحدودة، وبما أن الأدوات المالية التي يصدرها الوسطاء ويقبلها أصحاب الفائض لا تمثل لا تمثل حقا مباشرا على المقرض الأخير (أصحاب العجز)، فقد سميت هذه القناة التمويلية بالتمويل غير المباشر.

4. التمويل في اقتصاديات الاستدانة واقتصاديات الأسواق المالية

يعود الفضل في التمييز بين مفهومي اقتصاديات المديونية واقتصاديات الأسواق المالية إلى دراسات الباحث البريطاني جون ريتشارد هيكس John Richard Hicks في كتابه الذي قدمه سنة 1974 تحت عنوان: *The Crisis in Keynesian Economics*، حيث يمثل أسلوب التمويل المباشر وغير المباشر آليتين متكاملتين تنتقل عبرهما الأموال بين مختلف الأعوان الاقتصاديين، غير أن أثر أحد هذين الأسلوبين قد يطغى على الآخر وهو ما يؤدي إلى ظهور أنظمة مالية مركزة على المصارف والتي تعرف كذلك باقتصاديات المديونية، في حيث تعتمد الأخرى وبشكل أساس على الأسواق المالية وتعرف أيضا باقتصاديات الأسواق المالية.

1.4 اقتصاديات المديونية

تمثل اقتصاديات المديونية نظاما ماليا يسيطر فيه أساسا التمويل غير المباشر (البنكي وغير البنكي) من خلال التمويل بالقروض، حيث يسند فيه للنظام البنكي المسؤولية الأولى في تمويل الاقتصاد. (Koenig, 2000, p. 34)

كما يدعى هذا النظام أيضا باقتصاد السحب الزائد (محمد الشريف، 2003، صفحة 124) نظرا لكون البنوك تلعب الدور الرئيس في تمويل النشاطات الاقتصادية المختلفة، وعادة ما تتجه لإعادة التمويل لدى البنك المركزي الذي يعتبر المقرض الأخير، لهذا قد يتواجد هذا النوع من

الاقتصاد في وضع تضخمي وسيولة زائدة. (Xavier & Christian, 2005, p. 9).

بينما أشار جون رتشارد هيكس في كتابه المذكور أعلاه لاقتصاد المديونية كطريقة للتمويل تقوم أساساً على الاستعانة بالقرض بعكس اقتصاد الأسواق المالية حيث ينفرد بطريقة تمويل مباشر تركز أساساً على إصدار الأوراق المالية القابلة للتفاوض.

فهذا الاقتصاد له أفضلية كبيرة للسيولة مما يجبر أصحاب العجز المالي للعودة إلى المديونية البنكية لتمويل استثماراتها في نفس الوقت وتجبر البنوك للعودة إلى البنك المركزي لإعادة تمويلها.

ويمكن إجمال أهم الخصائص التي تتميز بها اقتصاديات المديونية في الآتي: (Ammour Benhalima, 1997, pp. 27-73)

◀ تعد القروض الطريقة الرئيسية في تمويل النشاط الاقتصادي بسبب ضعف معدل التمويل الذاتي وضيق السوق المالي، كما يعتبر تأطير هذه القروض طريقة التنظيم الرئيسية لنشاط البنوك.

◀ يتعدى دور الوساطة المالية الشكل التقليدي في تحويل الموارد التي تم جمعها إلى إنشاء وسائل تمويل جديدة.

◀ تعد إعادة التمويل في السوق النقدي غير كافية لذا تلجأ البنوك بصفة مستمرة إلى البنك المركزي الذي يلعب دور المقرض الأخير، إذ لا يمكنه تجنب التدخل للمحافظة على مستوى النشاط الاقتصادي.

◀ هناك مستويين من المديونية: مديونية المؤسسات تجاه البنوك ومديونية هذه الأخيرة تجاه البنك المركزي.

◀ تتحدد أسعار الفائدة بشكل إداري ولا تعبر عن التوازن التلقائي بين الطلب والعرض على النقود.

◀ عملية إنشاء النقود هي عملية داخلية⁽¹⁾، بمعنى أن المقابل الأساس ي للإصدار النقدي يتمثل في القروض التي يطلبها الأعوان الاقتصاديون.

من خلال ما سبق عرضه، يمكن القول أن اقتصاد الاستدانة يحصل على التمويل من خلال القروض البنكية، وبالتالي تكون المستثمرين مدينين تجاه البنوك التي تعيد التمويل لدى

1- الكتلة النقدية هي "التي تحدد القاعدة النقدية وليس العكس، فالبنوك تمنح القروض لأصحاب العجز المالي ومن ثم تقوم بإعادة التمويل لدى البنك المركزي".

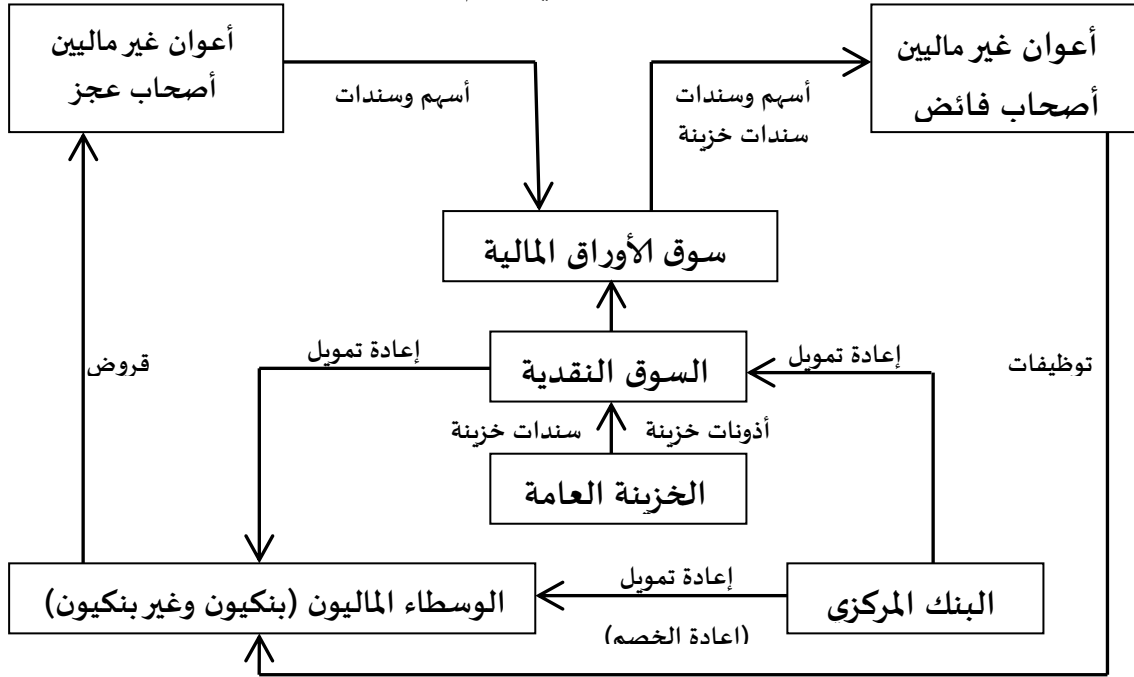
البنك المركزي، وهذا يعني أن البنوك تعمل على تقييم المخاطر وعلى ضوئها تقوم بتمويل الاقتصاد، حيث تشكل القروض الشكل الرئيسي في العملية التمويلية.

يمكن تلخيص عملية تدفق الأموال في اقتصادات المديونية وفق الشكل رقم (8-1). حيث نلاحظ من خلاله أن الأسواق المالية في اقتصادات الاستدانة تكون منفصلة وغير متداخلة، لا تضمن التمويل إلا لجزء قليل جدا من وحدات العجز المالي.

أما بالنسبة للسوق النقدية التي تتمثل في سوق ما بين البنوك، فنلاحظ أن دورها يقتصر في هذا النظام على إعادة تمويل الوسطاء الماليين.

بينما تلجأ الخزينة العامة من أجل تمويل عجز ميزانيتها إلى التسبيقات التي يقدمها لها البنك المركزي مقابل سندات الخزينة.

الشكل رقم (8-1): التمويل في نظام اقتصاديات المديونية



المصدر: إعداد الطالب بالاعتماد على (Jean-François, 1998, p. 127)

2.4 اقتصاديات الأسواق المالية

ظهر اقتصاد الأسواق المالية كنظام مالي أين تحصل الأعوان الاقتصادية على موارد التمويل بإصدار الأوراق المالية في الأسواق، ويتميز هذا النظام بالمالية المباشرة ويسمح نشاط الأسواق بعرض وطلب رؤوس الأموال بمواجهة مباشرة ودون وساطة، ويظهر الوسطاء الماليون بما فيها البنوك في الأسواق مرة كعارضين ومرة أخرى كطالبين للأوراق المختلفة وليس في عمليات فردية كالقرض البنكي والذي لا يعتبر النشاط الأساسي للبنك إلا بالنسبة للأعوان الذين ليست لهم أبعاد

كافية للاقتراض في أسواق الأوراق المالية، ويظهر التمويل الذاتي في هذا النظام مرتفعاً جزئياً ويسمح بمقابلة طاقة تمويل المؤسسة للاستثمار، وتقوم البنوك بتنويع أنشطتها حيث تحوز على أصول متنوعة تؤلف بدرجات مختلفة بين المخاطر والعوائد. (Koenig, 2000, p. 38)

عرف جون رتشارد هيكس هذه الاقتصاديات بأنها الحالة التي تكون المؤسسات والأفراد قادرة على تعبئة ادخار كاف لتمويل الاستثمار بشكل مباشر بواسطة الاكتفاء الذاتي أو عن طريق السوق المالية.

تتميز اقتصاديات الأسواق المالية بالدور المهم الذي يلعبه السوق المالي في تمويل النشاط الاقتصادي مقارنة بما هو عليه في اقتصاديات المديونية

وعليه فإن هذا النوع من الأنظمة يتسم بوجود أسواق مالية ونقدية واسعة ومتطورة ومرنة يتم من خلالها توفير الجانب الأكبر من حاجة الأعوان الاقتصاديين للتمويل والسيولة.

في حين يكون لمؤسسات الوساطة المالية دور ثانوي أقل أهمية، ويمكن إجمال أهم الخصائص التي يتميز بها هذا النظام فيما يلي:

◀ دور الوسطاء الماليين في هذا النظام يتمثل بشكل رئيسي في تحويل آجال الاستحقاق وتقديم الخدمات المالية وليس إنشاء وسائل الدفع.

◀ يلعب القرض دوراً تكميلياً في تمويل المؤسسات نظراً لارتفاع طاقة التمويل الذاتي فيها.

◀ تلجأ الدولة في تمويل العجز في ميزانيتها بصورة كبيرة إلى هذه الأسواق من خلال الأوراق المالية التي تصدرها الخزينة العمومية، بعكس اقتصاد الاستدانة الذي يتم تمويل الدين العمومي فيه من خلال إنشاء النقود.

◀ تعد السوق النقدية المكان المفضل لإعادة تشكيل سيولة البنوك، كما أن اللجوء إلى البنك المركزي يمثل حالات قليلة ونادرة.

◀ بإمكان الوسطاء الماليين الحصول على التمويل من خلال التدخل في السوق المالي وإصدار الأصول المالية.

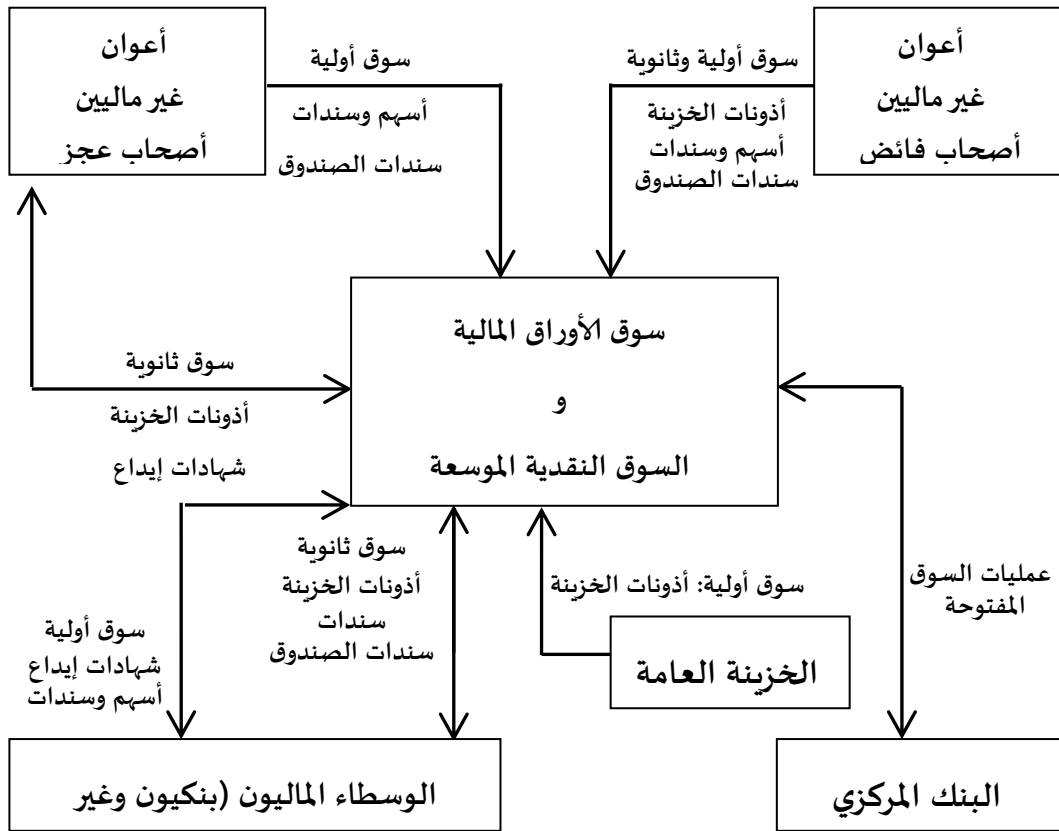
◀ تتحد أسعار الفائدة بشكل مرن من خلال قوى السوق وتعبير عن الطلب والعرض على رؤوس الأموال وتكلفة الموارد في نفس الوقت.

◀ عملية الإصدار النقدي عملية خارجية⁽¹⁾، حيث تلعب القاعدة النقدية ومعدل الفائدة دورا حاسما في تحديد التوازن النقدي.

إذن تتميز اقتصاديات الأسواق المالية بهيمنة التمويل المقدم من قبل الأسواق المالية والنقدية وفي حين تكون السوق النقدية متسعة ومفتوحة لمختلف الأعوان الماليين وغير الماليين، فإن السياسة الرئيسية في ضبط الكتلة النقدية تتمثل في سياسة السوق المفتوحة، فضلا عن استقلالية أكبر للبنوك والمؤسسات المالية.

وإجمالا يأخذ التمويل في نظام اقتصاديات الأسواق المالية الشكل التالي:

الشكل رقم (1-9): التمويل في نظام اقتصاديات الأسواق المالية



المصدر: إعداد الطالب بالاعتماد على (Jean-François, 1998, p. 126)

يمثل المخطط أعلاه كيف تتم عمليات التمويل في نظام اقتصاديات الأسواق المالية، حيث يشير اتجاه الأسهم في المخطط إلى تدفق النقود، كما يبين الآلية التي يتم من خلالها ضمان السوق

1- اتجاه العلاقة يكون من القاعدة النقدية إلى الكتلة النقدية.

المالية والسوق النقدية الموسعة للتمويل وسيولة الاقتصاد.

على الرغم مما تقدم فإن التطورات العميقة التي تشهدها الصناعة المالية والاقتصاد العالمي على حد سواء أدت إلى تراجع الفواصل بين أسلوب التمويل المباشر وغير المباشر وبالتبعية الحدود الفاصلة بين اقتصاديات المديونية واقتصاديات الأسواق المالية فالمصارف اليوم لم تعد تكتفي بالمفاهيم التقليدية للوساطة وقد تطورت أعمالها على نحو لافت بل وأصبحت من بين أهم المتدخلين في أسواق الأوراق المالية نفسها كما طورت وظائف ومنتجات مالية أكثر ارتباطا بنشاط هذه الأخيرة وربما نجد أن الأنظمة المالية المتطورة اليوم هي مزيج بين نظام مصرفي متطور وحديث وأسواق نشطة ومتطورة.

خلاصة الفصل

تناول الباحث في الفصل الأول، دراسة عرض النقود وقنوات التمويل في الاقتصاد، فتم التطرق بداية إلى مفهوم العرض النقدي الذي باعتباره كمية النقد المتداولة في الاقتصاد التي نجدها في حوزة الأعوان الاقتصاديين المكونة من الأفراد أو العائلات والمشروعات، أي كل الوحدات الاقتصادية باستثناء القطاع المصرفي، لهذا يعد العرض النقدي من أهم المتغيرات الاقتصادية ذات التأثير المباشر على الأنشطة الاقتصادية فهو بمثابة أداة رئيسية تستخدمها السلطة النقدية في توجيه سياستها النقدية نحو تحقيق الاستقرار الداخلي والخارجي للاقتصاد

حيث تتم عملية خلق أو إصدار النقود من طرف جهات محددة ومخول لها هذا الأمر، فنجد البنك المركزي يعمل على ذلك من خلال إصدار أوراق نقدية، فيما تقوم البنوك التجارية بذلك عن طريق الائتمان فتقدم أموال للجُمهور على شكل قروض من ودائع ليس لها وجود لدى المصرف التي تودع لديهم على شكل حسابات جارية وودائع تحت الطلب، أما الخزينة فقدرتها محدودة فهي مسؤولة عن إصدار نقود التجزئة وكذلك من خلال فتح الحسابات الجارية.

كما تم التطرق أيضا إلى العوامل المحددة لعرض النقود والمتمثلة أساسا في التغيير في كل من نسبة الاحتياطات التي تحتفظ بها البنوك سواء كانت قانونية كانت أو اختيارية، بالإضافة إلى التغيير في قيمة نسبة العملة المتداولة وأسعار الفائدة السوقية، ناهيك عن وجود بعض المحددات الأخرى كنتيجة لممارسة البنك المركزي والمتمثل أساسا في أدوات السياسة النقدية.

بعدها تم عرض أهم أفكار النظريات النقدية في الفكر الاقتصادي وكيفية تحليلها لأثر العرض النقدي في النشاط الاقتصادي، إذ تختلف الآراء وتباين فيما بينها، حيث نجد التحليل الكلاسيكي انصب في إطار النقود على أنها سلعة مادية تحدد قيمتها كأى سلعة وبافتراض أن إصدار النقود لا ينطوي على تكلفة إنتاج فإن العرض النقدي هو المحدد الأساسي لقيمتها، وأن النقود محايدة في النشاط الاقتصادي وكل تغيير في كمية النقود دون ما يقابله تغيير في السلع والخدمات التي ينتجها المجتمع سيؤدي إلى تغير مماثل في مستوى الأسعار وبنفس النسبة وهذا ما يستدعي عدم المساس بالصحة النقدية.

في حين تمثل النظرية الكمية للنقود خلاصة التطور الفكري النقدي التقليدي، تعتمد على أن كمية النقود هو المحدد الأساسي للمستوى العام للأسعار وأن عرض النقود هم المتحول المركزي الذي تدور حوله المتغيرات الأخرى في الاقتصاد، أي أن المستوى العام للأسعار تابع للعرض النقدي وبالتالي أي تغيير في كمية النقود بنسبة معينة يؤدي إلى تغيير في المستوى العام للأسعار بنفس النسبة والاتجاه.

ظهرت بعدها نظرية كمبريدج التي جاءت استكمالاً لها، حيث تنظر هذه النظرية إلى أن النقود جزء من الثروة وأن الأفراد سيحتفظون ببعضها لغرض الاحتياط، مؤكدة أن التفضيل النقدي هو العامل المؤثر والمحدد لمستوى الدخل النقدي وأن التغيير في نسبته ينعكس على مستويات الإنتاج والأسعار حتى لو بقيت كمية النقود المعروضة ثابتة.

أما النظرية الكينزية فتقوم على أساس أهمية الدور الذي تلعبه النقود في الاقتصاد، بمعنى أن التغيير في المعروض النقدي يؤثر بالتبعية في المتغيرات الاقتصادية سواء العمالة، الإنتاج الاستهلاك، الادخار والاستثمار، وبالتالي يؤثر في الوضع الاقتصادي ككل.

في حين يعتبر فريدمان أن عرض النقود متغير خارجي، يؤثر تأثيراً مباشراً على الإنفاق ومنه على الدخل وذلك في المدى القصير. وليس له أي أثر في المدى الطويل على النشاط الاقتصادي، باستثناء الأثر على مستوى الأسعار.

في ذات السياق جاء في تحليل المعروض النقدي وفق وجهة نظر المدرسة النقدية الحديثة (MMT) والتي تركز على فكرة رئيسية مفادها، أن الدولة التي تتمتع بالسيادة النقدية لا يمكن أن تتعثر أو تفلس، ومن ثم يمكنها التوسع بحرية في الإنفاق العام بهدف تحقيق التشغيل الكامل، كون البنك المركزي يمكنه أن يقوم بتغذية حسابات الحكومة بالمبالغ التي تحتاجها لتمويل أعمالها.

في ختام الفصل، تم التطرق إلى الأساليب المتبعة في تمويل الاقتصاد من خلال قناة التمويل المباشر وقناة التمويل غير المباشر، حيث إذا كانت عملية التمويل مباشرة عبر الأسواق المالية فإن الاقتصاد يعتبر اقتصاد سوق المال، في حين إذا كانت عملية التمويل غير مباشرة من خلال الوساطة المالية فإن الاقتصاد يسمى باقتصاد المديونية.

الفصل الثاني:

السياسة النقدية وفعالية قنوات انتقال أثرها في الاقتصاد

تمهيد

1. السياسة النقدية واتجاهاتها
 2. مكانة السياسة النقدية تبعا لتطور الفكر الاقتصادي
 3. أهداف السياسة النقدية
 4. أدوات السياسة النقدية
 5. قنوات ابلاغ السياسة النقدية
 6. دور السياسة النقدية في معالجة الاختلالات الاقتصادية
 7. شروط نجاح السياسة النقدية
 8. فعالية السياسة النقدية محدوديتها
 9. أسباب فشل الأدوات التقليدية للسياسة النقدية
 10. التدابير غير التقليدية للسلطات النقدية لمواجهة الأزمات المالية
- خلاصة الفصل

تمهيد

من أهم الجوانب التي تحظى باهتمام المسئولون عن تنفيذ السياسات النقدية في أي دولة هو جانب التأكد من فعالية الأدوات المستخدمة من قبل البنوك المركزية، حتى تمكنها من الوصول إلى الأهداف التي خططت لها حكومة الدولة المعنية، بما يضمن تحقيق انعاش اقتصادي داخل البلاد.

غير أن الدراسات التي أجراها أصحاب الاختصاص في هذا المجال، أثبتت أن تعظيم كفاءة الأدوات النقدية المستخدمة، قد لا تنشأ الغاية المرجوة بمجرد إدخال تعديلا أو تعديلات في قيم هذه الأخيرة، أو إحلال أداة ذات كفاءة بأخرى أقل منها كفاءة.

وغني عن البيان، أن الأمر في بعض الأحيان يتطلب وبصفة خاصة إدخال تعديلات ذات نطاق واسع على السياسة النقدية، كما حدث في بعض الدول التي شملها الركود الاقتصادي العالمي نتيجة تداعيات الأزمة المالية 2008، أين سارعت بنوكها المركزية في تنفيذ سياسات توسعية من خلال تخفيض أسعار الفائدة ذات الأجل القصير، قاربت في بعض الدول مستوى الصفر، إلا أن الوضع بقي على حاله ولم تبلغ السياسة المنتهجة تحقيق الأهداف المرجوة والمتمثلة أساسا في إنعاش اقتصاداتها، وبالتالي أثبتت هذه السياسات محدوديتها، وبدأ التفكير بضرورة تحفيزها ودعمها بأدوات جديدة. وهو الأمر الذي شرعت فيه السلطات النقدية من خلال انتهاج أدوات نقدية مستحدثة أخذت تسمية الأدوات غير التقليدية، وأصبح يطلق على السياسة النقدية المستحدثة تسمية السياسة النقدية غير التقليدية.

من هذا المنطلق، يأتي هذا الفصل موضحا في أوله؛ التعريف بمفهوم السياسة النقدية اتجاهاتها ومكانتها تبعا لتطور الفكر الاقتصادي. معرجا على أهدافها ثم أدواتها فننوات إبلاغها.

علاوة على ذلك، سيتم تقديم شرحا لدور السياسة النقدية بشكلها التقليدي في معالجة الاختلالات الاقتصادية، شروط النجاح، الفعالية والمحدودية.

أما في ختام الفصل، سيتم التطرق لأسباب فشل أدوات السياسة النقدية بشكلها التقليدي ثم التدابير غير التقليدية للسلطات النقدية لمواجهة الأزمات المالية.

1. السياسة النقدية واتجاهاتها

تعد السياسة النقدية من بين أهم الركائز الأساسية التي تقوم عليها السياسة الاقتصادية العامة للتأثير على مستوى النشاط الاقتصادي من خلال تأثيرها على المتغيرات المكونة له كالاستثمار الدخل، الأسعار وذلك قصد تحقيق ما يصبو له من مختلف الأهداف الاقتصادية.

وقد مرت هذه السياسة بالعديد من المراحل أفرزها تطور الفكر الاقتصادي والمالي، مما أثار العديد من النقاشات والتحليلات بشأن دورها وفعاليتها في النشاط الاقتصادي، في المقابل تطورت الأدوات والوسائل التي توظفها هذه السياسة من أجل استهداف المتغيرات الاقتصادية التي بإمكانها تحقيق الأهداف المرجوة.

1.1 مفهوم السياسة النقدية

تعددت وتباينت التعاريف المرتبطة بالسياسة النقدية باختلاف وجهات نظر الباحثين والمدارس الاقتصادية، إلا أنها تلتقي عموماً حول العناصر الرئيسية المكونة لها، والمتعلقة أساساً في بالإجراءات والتدابير المتخذة من قبل الحكومة والهيئة المصدرة والأهداف المرجوة تحقيقها والأدوات المستعملة.

حيث نجد الاقتصادي **G.L Bash** عرفها على أنها ما تقوم به الحكومة من عمل يؤثر بصورة فعالة في حجم وتركيب الموجودات السائلة التي يحتفظ بها القطاع غير المصرفي سواء كانت عملة أو ودائع أو سندات حكومية (Bach G.L, 1950, p. 35)، بينما يرى **Einzig** بأنها "جميع القرارات والإجراءات النقدية بصرف النظر إذ كانت أهدافها نقدية أو غير نقدية، إضافة لجميع لإجراءات غير النقدية التي تهدف إلى التأثير في النظام النقدي". (السامرائي و زكريا ، 2006 ، صفحة 185)

في حين عرفها الاقتصادي **Kent** بأنها "مجموعة الوسائل التي تتبعها الإدارة النقدية لمراقبة عرض النقد، بهدف بلوغ هدف اقتصادي كهدف الاستخدام التام" (أكرم و مشهور، 2005، صفحة 183)، وهو ما يتوافق مع رأي **J. Pierre** في تعريف السياسة النقدية بأنها العمل الذي يستخدم لمراقبة عرض النقود من البنك المركزي وذلك كأداة لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية (J.Pierre, 1987, p. 277)

أما عن بول سامويلسون فيرى بأنها "أهداف البنك المركزي في ممارسة سلطته للتحكم في النقود، أسعار الفائدة وشروط الائتمان، وتمثل الأدوات الرئيسية لها في عمليات السوق المفتوحة ومتطلبات الاحتياطي وسعر الخصم" (بوخاري، 2010، صفحة 59)، وحسب **Gilles Godin** فهي مجموعة التدخلات التي تقوم بها السلطة النقدية بهدف التحكم في تطور كمية النقود، على المستويين الداخلي والخارجي، بغية تحقيق الأهداف المسطرة. (Gilles, 1998, p. 48)

بينما يرى عبد المطلب عبد الحميد بأنها "مجموعة من القواعد والوسائل والأساليب والإجراءات والتدابير التي تقوم بها السلطة النقدية للتأثير (التحكم) في عرض النقود بما يتلاءم مع النشاط الاقتصادي لتحقيق أهداف اقتصادية معينة، خلال فترة زمنية معينة". (عبد المطلب، 2003، صفحة 90)

في السياق نفسه، تعرف السياسة النقدية بأنها "الإجراءات اللازمة التي تمكن السلطات النقدية من ضبط عرض النقود أو التوسع النقدي ليتماشى وحاجة المتعاملين الاقتصاديين، وهي هدف البنك المركزي في ممارسته للرقابة على النقود، على معدلات الفائدة وعلى شروط القروض" (عبد المجيد قدي، 2006، صفحة 53)

وتجدر الإشارة أن للسياسة النقدية معنيين، الأول يسمى المعنى الضيق ويقصد به "الإجراءات التي تستخدمها السلطات النقدية لمراقبة عرض النقد وتحقيق أهداف اقتصادية معينة"، أما المعنى الواسع فيعني "جميع الإجراءات النقدية والمصرفية التي تستهدف مراقبة حجم النقد والائتمان، وكذلك الاقتراض الحكومي أي حجم وتركيب الدين الحكومي" (عباس كاظم ا.، 2003، صفحة 90)

ما نستشفه من التعاريف السابقة، أن السياسة النقدية ماهي إلا مجموعة الإجراءات والقرارات، التي تقوم بها السلطة النقدية (البنك المركزي)، للتأثير على المتغيرات النقدية وسلوك الأعوان الاقتصاديين قصد تحقيق ما تم تسطيره من أهداف اقتصادية.

وبالتالي فالعناصر الأساسية المكونة لها نجد:

- مجموعة الإجراءات والتدابير التي قد تتغير حسب الهدف المسطر من طرف الدولة؛
- البنك المركزي هو السلطة المشرفة على رسم وإدارة السياسة النقدية؛
- تهدف السياسة النقدية إلى تحقيق ما تم تحديده من أهداف من قبل السلطة النقدية؛
- إتباع أدوات معينة من أجل التأثير على الكتلة النقدية، قصد الوصول إلى ما تم تسطيره من أهداف مسبقاً.

2.1. اتجاهات السياسة النقدية

يمكن للسياسة النقدية أن تكون تقييدية (انكماشية) أو توسعية وذلك مرهون بالنوع المشكلة القائمة وسبل معالجتها، بالإضافة إلى وجود سمات وعلى وجه الخصوص في بعض اقتصاديات البلدان النامية.

1.2.1. الاتجاه الانكماشى للسياسة النقدية

لما ترى السلطة النقدية أن هناك ارتفاعاً في معدل التضخم وزيادة في الأسعار، الأمر الذي يقابلها دائماً المطالبة بالزيادة في الأجور، فتسعى السلطة النقدية حينها لتقييد الانفاق والائتمان فيعمل البنك المركزي على التقليل من حجم وسائل الدفع، وتقييد الائتمان والإقراض في محاولة من أجل تثبيت الأجور والأسعار كما يقوم كذلك برفع سعر الفائدة لتشجيع الأفراد على الادخار وتخفيض حجم الاستهلاك. (مصطفى رشدي، 1999، صفحة 86)

في حين يرى حسين بني هاني أن "هذا الاتجاه قد يضر بالاقتصاد الوطني إن لم يكم مدروساً بما فيه الكفاية، لأنه قد يؤثر في عبء دين المشاريع والشركات التي قد تجد نفسها غير قادرة على المنافسة في الأسواق الخارجية نتيجة لارتفاع تكاليف الإنتاج" (بني هاني، 2002، صفحة 153)

2.2.1. الاتجاه التوسعي للسياسة النقدية:

هذا الاتجاه عكس الحالة الأولى، يلجأ البنك المركزي إلى هذه الطريقة لتسريع نمو الكتلة النقدية بتشجيع الائتمان وزيادة حجم وسائل الدفع وتخفيض معدل الفائدة، فيرتفع حجم الاستثمارات مما يؤدي إلى زيادة الإنتاج وبالتالي التقليل من حدة البطالة.

ويضيف Flavio Padrini أن إتباع توجه توسعي للسياسة النقدية يؤدي إلى انخفاض تكلفة الائتمان بسبب انخفاض سعر الفائدة، ومن ثم زيادة الطلب على الائتمان من خلال المصارف، وهو الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض توجه الأفراد والمستثمرين نحو السوق المالية لطلب القروض التمويلية، فيحل المقرضين مهمة قيام الإقراض من السوق المالية إلى البنوك التجارية، مما يؤدي إلى انخفاض عرض المستندات وبالتالي ارتفاع أسعارها. (Padrini, 2002, p. 522)

3.2.1. الاتجاه المختلط للسياسة النقدية

يناسب هذا الاتجاه الدول النامية التي تعتمد إما على الزراعة الموسمية أو على محصول واحد أو تصدير المواد الأولية إلى الخارج، ما يجعل البنك المركزي في هذه الحالة يتبع سياسة مرنة فيقوم بزيادة حجم وسائل الدفع عند مرحلة بدأ الزراعة أو تمويل زراعة المحاصيل والتقليل من حجمها عند مرحلة بيع المحاصيل وهذا لحصر آثار التضخم. (بني هاني، 2002، صفحة 153)

ويمكن تلخيص ما تم التطرق إليه بشأن اتجاهات السياسة النقدية في الجدول الآتي:

جدول رقم (1-2): اتجاهات السياسة النقدية

الاتجاه التوسعي	الاتجاه الانكماشى	
حالة الركود	حالة رواج	الاقتصاد السائد
الاستثمار أقل من الادخار	الاستثمار أكبر من الادخار	
زيادة كل من	تقييد كل من	السلطة النقدية
الطلب الاستثماري والاستهلاكي	الطلب الاستثماري والاستهلاكي	
زيادة عرض النقود	تقليل المعروض النقدي	آلية التنفيذ
تخفيض سعر الفائدة	رفع سعر الفائدة	
معالجة البطالة	معالجة التضخم	الغاية المرجوة
تشجيع النمو الاقتصادي	الحد من التوسع في الانتاج	
ارتفاع مستوى الاسعار	زيادة عبء مديونية الشركات	الأثار المحتملة

المصدر: إعداد الطالب تلخيصا لما تم ذكره سابقا.

2. مكانة السياسة النقدية تبعا لتطور الفكر الاقتصادي

تباينت وجهات النظر ما بين المدارس الاقتصادية حول جدوى السياسة النقدية ومدى فعاليتها والدور الذي يمكن أن تلعبه لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، فحتى أوائل الثلاثينيات من القرن الماضي، أي قبل حدوث أزمة الكساد 1929، كانت السياسة النقدية الأداة الوحيدة المستخدمة لتحقيق الاستقرار والتأثير على مستوى النشاط الاقتصادي ومكافحة التضخم والانكماش (السيد علي وسعد الدين العيسى، 2004، صفحة 352)

حيث قبل حدوث الأزمة، سادت فكرة حيادية النقود لأب الفكر الاقتصادي الكلاسيكي جون باتيست ساي وقانونه القائل بأن العرض يخلق الطلب المساوي له، بأن النقود هي مجرد غطاء للمبادلات وليس لها أي تأثير على النشاط الاقتصادي ومع تطور الفكر الكلاسيكي بدأت تظهر أهمية السياسة النقدية في المحافظة على ثبات المستوى العام للأسعار، من خلال كمية النقود المعروضة والمطلوبة من طرف السلطات النقدية ودورها في تنشيط الإنتاج والتأثير في توزيع الدخل. (صالح مفتاح، 2003، صفحة 100)

إلا أن حدوث أزمة الكساد التي سادت الفترة 1929-1933 وما خلفته من آثار وخيمة على اقتصاديات العالم، أثبتت عجز النظرية النقدية الكلاسيكية في معالجتها وبالتالي عدم نجاعة السياسة النقدية وحدها آنذاك من أجل الخروج من هذه الأزمة أو حتى تقديم حلول أو تفسيرات لها.

مع عجز النظرية النقدية الكلاسيكية في معالجة الأزمة وإيجاد الحلول المناسبة لها، ظهرت النظرية النقدية الكينزية التي تولت ذلك من خلال الربط بين الدخل والإنفاق واعتبار الشرط اللازم لتحقيق التوازن في السوق النقدي يكون بتعادل كمية النقود المعروضة من طرف السلطات

النقدية، وبين الطلب على النقود القائم على أساس التفضيل النقدي الذي يتحدد بدوافع الدخل والاحتياط والمضاربة. فبدأ كينز يدعو الاهتمام بالسياسة المالية للخروج من الأزمة، حيث أعطى دور أكبر لتدخل الدولة من خلال السياسة المالية أولاً. ثم السياسة النقدية، وذلك عن طريق الإنفاق بالعجز الذي يسنده الإصدار النقدي أو الدين العام. وتركزت نظرية كينز على جمود الأسعار والأجور في الأجل القصير، وعالج الاحتكار بالتضخم، مما أدى إلى ظهور الكساد التضخمي وعجز الأدوات الكينزية عن علاج الاختلالات (عقيل جاسم عبدالله، 1994، صفحة 208)

بظهور بعض النقائص في السياسة المالية، تراجعت أهميتها بسبب عدم المرونة وبطئها وتأكد عدم جدواها في مكافحة التضخم، لذلك رأت بعض الدول المتقدمة سنة 1951 أن عليها الرجوع إلى تطبيق بعض أدوات السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار في الاقتصاد الوطني، وبالتالي بدأت تعود السياسة النقدية لتأخذ مكانها الأولى، ولكن هذه العودة لم تكن كلية بل مازالت السياسة المالية تحتل مكانة هامة إلى أن جاءت موجة النقديين التي تسمى مدرسة شيكاغو بزعامة ميلتون فريدمان، التي حركت ساعة الفكر للوراء مرة أخرى إلى فكر النظرية الكمية للنقد، والدعوة إلى أن التحكم في عرض النقود هو السبيل لتحقيق الاستقرار الاقتصادي وذلك حتى يزداد عرض النقود بصورة عامة بمعدل يساوي معدل النمو في الناتج القومي وتكون هذه الزيادة مستقلة عن الدورة التجارية، ويزداد عرض النقود بنفس المعدل في سنوات الكساد كما في سنوات الرخاء. وعندما انتخبت تاتشر رئيسة بريطانيا سنة 1979. وانتخب ريغان لرئاسة الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1980 تنازلت الكينزية عن عرش الفكر النقدي، فكانت الفترة الممتدة من 1979 إلى 1982 تمثل قمة عصر النقديين. (صالح مفتاح، 2003، صفحة 92)

إلا أنه بعد عام 1982 تحدث الاقتصاديون عن نكسة النقديين، حيث بدأت تتراكم مشكلات تطبيق السياسة النقدية مع الكساد والبطالة، على الرغم أن التضخم قد انخفض كثيراً بعد تطبيق السياسة النقدية ذات الاتجاه الانكماشية، وبالتالي ظهر من جديد الجدل بين أنصار السياسة النقدية وأنصار السياسة المالية، وكل يدعي بأن سياسته هي الأنجح لتحقيق الاستقرار الاقتصادي. وأدى هذا التعصب إلى بروز فريق ثالث بزعامة الاقتصادي الأمريكي والتر هيلر **Walter Heller** الذي يرى استخدام سياسة معينة لا يغنينا عن استخدام الأخرى، بل يجب التنسيق بين السياستين النقدية والمالية فكلاهما أصل ولا تقل أهمية أي منهما عن الأخرى في العمل للخروج من الأزمات الاقتصادية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي (خليل س.، 1982، صفحة 145)

مما سبق ذكره يمكن تلخيص مراحل تطور السياسة النقدية وفق الجدول الموالي:

جدول رقم (2-2): مراحل تطور السياسة النقدية

المرحلة	الفترة الزمنية	الفكر الاقتصادي	السياسة المستخدمة
<u>الأولى</u>	قبل أزمة 1929	الكلاسيكي	السياسة النقدية
<u>الثانية</u>	بعد أزمة 1929	الكيينزي	السياسة المالية
<u>الثالثة</u>	1951-1982	النقدوي	السياسة النقدية
<u>الرابعة</u>	نهاية القرن 20	جدل مالي ونقدي	السياستان متكاملتان

المصدر: إعداد الطالب تلخيصا لما تم ذكره سابقا.

3. أهداف السياسة النقدية

تختلف أهداف السياسة النقدية بين الدول النامية والدول المتقدمة، وحسب النظم الاقتصادية السائدة ودرجة التقدم الاقتصادي والاجتماعي، بالإضافة لاحتياجات وأهداف المجتمعات. فنجد في الدول الصناعية عدم التوسع في الأهداف والاقتصار على هدف واحد للسياسة النقدية يتمثل أساسا في استهداف التضخم واستقرار الأسعار، بينما نجد العكس في الدول النامية التي تعلق عليها العديد من الأهداف، التي لا يمكن تحقيقها إلا بإصابة الأهداف الأولية التي تؤثر على الأهداف الوسيطة والتي بدورها تغير في الأهداف النهائية وذلك باستخدام أدوات ملائمة، تستهدف من خلالها السياسة النقدية بالدرجة الأولى التأثير على تنظيم وتسيير العرض النقدي المتداول في الاقتصاد ومعدلات الفائدة، من أجل التأثير على مستوى الأداء الاقتصادي بشكل عام، قصد ضمان التوازن الاقتصادي العام، بشرط أن يتحقق التوازن الاقتصادي الداخلي والتوازن الخارجي، حيث تعرف هذه الأهداف النهائية الأربعة بأهداف المربع السحري للاقتصادي الانجليزي نيكولا كالدور

1.3 الأهداف الأولية للسياسة النقدية

تعد الأهداف الأولية حلقة بداية في استراتيجية السياسة النقدية، فهي متغيرات يحاول البنك المركزي أن يتحكم فيها للتأثير على الأهداف الوسيطة، فعلى سبيل المثال لا الحصر عندما يتقرر تغيير معدل نمو النقود الإجمالية، فإنه يجب تبني متغير احتياطات البنوك وظروف سوق النقد المتفقة مع إجمالي النقود في الأجل الطويل، ولهذا تعتبر الأهداف الأولية صلة ربط بين أدوات السياسة النقدية والأهداف الوسيطة. (عبد اللطيف و عبد الفتاح، 1987، صفحة 239)

وتتمثل الأهداف الأولية من مجموعتين من المتغيرات: (صالح مفتاح، 2005، صفحة 125)

المجموعة الأولى:

- وتتمثل في مجتمعات الاحتياطات وتتضمن القاعدة النقدية، ومجموع احتياطات البنوك واحتياطات الودائع الخاصة والاحتياطات غير المقرضة والتي يمكن تفصيلها كالآتي:
- القاعدة النقدية: وهي النقود المتداولة لدى الجمهور والاحتياطات المصرفية، كما أن النقود المتداولة تضم الأوراق النقدية والنقود المساعدة ونقود الودائع. أما الاحتياطات المصرفية فتشمل ودائع البنوك لدى البنك المركزي وتضم الاحتياطات الإجبارية والاحتياطات الإضافية والنقود الحاضرة في خزائن البنوك.
- الاحتياطات المتوفرة للودائع الخاصة: تتمثل في الاحتياطات الإجمالية مطروحا منها الاحتياطات الإجبارية على ودائع الحكومة والودائع في البنوك الأخرى.
- الاحتياطات غير المقرضة: تتمثل في الاحتياطات الإجمالية المتوفرة لدى البنوك بعد انتزاع الاحتياطات البنكية السابق ذكرها مطروحا منها الاحتياطات المقرضة أي كمية القروض التي تم منحها من طرف البنوك.

مجموعة الثانية:

- وتعرف باسم أحوال سوق النقد، وتحتوي على الاحتياطات الحرة، ومعدل الأرصد البنكية وأسعار الفائدة الأخرى في سوق النقد التي يمارس البنك المركزي عليها رقابة قوية، ويعني بشكل عام قدرة المقرضين ومواقفهم السريعة أو البطيئة في معدل نمو الائتمان ومدى ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة وشروط الإقراض الأخرى. حيث:
- الاحتياطات الحرة: تمثل الاحتياطات الفائضة للبنوك لدى البنك المركزي مطروحا منها الاحتياطات التي افترضتها هذه البنوك من البنك المركزي وتسمى صافي الاقتراض، وتكون الاحتياطات الحرة موجبة إذا كانت الاحتياطات الفائضة أكبر من الاحتياطات المقرضة والعكس صحيح.
- سعر فائدة الأرصد البنكية: سعر الفائدة على الأرصد المقرضة لمدة قصيرة، ليلة، يوم أو أكثر بين البنوك؛
- أسعار الفائدة الأخرى: معدلات الفائدة على أذونات الخزنة، والأوراق التجارية ومعدل الفائدة الذي تفرضها البنوك على أفضل العملاء ومعدل الفائدة على قروض البنوك فيما بينها.

وتختلف البنوك المركزية من حيث طبيعة الأهداف الأولية المتبناة من طرفها، لعل أفضلها هو ذلك الهدف الذي يتصف بالتأثير والتجاوب بسرعة مع تغيير الأدوات النقدية المستخدمة ويسهل قيادة الاتجاه المرغوب تحقيقه للأهداف الوسيطة.

2.3 الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية

تعتبر الأهداف الوسيطة متغيرات نقدية يمكن للبنوك المركزية أن تؤثر عليها، فبإمكان السياسة النقدية أن تؤثر فعلا على تقلبات المجمعات النقدية وعلى سعر الصرف وعلى معدلات الفائدة، في حين أنها لا يمكن أن تؤثر مباشرة على مستوى الأسعار والإنتاج والأجور (ملاك وسام، 2000، صفحة 193)

وحتى يكون للأهداف الوسيطة أثر على الأهداف النهائية يشترط توفر معايير، نوجزها في الآتي: (بن علي، 2006، الصفحات 119-220)

- القابلية للقياس: يعتبر القياس الدقيق والسريع لمتغير الأهداف الوسيطة ضروريا لأن الهدف الوسيط هو إشارة فيما إذا كانت السياسة النقدية تسير في الاتجاه الذي يوصلنا إلى تحقيق الهدف النهائي أم لا، فالمقارنة بين سعر الفائدة والقاعدة النقدية والمعروض النقدي، نجد أن سعر الفائدة هو أسهل في القياس من القاعدة النقدية والمعروض النقدي

- القدرة على التحكم والسيطرة: يجب على البنك المركزي أن تكون لديه قدرة على التحكم في الهدف الوسيط بهدف إعادة ذلك المتغير إلى المسار المستهدف في حالة خروجه عن الطريق المرسوم له لتحقيق الهدف النهائي.

- القدرة على التنبؤ بالأثر على الهدف النهائي: وهي أن يكون المتغير المستخدم كهدف له أثر يمكن التنبؤ به على الهدف النهائي، فمثلا إذا استطاع البنك المركزي التنبؤ بقياس سعر النفط في السوق العالمي، هذا سوف يساعده على تحقيق الهدف النهائي وهو تحقيق توازن ميزان المدفوعات الذي يؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الخام والذي بدوره سوف يؤدي إلى تحقيق معدل نمو اقتصادي معتبر.

يمكن حصر مختلف الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية في العناصر التالية:

- معدل الفائدة: أن اختيار معدل الفائدة كهدف وسيط هو في منتهى الدقة، فمن جهة هناك صعوبة فائقة في تحديد معدل الفائدة الجيد للاقتصاد، ومن جهة أخرى تعتبر معدلات الفائدة أيضا بمثابة أدوات للسياسة النقدية، وفي هذا الخصوص تستخدم هذه المعدلات لأغراض داخلية وخارجية في الوقت نفسه، كما أنه لا يفرض في أي بلد على الإطلاق معدل فائدة واحد على جميع الوكلاء الاقتصاديين، إذ أن العديد منهم يحصل على قروض بمعدلات فائدة أفضل من تلك التي

تفرضها الشروط العامة للسوق، وهذا بالتأكيد يشكل عاملاً مشوهاً لمعنى الهدف الوسيط المتعلق بمعدل الفائدة، (ملاك وسام، 2000، صفحة 193)

- معدل صرف: يعد معدل صرف النقد مؤشراً هاماً للأوضاع الاقتصادية لدولة ما، وذلك بالمحافظة على هذا المعدل حتى يكون قريباً من مستواه لتعادل القدرات الشرائية، ويمكن أن تكون السياسة النقدية مساهمة في التوازن الاقتصادي عبر تدخلها من أجل رفع معدل صرف النقد تجاه العملات الأخرى، وقد يكون محارباً للتضخم وهو ما يحقق الهدف النهائي للسياسة النقدية وتستطيع السياسة النقدية من خلال سعر الصرف أن تساهم في التوازن الاقتصادي العام، حيث أن رفع سعر صرف العملة المحلية اتجاه العملات الأجنبية يؤدي إلى تخفيض التضخم (ملاك وسام، 2000، صفحة 205)

في ذات السياق يؤدي التخفيض في قيمة العملة إلى ارتفاع سعر الواردات للعملة المحلية وبالتالي تقليل الإنفاق على الواردات وهذا يؤدي إلى تحول جزء من هذا الإنفاق إلى السلع المنتجة.

- المجمعات النقدية: هي عبارة عن مؤشرات إحصائية لكمية النقود المتداولة وتعكس قدرة الأعوان الماليين المقيمين على الإنفاق، وترتبط هذه المجمعات بطبيعة الاقتصاد ودرجة تطور الصناعات المصرفية والمنتجات المالية بالإضافة إلى مدى وجود الوعي لدى أفراد مجتمع هذا الاقتصاد، حيث تعطي هذه المجمعات معلومات للسلطات النقدية عن وتيرة نمو مختلف السيوليات ويهدف المسح النقدي إلى المساعدة على تحليل المتغيرات النقدية الكلية التي تتأثر بتدخلات السلطات النقدية. وبالتالي تسمح للسلطات باتخاذ القرارات الصائبة وفي الوقت المناسب. (عبد المجيد قدي، 2003، صفحة 64)

3.3 الأهداف النهائية للسياسة النقدية

تباينت التشريعات النقدية بشأن التوسع في الأهداف النهائية للسياسة النقودة وتصنيفها فلم تكن هذه الأهداف محل اتفاق من حيث عددها، إلا أنه بشكل عام يمكن اعتبار أهداف السياسة الاقتصادية هي نفسها الأهداف النهائية للسياسة النقدية والتي نوجزها في الآتي:

1.3.3 تحقيق العمالة الكاملة

تعتبر العمالة الكاملة هدفاً طويلاً الأجل، ويقصد بالعمالة توفر فرصة العمل لكل شخص قادر على العمل وباحث عنه، فارتفاع معدلات البطالة يؤدي إلى زيادة عرض العمل وبالتالي انخفاض الأجور الحقيقية للعاملين، لذا تسعى السياسة النقدية إلى التأثير في عرض النقود بما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار فيسبب ذلك انخفاض الأجر الحقيقي مما يدفع أصحاب العمل إلى تشغيل المزيد من الأيدي العاملة لزيادة حجم مشروعاتهم، ويرجع اهتمام الحكومات بحل مشكلة البطالة إلى ما تمثله

من خطورة على المستوى الاجتماعي حيث يحس العاطلون بفشلهم وتهميشهم في المجتمع، كما أن القضاء على البطالة يعمل على تعظيم هدف النمو الاقتصادي. (القطابري، 2009، صفحة 21)

والجدير بالذكر في هذا الشأن أن الكلاسيك عالجوا البطالة بتخفيض الأجور النقدية، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض معدل الأجور الفعلية أو الحقيقية، وبالتالي تنخفض تكلفة الإنتاج فيزداد الطلب والتشغيل، أما الكينزيون فقد عالجوا البطالة بتنشيط الطلب الفعال وزيادة الاستثمار، في حين يرى النقديون أن السياسة النقدية التوسعية لا يمكنها علاج البطالة بشكل دائم، وأن التحكم في العرض النقدي له آثار أهم في الأجل القصير على الإنتاج والعمالة، فعندما بزيادة العرض النقدي تنخفض أسعار الفائدة فيزداد الاستثمار وبالتالي تنخفض البطالة مع زيادة في حجم الاستهلاك ثم الدخل

2.3.3 الاستقرار العام لمستوى الاسعار

يعد الاستقرار العام لمستوى الأسعار من أهم أهداف السياسة النقدية، حيث يتفق صناع السياسة الاقتصادية على الآثار السلبية للمعدلات المرتفعة للتضخم على النمو والتشغيل والإنتاجية في المدى الطويل، وأن التضخم ظاهرة نقدية يمكن تفاديها فقط من خلال التحكم الصارم في نمو النقد والائتمان (الفولي و شهاب، 1997، صفحة 211)

حيث يرى النقديون في هذا الشأن أن العلاقة بين الأسعار وعرض النقود هي علاقة خطية وطرديّة تماماً، ويعتقد الكينزيون أن التضخم المرتفع يحدث فقط عندما يكون معدل العرض النقدي مرتفعاً، على أساس أن الصدمات غير النقدية، كتغير أسعار الصرف أو الزيادة في منح البطالة، ناهيك عن دور الحكومة في مراقبة الأسعار لا تؤدي إلى إحداث أثر في المستوى العام للأسعار بذلك الشكل الكبير الذي يحدثه زيادة المعروض النقدي، لهذا يعتقد النقديون أن علاج التضخم لا يكون إلا بضبط معدلات نمو العرض النقدي.

3.3.3 رفع معدل النمو الاقتصادي

يعتبر تحقيق هذا الهدف من الأهداف طويلة الأجل، في حين يعد استقرار الأسعار والنقد من الأهداف قصيرة الأجل، والتوفيق بين هذين الهدفين أمر في غاية الصعوبة خصوصاً في الدول النامية التي تعاني الكثير من العقبات فيما يخص السياسات الإنتاجية والتجارية وموازن المدفوعات، لذا تسعى السياسة النقدية إلى المساهمة في رفع معدلات النمو في هذه البلدان من خلال تحقيق معدل مرتفع للمدخرات والتأثير على معدل الاستثمار في السلع الرأسمالية من خلال التوسع الائتماني حتى يمكنها الوصول إلى معدلات النمو المطلوبة، بالإضافة إلى توجيه الائتمان المصرفي والمدخرات نحو الأهداف التنموية (القطابري، 2009، الصفحات 22-23)

ونظرا لوجود علاقة وثيقة بين ارتفاع مستوى التوظيف والنمو الاقتصادي، فإن هذا الأخير يتحقق بارتفاع مستوى الاستخدام وارتفاع مستوى كفاءة الموارد الاقتصادية، والعمل هو أحد هذه الموارد. كما يمكن زيادة معدلات النمو الاقتصادي بعدة طرق من بينها تشجيع الأفراد على الادخار لتوفير التمويل للمؤسسات الراغبة في الاستثمار، وبالتالي يتحفز الاستثمار فيتحسن معدل النمو.

4.3.3 تحقيق توازن ميزان المدفوعات

ينصرف مفهوم التوازن الخارجي إلى تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات لدولة ما، أعتبر أنصار المنهج النقدي أن ميزان المدفوعات المقام الأول ظاهرة نقدية، وليس ظاهرة حقيقية، وأن مشكلة اختلاله، إنما هي محصلة لعدم التوازن بين عرض النقود والطلب عليها داخل الاقتصاد الوطني. فإذا زاد المعروض النقدي عن الطلب على النقود داخل دولة ما، فإن هذا الفائض النقدي سوف يوجه إلى شراء المزيد من السلع والخدمات والأصول المالية وغير المالية الأجنبية من الخارج الأمر الذي يؤدي إلى حدوث عجز في ميزان المدفوعات والعكس صحيح. ونظرا لأن السياسة النقدية تؤثر في كل من العرض الكلي للنقود ونسبة نمو وانكماش كمية النقود داخل الاقتصاد، فإنها تلعب دورا كبيرا في إحداث التكيف والتوازن المطلوب في ميزان المدفوعات. (محمد عبد العال، 2004، صفحة 82)

في الأخير يمكن القول أنه من الصعوبة تحقيق التناسق بين الأهداف النهائية، إذ أن تحقيق أحد الأهداف يواجه تعارضا مع هدف آخر، فمثلا تحقيق هدف استقرار الأسعار يتعارض مع هدف زيادة العمالة، الذي بدوره يتعارض مع هدف التوازن في ميزان المدفوعات، كما نجد أيضا أن تحقيق هدف استقرار الأسعار يتعارض مع هدف معدل عال للنمو الاقتصادي، وبالتالي أن كل اقتراب من أحد الأهداف يمثل في الوقت نفسه ابتعادا عن الأهداف الأخرى نتيجة تعارض بعض أهداف السياسة النقدية،

كما لا يمكن القول إن هذا التضارب موجود بين كل الأهداف، إذ لا يوجد تعارض بين توازن ميزان المدفوعات واستهداف التضخم في آن واحد، إذ أن كبح التضخم يؤدي إلى تدفق أكبر لرؤوس الأموال قصيرة الأجل إلى داخل البلد، أو بنسبة تدفق قليلة خارجه، مما يؤدي إلى خفض عجز ميزان المدفوعات. كما أنه لا يوجد تعارض بين استخدام العمالة الكاملة والنمو الاقتصادي.

لذا يجب على واضعي السياسة الاقتصادية طرح مسألة الأولوية في طرح هذه الأهداف مع مراعاة طبيعة النظام الاقتصادي، الأوضاع الاقتصادية التي تمر بها الدولة وكذا درجة التقدم الاقتصادي.

4. أدوات السياسة النقدية

من أجل التأثير على حجم المعروض النقدي تستخدم السلطات النقدية الأدوات المناسبة للتأثير على حجم النقد والائتمان المصرفي من أجل الوصول إلى الأهداف المرجوة، ويمكن تصنيف هذه الأدوات إلى أدوات مباشرة و أدوات غير مباشرة بالإضافة إلى الأدوات مساعدة.

1.4 الأدوات الكمية (غير المباشرة) للسياسة النقدية

يتضمن هذا التقسيم جميع الأدوات النقدية التي تعتمد السلطات النقدية في استخدامها لها على قوى السوق، ويقصد بذلك أن تأثير هذه الأدوات على المتغيرات المختلفة، وكذا توصلها للأهداف المطلوبة منها يتم تحقيقه من خلال السماح لقوى السوق بأن تلعب دورا هاما في هذا الشأن. ويدخل تحت هذا النوع من الأدوات كل من عمليات السوق المفتوحة، سعر الخصم، نسبة الاحتياطي الإلزامي، الاحتفاظ بودائع لدى البنك المركزي مقابل عائد، التعامل في الودائع الحكومية وبيع وشراء العملات الأجنبية.. إلخ، إلا أننا في هذا الطرح سنلتزم بالتقسيم الذي أوردته بعض الأبحاث الصادرة عن صندوق النقد الدولي في هذا الشأن (Lindgren, 1991, p. 309)

حيث سيتم توضيح الأنواع الثلاثة الأولى فقط من الأدوات سالف الذكر لما لها من صفة الشيع في الاستخدام، وكذا لأهميتها بالنسبة لمتطلبات الموضوع الذي نتعرض له.

1.1.4 سياسة معدل إعادة الخصم

يعرف سعر إعادة الخصم على أنه السعر الذي يتقاضاه البنك المركزي نظير إعادة خصم الأوراق التجارية والأذونات الحكومية للبنوك التجارية وهو أيضا يمثل سعر الفائدة الذي يفرضه البنك المركزي على القروض الممنوحة للبنوك التجارية بغية التأثير على حجم الائتمان في حالة احتياجها إلى موارد إضافية للتمويل لعملياتها المصرفية. (صالح مفتاح، 2005، صفحة 137)

ويعتبر سعر الخصم من الأسلحة التي يلجأ إليها البنك المركزي للتأثير على حجم الائتمان المصرفي وبالتالي على حجم المعروض النقدي وذلك في إطار الأهداف المرسومة للسياسة النقدية وذلك للاعتبارات التالية: (رشاد ورياض، 2000، صفحة 153)

- تخفيض سعر الخصم يزيد من حجم الأوراق التجارية المقدمة من قبل البنوك التجارية لإعادة خصمها لدى البنك المركزي، وهذا يساعد البنوك التجارية على توفير السيولة اللازمة للتوسع في حجم الائتمان؛

- هناك علاقة بين سعر الخصم وسعر الفائدة التي تتقاضاه البنوك التجارية من المقترضين، حيث أن سعر إعادة الخصم يمثل سعر تكلفة للبنوك التجارية على القروض المقترضة من البنك

المركزي، فإذا ارتفع سعر البنك، فإن هذا بالضرورة يؤدي إلى زيادة سعر الفائدة على القروض التي تمنحها البنوك التجارية للعملاء؛

- يعتبر سعر البنك إحدى الوسائل التي يمكن من خلالها أن تقوم البنوك التجارية بالحصول على الأموال اللازمة من وقت لآخر بتكلفة منخفضة نسبياً؛

- يعتبر سعر البنك وسيلة لتمكين البنوك التجارية من تعديل حجم الاحتياطي النقدي لدى البنك المركزي لتتناسب مع النسبة القانونية للاحتياطي النقدي إذا ما حدث اختلال في النسبة.

أن فعالية هذه الأداة لا يمكن أن تظهر إلا في غياب مصادر أخرى للسيولة والائتمان من غير البنك المركزي، ففي حالة وجود احتياطات نقدية (تمويل ذاتي) لدى المشروعات أو تحصلت على قروض أجنبية، فالرفع من سعر الخصم من طرف البنك المركزي لا يكون له تأثير على مقدرة السوق النقدية في تقديم القروض وزيادة حجم الإقراض نظراً للزيادة الحاصلة في عرض النقود كما لا يمكن أن يؤثر على التوسع في منح الائتمان من طرف البنوك التجارية مادام أن أصحاب المشروعات مستعدة للاقتراض والبنك التجاري يدرك بأن أصحاب المشروعات هم الذين يتحملون الزيادة المفروضة في سعر الخصم، واستمرارهم في طلب القروض بالرغم من ارتفاع أسعار الفائدة يعود إلى إمكانية تعويض ذلك من خلال رفع الإنتاجية أو أسعار السلع. (رشاد ورياض، 2000، صفحة 153)

وتعد أداة غير فعالة في حالة الكساد منه في حالة التضخم حيث يؤدي الكساد إلى زعزعة ثقة رجال الأعمال في الاستثمار حتى وإن أصبح سعر الفائدة صفر إن لم يتوفر الدافع إلى الاستثمار أي الربح، لذا غدت هذه الأداة مؤشراً أمام البنوك اتجاه السلطات النقدية فيما يتعلق بسياسة الائتمان. (بلعزوز، 2004، صفحة 124)

وبالتالي يمكن القول أن فعالية سياسة معدل الخصم تتوقف على عدة عوامل يأتي من بينها: (صالح مفتاح، 2005، صفحة 140)

- مدى اتساع سوق النقد بوجه عام وسوق الخصم بوجه خاص وهذا يتطلب معاملات كبيرة بالأوراق التجارية؛

- مدى لجوء البنوك التجارية إلى البنك المركزي في كل مرة بمعنى عدم وجود موارد إضافية تعتمد عليها البنوك التجارية؛

- مستوى النشاط الاقتصادي الموجود داخل الدولة.

كنتيجة مما سبق يمكن القول أن سعر إعادة الخصم يعني سعر (سعر البنك) الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي من البنوك التجارية، مقابل إعادة خصم ما لديها من أوراق تجارية، حيث تؤثر هذه الأداة في القروض المخصصة تأثيراً مباشراً، في حين تكون لهذه الأداة فعالية في الاقتصاديات التي تقوم على أسواق نقدية متطورة، وبما أن هذه الأسواق غير متوفرة في معظم الدول النامية، فإن استخدام هذه الأداة ليس له الفعالية الكافية في التأثير على المعروض النقدي والجدول الموالي يلخص ما تم التطرق إليه سابقاً:

جدول رقم (2-3): تأثير سعر إعادة الخصم في الاقتصاد

السياسة النقدية	اتجاه توسعي (ركود)	اتجاه انكماش (تضخم)
البنك المركزي	تخفيض سعر إعادة الخصم	رفع سعر إعادة الخصم
البنوك التجارية	تخفيض	زيادة
	سعر الخصم لتكاليف التمويل	سعر الخصم لتكاليف التمويل
طلب القروض	ارتفاع	انخفاض
	عدد القروض المخصصة	عدد القروض المخصصة
الكتلة النقدية	توسع	انكماش
الأثار	انتعاش الاقتصاد	معالجة التضخم

المصدر: إعداد الطالب تليخا لما تم ذكره سابقاً.

2.1.4 عمليات السوق المفتوحة

ويقصد بها قيام البنك المركزي بشراء أو بيع أذونات الخزنة والسندات الحكومية، أو المضمونة من الحكومة، والأوراق المالية بصفة عامة، قصيرة أو طويلة الأجل، سواء مباشرة أو من خلال سوق رأس المال، وذلك بالتعامل مع البنوك والأفراد والشركات. (Smith, 1963, p. 47)

وتعتبر هذه الوسيلة الأكثر شيوعاً واستعمالاً خاصة للدول المتقدمة، فقد اعتبرها فريدمان من أكثر الأدوات نجاعة وفعالية في التأثير على المعروض النقدي، أما كينز فإنه يعتبر هذه الأداة أكثر فعالية مقارنة بأدوات السياسة النقدية الأخرى، لأنها أداة غير تضخمية إلا أنه يقر بمحدوديتها ما لم تصحب بأدوات أخرى خاصة تلك المتعلقة بالسياسة المالية، وأن تتمتع الدول بأسواق نقدية ومالية متطورة ومنظمة. (بن علي، 2006، صفحة 125)

في حالة إتباع البنك المركزي اتجاه توسعي للسياسة النقدية من أجل الخروج من حالة الركود الاقتصادي فإنه يقوم بشراء كمية من الأوراق المالية، حتى يمكن البنوك التجارية من رفع قدراتها الاحتياطية النقدية والتوسع في عمليات الإقراض، كما أن زيادة العرض النقدي يحدث انخفاضاً في سعر الفائدة مما يرفع من حجم الاستثمار والدخل والعمالة؛ أما في حالة إتباع البنك

المركزي اتجاه انكماشى للسياسة النقدية فإنه يقوم ببيع الأوراق المالية من أجل تخفيض الاحتياطات النقدية لدى البنوك التجارية وبالتالي تقل قدرتها على منح الائتمان وهذا ما يؤدي إلى نقص المعروض النقدي الذي يؤدي إلى زيادة سعر الفائدة مما يقلل من حجم الاستثمار والدخل والعمالة (علي الناقا، 1998، صفحة 230)

وتعتبر سياسة السوق المفتوحة فعالة مقارنة بسياسة سعر الخصم نظرا لما تتمتع به من خصائص منها:

- أن عمليات السوق المفتوحة تكون بيد البنك المركزي للسيطرة على الائتمان كما أن المبادرة للدخول في السوق المفتوحة بيعا أو شراء تعود للبنك المركزي.

- يستطيع البنك المركزي القيام بعملة شراء الأوراق المالية ويتبعها بعملية البيع خلال فترة قصيرة بالإضافة إلى القيام بعملية إعادة الشراء وهذا ما يجعله يتمتع بمرونة كبيرة للتحكم في الائتمان،

وبالتالي التحكم في المعروض النقدي في فترة قصيرة إلا أن نجاح سياسة السوق المفتوحة يتوقف على مدى وجود أوراق مالية كافية في السوق تسمح للبنك المركزي بالتأثير على السوق في حالة البيع أو الشراء، وفي حالة الانكماش قد لا يتحقق الهدف من ذلك عندما يدخل البنك المركزي مشتريا للسندات وترتفع الاحتياطات النقدية للبنوك التجارية وتزداد مقدرتها الإقراضية ومع ذلك فإن الطلب على القروض قد لا يكون كبيرا للخروج من ظروف الانكماش بسبب حالة التشاؤم التي تسود بين رجال الأعمال، كما أن انخفاض أسعار الفائدة لا يعتبر عاملا محفزا على الاستثمار عندما تكون معدلات الأرباح منخفضة بالإضافة إلى أن تطبيق هذه الأداة يتطلب توفر أسواق مالية واسعة ومنظمة خاصة في الدول التي تسعى إلى التنمية. (صالح مفتاح، 2005، صفحة 152)

من خلال ما سبق يمكن القول أن عمليات السوق المفتوحة تعني تدخل البنك المركزي في السوق النقدية من أجل زيادة أو تخفيض حجم الكتلة النقدية عن طريق بيع أو شراء السندات الحكومية، ويكون تأثير هذه الأداة تأثيرا مباشرا في حجم الاحتياطات، في حين تتطلب فعاليتها وجود أسواق نقدية ومالية كفأة وعلى درجة عالية من التقدم والتنظيم، وبما أن هذه الأسواق محدودة في الدول النامية فإن استخدام هذه الأداة لا يعطي التأثير المقصود والمنتظر من استخدامها من قبل السلطات النقدية.

والجدول الموالي يلخص ما تم التطرق إليه سابقا

جدول رقم (2-4): تأثير عمليات السوق المفتوحة في الاقتصاد

السياسة النقدية	اتجاه توسعي (ركود)	اتجاه انكماش (تضخم)
البنك المركزي	اقراض	اقتراض
	شراء السندات	بيع السندات
البنوك التجارية	فائض الاحتياطات النقدية	عجز الاحتياطات النقدية
الطلب على الائتمان	زيادة	انخفاض
	حجم القروض الممنوحة	حجم القروض الممنوحة
الكتلة النقدية	توسع	انكماش
الأثار	انتعاش الاقتصاد	معالجة التضخم

المصدر: إعداد الطالب تلخيصا لما تم ذكره سابقا.

3.1.4 تغيير نسبة الاحتياطي القانوني

ويقصد بها النسبة التي يقررها البنك المركزي على الودائع البنكية، وتوضع هذه الاحتياطات كودائع لدى البنك المركزي على شكل أرصدة أو نقود سائلة، وتمثل نسبة الاحتياطي الأدنى لما يجب أن يحتفظ به البنك التجاري على الدوام من احتياطات نقدية سائلة مقابل ما يلتزم به من ودائع (قريصة، 1984، صفحة 182)، وقد أعطى القانون للسلطة النقدية حرية تغيير نسب الاحتياطي حتى تتلاءم مع الظروف الاقتصادية والمالية.

وقد كان الغرض في بداية الأمر من تقدير هذه النسبة، هو ضمان سيولة البنك وحماية حقوق المودعين، وكانت الولايات المتحدة الأمريكية أول من استعمل هذه التقنية سنة 1913، لتأمين طلبات السحب من المودعين ثم أصبحت فيما بعد وسيلة لمراقبة وتعديل سيولة البنوك (عبد اللطيف و عبد الفتاح، 1987، صفحة 420)

في حالة الكساد يقوم البنك المركزي بتخفيض معدل الاحتياطي الإلزامي فتزداد الاحتياطات المتوفرة لدى البنوك التجارية ومن ثم تزداد إمكانياتها على منح الائتمان، أما في حالة التضخم فإنه يعني يقوم برفع معدل الاحتياطي الإلزامي وتنخفض الاحتياطات التي بحوزة البنوك التجارية مما انخفاض قدرتها على منح الائتمان، ويقل حجم الائتمان ومعدل التوظيف، والطلب فتتخفف الأسعار. (السامرائي و زكريا، 2006، صفحة 211)

تعتبر هذه الأداة من السياسات الناجحة في فترات التضخم باعتبار أن البنوك التجارية لا تجد وسيلة للاستجابة لتعليمات البنك المركزي في المهلة المحددة لرفع الاحتياطي النقدي إلا عن طريق خفض القروض وحجم الاستثمار، والودائع، وعلى العكس في حالة الكساد لأن قدرة البنوك على خلق ائتمان وزيادة حجم القروض لا يقابله طلب على هذه القروض من طرف الأفراد

والمؤسسات نظرا لانتشار الكساد. وفي المقابل لا تعتبر هذه الأداة مرنة لأنها تعامل البنوك الصغيرة والكبيرة على حد سواء وكذا البنوك التي لديها احتياطات، ورغم ذلك تبقى هذه الأداة أكثر فعالية وأقل تكلفة مقارنة بالأداتين السابقتين للسياسة النقدية (سعر الخصم والسوق المفتوحة) خاصة في الدول النامية التي لا تتوفر على أسواق مالية ونقدية واسعة. (صالح مفتاح، 2005، صفحة 154)

ما نستشفه من السرد السابق أن نسبة الاحتياطي القانوني، تعني إلزام البنوك بإيداع نسبة معينة من ودائعها الاجمالية لدى البنك المركزي من دون فوائد، هذه النسبة تختلف عن احتياطي السيولة الذي تبقيه البنوك التجارية لمواجهة طلبات السحب المحتملة من قبل المودعين.

يكون تأثير هذه الأداة في حجم الودائع المصرفية تأثيرا مباشرا، وتعد من أقوى أدوات البنك المركزي في الرقابة على الائتمان وخاصة في الدول النامية التي تتميز بمحدودية التعامل في أسواق الخصم والنقد والمال.

والجدول الموالي يلخص ما تم التطرق إليه سابقا.

جدول رقم (2-5): تأثير نسبة الاحتياطي الإلزامي في الاقتصاد

السياسة النقدية	اتجاه توسعي (ركود)	اتجاه انكماش (تضخم)
البنك المركزي	تخفيض نسبة الاحتياطي الإلزامي	رفع نسبة الاحتياطي الإلزامي
البنوك التجارية	زيادة الودائع المصرفية	انخفاض الودائع المصرفية
الطلب على الائتمان	زيادة حجم القروض الممنوحة	انخفاض حجم القروض الممنوحة
الكتلة النقدية	توسع	انكماش
الأثار	انتعاش الاقتصاد	معالجة التضخم

المصدر: إعداد الطالب تلخيصا لما تم ذكره سابقا.

- تقييم الأدوات الكمية للسياسة النقدية

يرى فريدمان أنه ليس من الضروري استعمال الأدوات الثلاث عندما تستطيع أداة واحدة أن تؤدي وظيفتها كاملة، لأنه ناشد تحسين أداء البنوك المركزية في السيطرة على عرض النقود والتركيز على نمو النقود حتى نتجنب آثار عمليات الخصم والتغيير في نسبة الاحتياطي النقدي، إلا أن المسؤولين في البنوك المركزية يقولون بأن عملية الخصم ضرورية لتزويد البنوك بأرصدة احتياطية للتكيف وتزويد النظام المصرفي ككل بسيولة في حالة الطوارئ. إلا أن استعمال أدوات السياسة

النقدية يتطلب أحيانا الجمع بين أداتين أو أكثر للتحكم في عرض النقود والائتمان، وخاصة التنسيق بين عمليات السوق المفتوحة وسياسة معدل إعادة الخصم.

عندما يرغب البنك المركزي في تخفيض الائتمان من أجل محاربة التضخم من خلال رفع أسعار الفائدة، يقوم ببيع أوراقه المالية فتقابلها البنوك التجارية مشتريتها لها، وهو ما يخفض الاحتياطات، فتضطر البنوك التجارية إلى إعادة خصم أوراقها لدى البنك المركزي.

يستطيع البنك المركزي أن يقوم برفع معدل إعادة الخصم، وذلك حتى يضمن نجاح سياسته، فترتفع أسعار الفائدة على القروض وعلى السندات، وهذا ما يدفع المودعين إلى الاكتتاب في السندات، ويؤدي هذا إلى انخفاض سيولة البنوك، وبالتالي انخفاض ائتمان البنوك.

أحيانا تعمل بعض البنوك على تجنب انخفاض الاحتياطات، أي تجنب زيادة مديونيتها للبنك المركزي، ولكن بفعل ضغط الحاجة الذي تكون فيها هذه البنوك لإيجاد مبالغ لتسديد ديونها نحو البنك المركزي، تقوم باستخدام احتياطات ثانوية، وهذا بدوره سيخفض الائتمان ومن ثم ترتفع أسعار الفائدة.

أما في حالة الانكماش فإن البنك المركزي يستطيع أن يقوم بالجمع بين أداتي السوق المفتوحة ومعدل إعادة الخصم، فيدخل مشتريا للأوراق المالية وهذا ما يجعل احتياطات البنوك التجارية، في حالة جيدة، ولكن قد لا يكون هذا الإجراء كافيا لأن البنوك التجارية قد تستخدم مبالغ من هذه الاحتياطات لتسديد ديونها إلى البنك المركزي، أو قد تقوم بشراء أصول أخرى أكثر إيرادا وقد لا تنخفض أسعار الفائدة بل ترتفع.

في هذه الحالة يلجأ البنك المركزي إلى تدعيم ذلك بأداة أخرى وهي تخفيض معدل إعادة الخصم، وهو يؤيد طرح التنسيق بين أدوات السياسة النقدية وخاصة بين أداتي السوق المفتوحة ومعدل إعادة الخصم، نظرا لكفاءة عملهما مع بعضهما بدلا من عمل كل أداة واحدة بمعزل عن عمل الأخرى.

أما أداة الاحتياطي القانوني فلا تستخدم كأداة عامة للسياسة النقدية بكثرة مثل استخدام أداتي عمليات السوق المفتوحة ومعدل إعادة الخصم، لأن تغيير نسبة الاحتياطي القانوني يربك الخطط المستقبلية للبنوك، كما أنه لا يفرق بين البنوك، وإن أي تغيير في نسبة الاحتياطي القانوني يحدث تأثيرات مهمة على احتياطات البنوك مما يجعل البنك المركزي يضطر إلى استعمال أداة أخرى لمكافحة عمل أداة الاحتياطي مثل عمليات السوق المفتوحة للتخفيف من أثر تغيير الاحتياطي على الودائع وإقراض البنوك، وهذا يكون صحيحا في الدول المتقدمة لأنها تملك أسواقا نقدية ومالية متطورة، أما في الدول النامية فإنها لا تمتلك مثل هذه الأسواق وإن وجدت فهي غير

متطورة، ولكن يمكنها التحكم في الائتمان عن طريق أداة الاحتياطي الإجباري. (صالح مفتاح، 2005، صفحة 152)

2.4 الأدوات الكيفية (المباشرة) للسياسة النقدية

يقصد بالأدوات الكيفية (النوعية) الأساليب المباشرة التي يستخدمها المصرف المركزي بهدف التأثير على نوعية الائتمان وتوجيهه لتحقيق أغراض اقتصادية معينة، وعادة ما تستخدم هذه الأدوات في الدول النامية بشكل أكبر مقارنة بالدول المتقدمة، وذلك لغياب فعالية آلية السوق في تلك الدول ولعجز بعض القطاعات الاقتصادية فيها بشكل كامل (السامرائي و زكريا ، 2006، صفحة 211) ومن أهمها:

1.2.4 تأطير القروض

ستطيع الدولة أن تضع سياسة تأطيرية توجيهية، وذلك بإعطاء توجيهات وإرشادات للبنوك تتعلق بحجم القروض وطريقة منحها، ونوعية القطاعات التي يجب توقيف القروض لها وذلك عند ظهور البوادر الأولى للتضخم، أما عندما ينتشر التضخم بحدة فإن الدولة تقدم على سياسة تأطير القروض بصيغة اجبارية، فيقوم البنك المركزي بتحديد الحد الأعلى لحجم القروض الممنوحة من قبل البنوك التجارية أو تحديد معدل نمو القرض، وعادة ما تكون هذه السياسة مرافقة ببرنامج استقراري، يشمل التقليل من النفقات العمومية، تشجيع الادخارات، إصدار السندات العمومية والقيام بكل الإجراءات الكفيلة بتخفيض كمية النقود الفائضة المتداولة. (خبابة، الاقتصاد المصرفي، 2013، صفحة 306)

2.2.4 السقف الائتمانية

تعمل هذه الأداة على الحد من التوسع في التمويل الإجمالي وجعله عند المستوى المأمول والمخطط له وذلك من خلال تحديد حصص الائتمان التي يمكن البنوك التجارية أن تقدمها لعملائها، وأي بنك يتجاوز سقفه التمويلي تفرض عليه غرامة حسب تقدير السلطة النقدية أو مجبر أن يودع مبلغا يعادل قيمة التجاوز لدى البنك المركزي.

ما يلاحظ عن هذه الأداة، ان استخدام البنك المركزي لسقف إجمالي على ما يمكن البنوك التجارية منحه لكل عميل يضمن تنويع توزيع الاستثمار من جهة ومن جهة أخرى تحد من حرية البنوك في اتباع سياسة مستقلة في توزيع استثماراتها.

3.2.4 تخصيص الائتمان

يستطيع البنك المركزي من خلال هذه الأداة ضمان تخصيص الأموال في أوجه الاستثمارات التي تحقق الرفاهية الاقتصادية من خلال الخطة التي ترسمها الدولة في تحديد أولويات المجتمع وأهدافه (العدواني، 2014، صفحة 118) وذلك بتشجيع التدفقات التمويلية نحو القطاعات ذات الأولوية، أو منع توجيه الائتمان إلى قطاعات معينة باعتبارها ليست ذات أولوية، بالإضافة إلى تقييد بعض القروض قصيرة كانت أو متوسطة أو طويلة الأجل.

4.2.4 تنظيم الائتمان الاستهلاكي

تعد هذه الأداة من أهم الأدوات النوعية، حيث من خلالها يقوم البنك المركزي بفرض حد أقصى للأموال التي تستخدمها البنوك التجارية في تمويل عمليات الشراء بالتقسيط للسلع الاستهلاكية المعمرة، كما يمكن فرض حدود قصوى زمنية تتمثل في فترة استرداد الائتمان الممنوح لشراء السلع المختلفة من أجل رفع قيمة القسط وذلك بتخفيض عدد الأقساط. (العدواني، 2014، صفحة 117)

- تقييم الأدوات الكيفية للسياسة النقدية

إن من أهم التبريرات لاستعمال الأدوات الكيفية هي تجنب التأثيرات غير المرغوب فيها التي تتولد على استعمال الأدوات الكمية، وخاصة أن تأثيراتها تكون شاملة ولا تفرق بين القطاعات والأنشطة المختلفة، كما تستخدم الأدوات الكيفية للسياسة النقدية للرقابة على الائتمان الصادر من البنوك بغرض مساعدة الأدوات الكمية لزيادة التأثير على الائتمان وتوجيهه إلى مجالات الإنتاج التي تريد الدولة تشجيعها، أو الحد من التوسع فيها.

استعمال الأدوات الكيفية في الدول المتقدمة يختلف عنه في الدول الآخذة في النمو، ففي الأولى قد ترفع الطلب على الاستهلاك نتيجة وفرة الإنتاج، ولهذا فهي تعتمد مثلاً لتحريك الطلب الاستهلاكي فتشجع القروض الاستهلاكية، في حين تستخدم الدول المتخلفة أدوات كيفية للحد من توجيه القروض لزيادة الاستهلاك وتسعى لتوجيه القروض نحو زيادة الإنتاج، وهذا قد لا يجعل هذه الأدوات ذات فعالية إلا إذا استعملت القروض الموجهة إلى الحالات المحددة لها من طالبي القروض، وإلا فإن أدوات هذه الرقابة لن تنجح في تحقيق المطلوب منها.

فمن إيجابيات سياسية تطير القرض أنها تسمح بمراقبة المصدر الأساسي لخلق النقود وبالتالي الكتلة النقدية، ولكن هذا المبدأ يعاب عليه أنه لا يسمح إلا بمراقبة مصدر واحد من مصادر عرض النقود وهو مصدر قروض للاقتصاد وهو إحدى مقابلات الكتلة النقدية ويهمل الأجزاء الأخرى (كالقروض للخزينة، الذمم على الخارج)، ثم إن هذه الأداة خاصة فقط بمراقبة

العرض النقدي ولاهتمام بالطلب على النقود، كما أن أدوات الرقابة الكيفية قد تكون مفيدة أكثر في الدول التي تتبع النظام الاقتصادي الموجه، لأنه في البداية تكون المشاريع ذات الأولوية معروفة وبالتالي توجه إليها القروض، وتكون هذه الأدوات في الدول التي تتبع النظام الرأسمالي الحر عديمة الفعالية نتيجة لاستخدام القروض المحصل عليها في مجالات قد تكون غير مرغوب في تشجيعها من طرف الدولة.

أما في الدول النامية فتكتسي هذه الأدوات أهمية كبيرة نتيجة لندرة رأس مال، وبالتالي استعمال الأموال فيما يخدم المشاريع ذات الأولوية كقطاع التصدير والفلاحة والسكن، مع تجنب تمويل قطاعات المضاربة والاستهلاك والقطاعات غير المنتجة، ومن ثم فإن هذه الأدوات تكون مدعمة لتوجيه الائتمان إلى المشاريع التنموية ذات الأولوية في الدولة (صالح مفتاح، 2005، صفحة 155)

3.4 الأدوات المساعدة

يمكن اعتبار الأدوات المساعدة، أنها مجموعة الاجراءات والتدابير التي يلجأ إليها البنك المركزي بشكل مباشر من خلال تدخله الفعال خاصة في حالة عدم نجاح الأدوات الكمية والكيفية في التأثير في الحجم المتاح من الائتمان واستخداماته، ومن بين أهم هذه الأدوات:

1.3.4 الاقناع الأدبي والمعنوي

يستعمل البنك المركزي هذه الأداة في محاولة منه لتوجيه البنوك لاتباع توجه معين أو إجراءات مطلوب تنفيذها كتنفيذ الائتمان أو توسيعه، وذلك كأن يتم استدعاء مديري البنوك التجارية والاجتماع معهم من أجل مناقشة السياسة التي ينوي البنك المركزي تطبيقها أو من خلا إصدار تقارير دورية تبين أوضاع السوق النقدية وكذا الاقتصاد الوطني والإجراءات التي يطلبها من البنوك التجارية.

2.3.4 التعليمات الاجبارية

يصدر البنك المركزي تعليمات مباشرة إلى البنوك التجارية مجتمعة أو على أفراد لأي بنك محدد عن طريقها الضوابط التي تحكم نشاطات الائتمان بالبنوك، كأن يأمر بعدم استخدام الأصول المالية للبنوك التجارية في القروض الاستهلاكية.

3.3.4 الرقابة القانونية

يقوم البنك المركزي بمراقبة نشاطات البنوك التجارية وأوضاعها بصورة تمكنه من توجيهها ومتابعتها وذلك عن طرق الرقابة المكتبية والمتمثلة أساسا في دراسة التقارير الدورية التي تقدمها

البنوك التجارية عن نشاطاتها من بيانات السيولة، حجم الودائع وتوزيع القروض وغيرها، كما يمكن أن تكون الرقابة ميدانية من خلال الانتقال إلى مقرات البنوك والتفتيش الدوري على أعمالها للتحقق من سلامة بيانات الموضحة في التقارير التي ترسلها بالإضافة للتحقق من انتظام دفاترها.

4.3.4 الجزاءات

تعتبر الإجراءات من بين الأدوات المساعدة التي يلجأ إليها البنك المركزي لضمان تنفيذ سياسته النقدية من قبل البنوك التجارية وإلزامها بالتعليمات والتوجيهات وكذا الأوامر الصادرة عنه، وقد تكون الجزاءات إيجابية أو سلبية، فأما الجزاءات الإيجابية تتمثل في الحوافز الائتمانية التي يكافئ بها البنك المركزي البنوك التي نفذت تعليماته وتوجيهاته، وهو الأمر الذي يحفز البنوك الأخرى على الإلتزام بالسياسة العامة للبنك المركزي، بينما الجزاءات السلبية تتمثل عادة في الحرمان من الائتمان الممنوح من قبله كمقرض أخير وأنواع الخصوم المرتبطة به بالإضافة إلى فرض غرامات أو تجميد مؤقت لنشاط البنك التجاري أو بصورة دائمة وذلك حسب المخالفة المرتكبة من قبل هذا الأخير.

5. قنوات ابلاغ السياسة النقدية

حتى ينتقل الأثر من أدوات السياسة النقدية إلى الأهداف النهائية، يجب توفر قنوات لهذا الأمر تعرف بقنوات إبلاغ السياسة النقدية، وتتمثل أساساً في أربعة قنوات رئيسية وهي: (ملاك وسام، 2000، الصفحات 77-79)

1.5 قناة معدل الفائدة

معدل الفائدة قناة تقليدية، تعتبر عند الكينزيين القناة الأهم في انتقال أثر السياسة النقدية إلى النمو، فسياسة نقدية توسعية تؤدي إلى انخفاض معدلات الفائدة الحقيقية ومن ثم انخفاض تكلفة رأس المال، وهو ما يعمل على رفع نفقات الاستثمار ويزيد من الطلب الكلي والإنتاج، وبالتالي زيادة معدلات النمو الاقتصادي. (Jacques Bichot, 1997, p. 154)، كما ويحدث العكس عند اتباع سياسة نقدية انكماشية

2.5 قناة سعر الصرف

تستخدم هذه القناة للتأثير على الصادرات من جهة، ومن جهة أخرى تستعمل إلى جانب معدل الفائدة في استقطاب الاستثمار الأجنبي. وتعود أهمية سعر الصرف أن إلى تأثيره يوصل إلى الاقتصاد المحلي من خلال تأثيره على حجم التجارة الخارجية، وعلى حجم تدفقات الاستثمار الأجنبي. (قدي، 2005، صفحة 77)

3.5 قناة أسعار السندات المالية

هذه القناة هي تعبير عن وجهات أنصار المدرسة النقدوية في تحليلهم لأثر السياسة النقدية على الاقتصاد، حيث يعتبرون أن تأثير السياسة النقدية على الاقتصاد ينتقل عبر قناتين هما: (Samuel Bates, 2006, p. 39)

- قناة جيمس توبين للاستثمار؛ التي تربط بين القيمة البورصية للمؤسسات ومخزون أرس المال الصافي.
- قناة أثر الثروة على الاستهلاك.

ففي حالة استخدام قناة توبين يؤدي انخفاض عرض النقود إلى زيادة نسبة الأوراق المالية على حساب الأرصد النقدية بالمحفظة الاستثمارية للجمهور، مما يؤدي إلى انخفاض الإنفاق الخاص على الأوراق المالية، وهو ما يدفع بالمعاملين إلى بيع الأوراق المالية الزائدة فتهبط الأسعار وينخفض مؤشر توبين، مما يعني انخفاض حجم الاستثمار وتراجع الناتج المحلي الخام.

وفي حالة استخدام قناة أثر الثروة على الاستهلاك فإن ارتفاع عرض النقود سيؤدي إلى رفع أسعار الأوراق المالية فتزداد ثروة الجمهور ويزداد الاستثمار بتلك الزيادة، وبالتالي يزداد نمو الناتج المحلي الخام.

تجدر الإشارة في هذا الشأن أن الاقتصادي Franco Modigliani قام بتحليل أثر السياسة النقدية من خلال أثر زيادة الثروة على الاستهلاك، حيث يرتبط المستوى الاستهلاكي بحجم الادخار الذي يتحدد بالدخل الحالي وما يتحصل عليه من موارد مدى الحياة والتي تتكون أساساً من الأسهم التي سيزداد الطلب عليها عند اتباع اتجاه توسعي للسياسة النقدية، مما يرفع من أسعارها ويؤدي إلى زيادة ثروة الأفراد، الذين بدورهم يرفعون من استهلاكهم وبالتالي يرتفع الطلب الكلي ويزداد الإنتاج

4.5 قناة الائتمان

وتشمل هذه القناة على قناتين هما: (Jean-François, 1998, p. 63)

- قناة الإقراض المصرفي.
- قناة ميزانيات منشآت الأعمال.

حيث في حالة قناة الإقراض المصرفي وحسب المفهوم الذي قدمه كل من الاقتصاديين Weyss & Stiglitz والذي يشير إلى أن البنوك توزع قروضا قليلة عندما لا ترغب المؤسسات والعائلات في الحصول عليها بالشروط المطبقة. (صالح مفتاح، 2005، صفحة 166)

فإن انخفاض المعروض النقدي يؤدي إلى انخفاض قدرة البنوك على منح القروض، الأمر الذي يقلل من الاستثمارات ويحد من النمو الاقتصادي، في حين من شأن زيادة العرض النقدي من خلال إتباع اتجاه توسعي للسياسة النقدية أن يشجع البنوك على الإقراض ويدفع إلى زيادة احتياطياتها مما يدفعها إلى الإقراض أكثر نتيجة تأثير مضاعف القرض.

أما في حالة قناة ميزانية المؤسسات، يرجع أصل وجود هذه القناة إلى مشكل عدم تماثل المعلومات في أسواق الائتمان، حيث يؤدي انخفاض عرض النقود إلى خفض صافي قيمة المؤسسات وضمائنها إضافة إلى أن ارتفاع أسعار الفائدة سيخفض التدفق النقدي لتلك الشركات، مما يرفع من مخاطر إقراضها وهو ما لا يحفز البنوك على منحها قروضا وخاصة الصغيرة منها الأمر الذي يحد من الاستثمار ونمو الناتج (الصادق وآخرون، 1996، الصفحات 62-63)

وبالتالي فإن انخفاض العرض النقدي يحدث انخفاض في حجم التدفقات النقدية نحو المؤسسات الصغيرة باعتبار ضعف قدرتها في التمويل الذاتي وهو ما يؤثر على الاستثمارات خاصة في القطاع الخاص وهو الأمر يقلل نمو الناتج.

إلا أن عبد المطلب عبد الحميد يرى أن درجة تأثير السياسة النقدية في النشاط الاقتصادي مرتبطة بمدى فعالية السياسة النقدية، خاصة في ظل وجود ما يسمى فترات التباطؤ الكمي أو الفجوات الزمنية التي قد تحد من فعاليتها، حيث قسم هذه الفترات إلى ثلاثة أنواع، جاءت أول فترة ما بين الوقت اللازم الذي يكون فيه تدخل السياسة النقدية ضروريا وبين الوقت المناسب للقرار، أما ثاني الفترات فتتمثل في التأخر الناتج عن الفترة بين الحاجة إلى اتخاذ القرار واتخاذ القرار الفعلي ويسمى التباطؤ الداخلي، في حين تمثل آخر فترة في الوقت الفاصل بين اتخاذ القرار الفعلي وبين التأثير على النشاط الاقتصادي، وتسمى التباطؤ الخارجي، وقد تصل فترات التأخير ما بين 03 و06 أشهر، وقد تصل في بعض المرات ما بين 12 و18 شهرا. (عبد المطلب، 2003، صفحة 91)

ولعل ذلك يبرز أهمية توقيت تطبيق السياسة النقدية لتحقيق الأهداف المرغوبة بكل فعالية، فبافتراض أن البنك المركزي تسرع في زيادة العرض النقدي، بناء على اعتقاد أو دراسة خاطئة بأن الاقتصاد الوطني متجها إلى حالة ركود، فإن النتيجة النهائية ستكون أحداث تضخم خلال الفترة المقبلة.

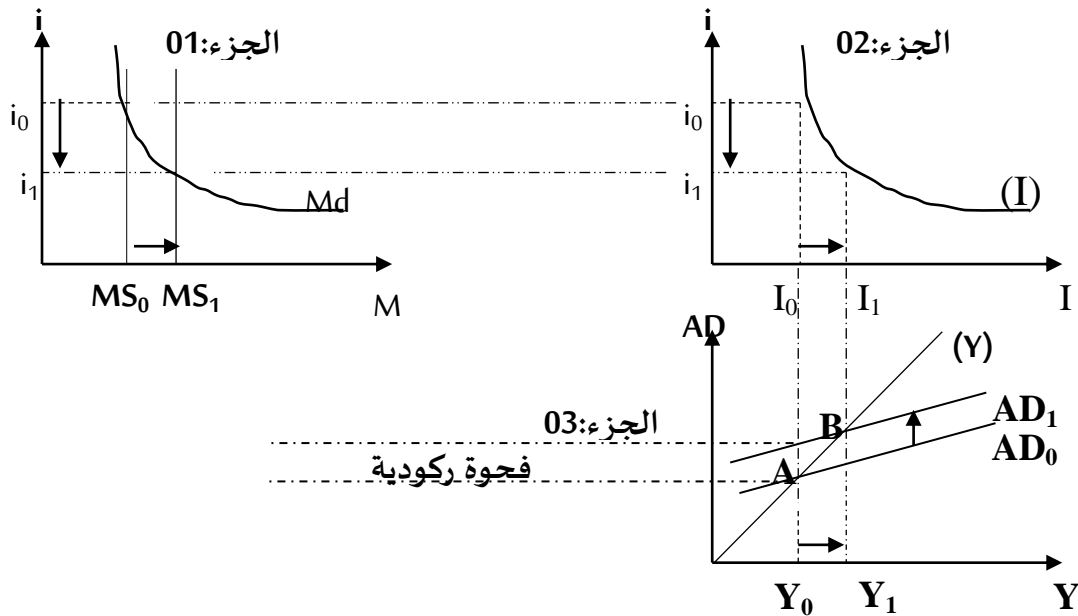
6. دور السياسة النقدية في معالجة الاختلالات الاقتصادية

عرفنا سابقا أن التغيير الحاصل في المعروض النقدي له أهمية كبيرة في التأثير على سعر الفائدة ومنه التأثير على الاستثمار ومن ثم فالطلب الكلي وبالتالي التأثير على الدخل.

ففي حالة معالجة الفجوة الركودية، يكون الاقتصاد بحاجة لزيادة عرض النقود باستخدام أدوات السياسة النقدية المذكورة سابقا ولكن باتجاه توسعي، أي من خلال تخفيض شراء الأوراق المالية أو تخفيض نسبة الاحتياطي أو تخفيض سعر الخصم، أو قيام البنك المركزي مباشرة بزيادة القاعدة النقدية. حيث أن سعر الفائدة يرتبط بعلاقة عكسية مع الاستثمار وذلك وفقا لتحليل المدرستين الكلاسيكية والكيينزية، فانخفاض سعر الفائدة يؤدي إلى زيادة حجم الاستثمار، وباعتبار الاستثمار محدد رئيسي في دالة الطلب الكلي، فإن زيادة الاستثمار تؤدي إلى زيادة الطلب الكلي وبالتالي زيادة في الدخل.

وعليه يمكن القول أن آلية التأثير في عرض النقود على الدخل تتم من خلال آلية التغيير في سعر الفائدة وفق لتحليل المدرسة الكيينية، ويمكن توضيح آلية هذا التأثير بيانيا كالآتي:

الشكل رقم (1-2): دور السياسة النقدية في معالجة الفجوة الركودية



المصدر: إعداد الطالب بالاعتماد على (محمد و ميلود ، 2018 ، صفحة 495)

يمثل الجزء الأول توازن سوق النقود الذي يحدد سعر الفائدة التوازني (i_0)، بينما يمثل الجزء الثاني دالة الاستثمار التي ترتبط بعلاقة عكسية مع سعر الفائدة حيث يتحدد الاستثمار ومقداره (I_0) عند سعر الفائدة (i_0).

أما الجزء الثالث فيمثل توازن الدخل حيث دالة العرض الكلي (Y) تساوي دالة الطلب الكلي AD ، والذي يحدد الدخل التوازن الفعلي عند (Y_0).

يلاحظ من خلال لتمثيل البياني ان الدخل التوازني (Y_0) ليس هو دخل التوظيف الكامل وبالتالي فالالاقتصاد يواجه فجوة ركودية، الأمر الذي يتطلب زيادة الطلب الكلي، أي انتقال دالة الطلب الكلي إلى أعلى من AD_0 إلى AD_1 من أجل تحقيق التوازن الكامل عند (Y_1).

فعند زيادة المعروض النقدي من قبل لبنك المركزي، فإن دالة عرض النقود في الجزء الأول تنتقل جهة اليمين أي من (MS_0) إلى (MS_1)، ويسبب هذا انخفاض سعر الفائدة من (i_0) إلى (i_1)

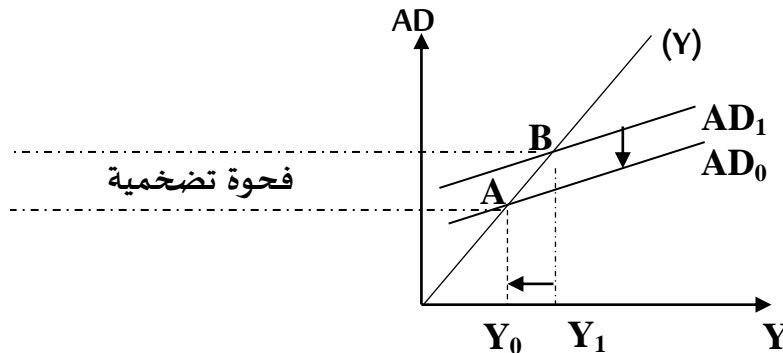
ومن خلال دالة الاستثمار في الجزء الثاني يزيد حجم الاستثمار على نفس الدالة عند سعر الفائدة المنخفض (i_1) من (i_0) إلى (i_1)، وكون الاستثمار جزء أساسي في الطلب الكلي، فإن زيادة الاستثمار من (I_0) إلى (I_1) تؤدي إلى زيادة الطلب الكلي أي انتقال دالة الطلب الكلي الفعلي إلى أعلى من AD_0 إلى AD_1 كما هو مبين في الجزء الثالث، حيث يزيد الدخل من (Y_0) إلى (Y_1) وبالتالي التخلص من الفجوة الركودية بانتقال نقطة توازن الدخل من النقطة (A) إلى النقطة (B).

ومن جانب آخر، إذا كان الاقتصاد يواجه مشكلة الفجوة التضخمية، فهذا يتطلب تطبيق سياسة نقدية ذات اتجاه انكماشية تستهدف تخفيض عرض النقود، حيث يؤدي انخفاض المعروض النقدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة التي تؤدي إلى انخفاض حجم الاستثمار ومنه انخفاض حجم الطلب الكلي وبالتالي انخفاض الدخل التوازني إلى مستوى دخل التوظيف الكامل، وعليه يتم القضاء على الفجوة التضخمية.

بمعنى آخر فإن معالجة الفجوة التضخمية إنما هي إجراءات معاكسة لحالة معالجة الفجوة الركودية باستخدام سياسة نقدية ذات اتجاه انكماشية.

وبياناً، فإن دالة الطلب الكلي تنتقل إلى الأسفل من AD_1 إلى AD_0 بافتراض أن (Y_0) تمثل دخل التشغيل الكامل، وبالتالي يصبح الجزء الثالث من الشكل السابق كالآتي:

الشكل رقم (2-2): دور السياسة النقدية في معالجة الفجوة التضخمية



المصدر: إعداد الطالب بالاعتماد على المعطيات السابقة

ويمكن تلخيص دور السياسة النقدية وفق التحليل الكينزي في معالجة الاختلالات الاقتصادية في الجدول الآتي:

جدول رقم (2-6): ملخص لدور السياسة النقدية في معالجة الاختلالات الاقتصادية

الاختلال الاقتصادي	المعرض النقدي	سعر الفائدة	الاستثمار	الطلب الكلي	الدخل
تتطلب حالة الركود	زيادة	ينخفض	يزداد	يزيد	يزيد
تتطلب حالة التضخم	تخفيض	يزيد	ينخفض	ينخفض	ينخفض

المصدر: إعداد الطالب بناء على المعطيات السابقة

7. شروط نجاح السياسة النقدية

إن نجاح السياسة النقدية في أي دولة وفي ظل أي نظام اقتصادي يتوقف على مجموعة من العوامل والشروط يمكن إيجازها فيما يلي:

- نظام معلوماتي شامل ودقيق، يشمل جميع المتغيرات الاقتصادية، المالية والنقدية والمالية
- بداية من وضعية الميزانية، نوعية وطبيعة الاختلالات، نوعية البطالة وميزان المدفوعات.
- تحديد معدل للنمو الاقتصادي الحقيقي بالإضافة للقدرات الاقتصادية.
- تحديد أهداف السياسة النقدية بدقة.
- تنوع هيكل النشاط الاقتصادي بين القطاعين العام والخاص، سياسة الحكومة تجاه المؤسسات الإنتاجية وحجم التجارة الخارجية في السوق العالمية...إلخ
- انتهاج نظام سعر الصرف المرن.
- ضرورة الرفع من درجة الوعي الادخاري والمصرفي لمختلف الأعوان الاقتصاديين.
- الاهتمام بمناخ الاستثمار وسياسته من حيث تدفق رؤوس الأموال، التحفيزات الممنوحة للمستثمرين أجنب كانوا أو محليين ومدى حساسية الاستثمار لسعر الفائدة.
- توفر أسواق مالية ونقدية متطورة.
- مدى استقلالية البنك المركزي عن الحكومة.

وفيما يتعلق بحدود السياسة النقدية في الدول النامية، نجدها تعاني ضعفا فيما يخص السياسة النقدية، بسبب الاختلاف في البنية والعلاقة الاقتصادية بالإضافة لاختلاف هيكل الائتمان القائم فيها وما تعانیه على سبيل الذكر من:

- افتقارها إلى وجود أسواق نقدية منظمة مع ضيق الأسواق المالية وإن وجدت بالإضافة إلى ضعف فعالية سياسة معدل الخصم والسوق المفتوحة.
- ضعف الدور الذي يقوم به البنك المركزي في التأثير على البنوك التجارية يحول دون قيام هذه الأخيرة بأي دور فعال في التأثير على النشاط الاقتصادي.
- ميل الأفراد للاحتفاظ بمدخراتهم في صور نقدية نتيجة ضعف الثقة في البنوك التجارية.
- تفضيل البنوك التجارية تقديم قروض قصيرة الأجل مقارنة مع القروض طويلة الأجل (صناعية أو زراعية)، بالرغم من مساهمة هذه الأخيرة بشكل فعال في التنمية الاقتصادية.
- عدم استقرار المناخ السياسي وتقلب وضع موازين مدفوعات الدول النامية مع تخلف النظم الضريبية من الأمور التي تحول دون التشجيع على الاستثمار الأجنبي.
- ارتباط الدول النامية بالتجارة الدولية نتيجة اعتمادها على الإنتاج الأولي يعرضها لتقلبات اقتصادية عنيفة بسبب التقلبات الواسعة في الطلب العالمي على المواد الأولية.
- عدم كفاية الدور الذي تلعبه البنوك والمؤسسات المالية في جمع وتعبئة المدخرات.

وبالتالي فإن فعالية السياسة النقدية في الدول النامية تكون ضعيفة ومحدودة الأثر ولا تكفي لوحدها في تحقيق التنمية الاقتصادية التي 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.

8. فعالية السياسة النقدية ومحدوديتها

السياسة النقدية التي تطبقها السلطة النقدية يمكن أن تكون فعالة ويمكن أن تكون غير فعالة، والمقصود بالفعالية "هو حجم الأثر على الدخل الناتج عن تغيير معين في متغيرات السياسة" (سامي خليل، 1994، صفحة 493) ويمكن شرح هذه الفعالية ببيانها في إطار نموذج (IS-LM)⁽¹⁾، حيث تتوقف الفعالية على انحدارات كل من منحني (IS) ومنحني (LM) التي بدورها تتوقف على سلوك المتغيرات التي يتكون منها النموذج.

1 - يسمى أيضا " نموذج هيكس هانسن: طوره جون هيكس في عام 1937 ثم توسع لاحقا على يد ألفين هانسن على هيئة تمثيل رياضي للنظرية الكينزية في الاقتصاد الكلي وبالتالي فهو أداة للاقتصاد الكلي ثنائية الأبعاد تظهر العلاقة بين أسعار الفائدة والإنتاج الحقيقي في سوق السلع والخدمات وسوق المال. حيث يشكل تقاطع منحني الادخار والاستثمار (IS) مع منحني تفضيل السيولة وعرض النقود (LM) : التوازن العام تستخدم هذه الأداة في بعض الأحيان ليس لتحليل التقلبات الاقتصادية فحسب بل أيضا لاقتراح مستويات محتملة لسياسات استقرار مناسبة".

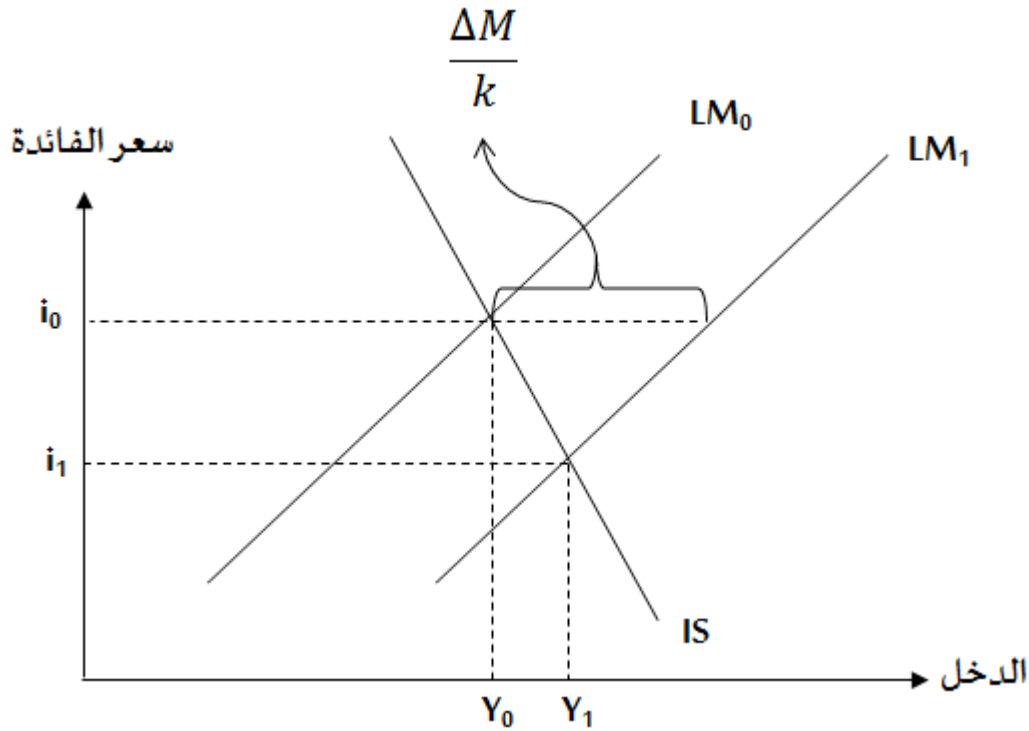
1.8 فعالية السياسة النقدية وانحدار منحنى (IS)

أسلفنا سابقاً، الزيادة في مقدار عرض النقود تنقل منحنى (LM) من (LM_0) إلى (LM_1) ، ومن أجل توضيح الآثار المترتبة عن الزيادة في المعروض النقدي لمنحنى (IS)، نستعين بالتمثيلات البيانية الآتية، حسب الحالة التي يتوقف عليها إنحدار منحنى (IS).

الافتراض الأول: منحنى (IS) شديد الانحدار

لما يكون منحنى (IS) شديد الانحدار، فالوضع هنا يعكس مرونة منخفضة لطلب الاستثمار بالنسبة لسعر الفائدة، وبالتالي فإن السياسة النقدية نسبياً ضعيفة الأثر، وتكون الزيادة في الدخل من Y_0 إلى Y_1 زيادة صغيرة نتيجة لزيادة الكمية المعروضة من النقود.

الشكل رقم (3-2): منحنى (IS) شديد الانحدار



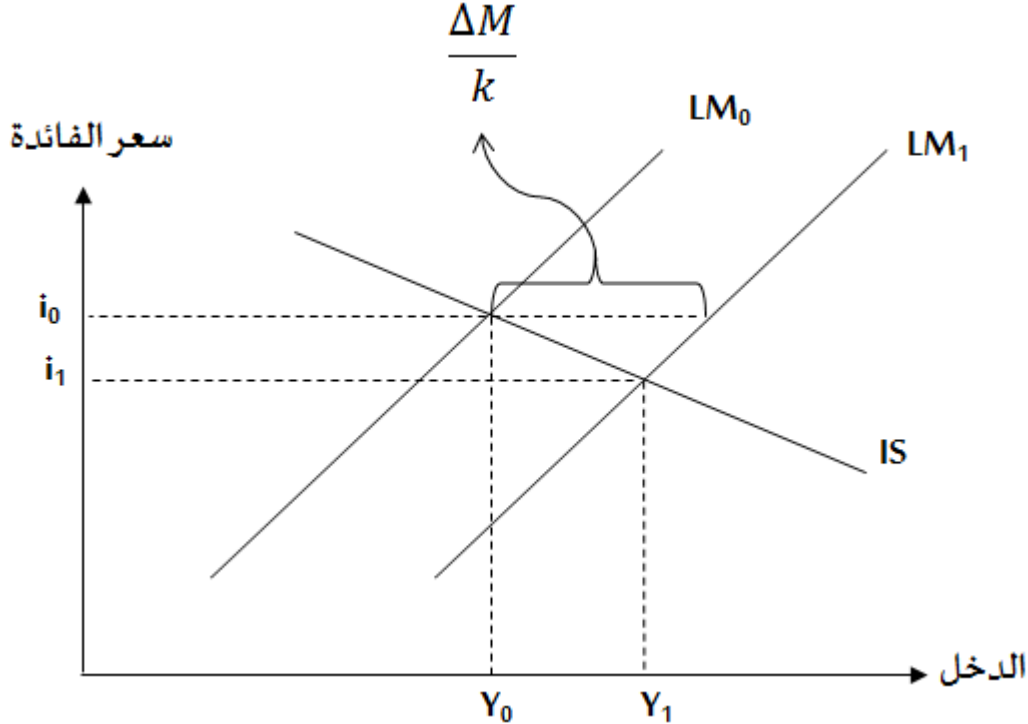
المصدر: (سامي خليل، 1994، صفحة 496)

الافتراض الثاني: منحنى (IS) قليل الانحدار (مستو)

بافتراض إن انحدار منحنى (LM) ظل على ما هو عليه في الشكل (3-2) أي مقدار الانتقال الأفقي في منحنى (LM) المقدر بـ $\frac{\Delta M}{K}$ يكون بنفس القيمة، والاختلاف الوحيد بين الشكلين (3-2) و(4_2) هو انحدار منحنى (IS)، بحيث يكون في الحالة أقل إنحداراً من الحالة الأولى، عاكساً بذلك

مرونة عالية لطلب الاستثمار بالنسبة لسعر الفائدة ، وبالتالي تصبح السياسة النقدية أكثر فعالية وكما هو موضح بالشكل الآتي:

الشكل رقم (4-2): منحنى (IS) قليل الانحدار



المصدر: (سامي خليل، 1994، صفحة 496)

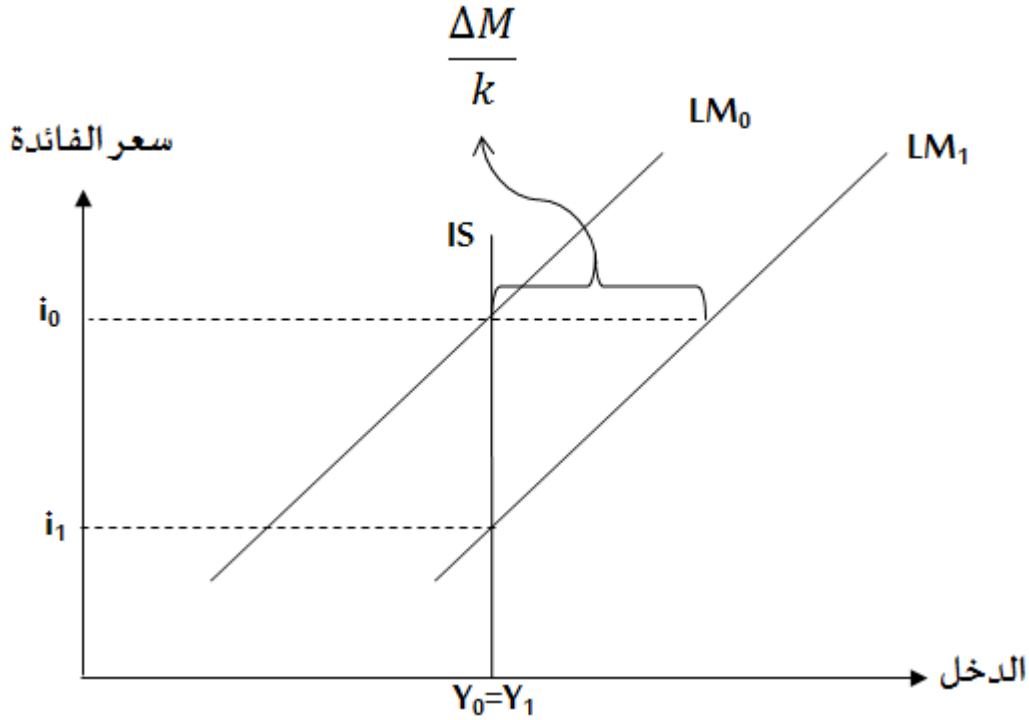
الاختلاف في أثر السياسة النقدية في كل من الشكل (3-2) والشكل (4-2) لا تكون مستغرية ففي نموذج (IS- LM)، فإن السياسة النقدية تؤثر في الدخل عن طريق تخفيض سعر الفائدة، وبالتالي استمالة الاستثمار. فلو أن طلب الاستثمار كان تأثيره ضعيفا بتغيرات سعر الفائدة، كما تم فرضه في الحالة الأولى، فإن السياسة النقدية تصبح غير فعالة، أما في الحالة الثانية تم افتراض أن حساسية الاستثمار لتغيرات سعر الفائدة كبيرة للغاية، وبالتالي فإن السياسة النقدية كان لها آثار أكبر.

وعليه يمكن القول أن السياسة النقدية تكون غير فعالة عندما يكون منحنى (IS) شديد الانحدار ، أي عندما يكون طلب على الاستثمار غير مرن بالنسبة لسعر الفائدة، وبالعكس أي أنه تكون السياسة النقدية أكثر فعالية كلما زادت مرونة طلب على الاستثمار بالنسبة لسعر الفائدة وبالتالي كلما كان منحنى (IS) مستو أي قليل الانحدار .

الافتراض الثالث: منحني (IS) رأسي

تعد هذه الحالة متطرفة والتي يكون فيها منحني (IS) رأسيًا، وهذا لو أن الاستثمار كان غير حساس كليًا لتغيرات سعر الفائدة، أي أن مرونته معدومة بالنسبة لسعر الفائدة، وأثر التغيير في الكمية المعروضة من النقود في هذه الحالة موضح بالشكل الموالي.

الشكل رقم (5-2): منحني (IS) رأسي (عمودي)



المصدر: (سامي خليل، 1994، صفحة 496)

من خلال الشكل السابق نلاحظ أن زيادة العرض النقدي سوف تنقل منحني (LM) إلى الأسفل مباشرة على طول منحني (IS) الرأسي، فسعر الفائدة ينخفض حتى يزيد مقدار طلب النقود بالقدر الكافي ليتساوى مع الكمية المعروضة من النقود بعد زيادتها ويتحقق التوازن في سوق النقود، إلا أن الدخل لن يتغير في هذه الحالة.

فحتى يزيد الدخل فإن زيادة العرض النقدي والانخفاض المترتب على ذلك في سعر الفائدة يجب أن يستميل طلب الاستثمار، لكن عندما يكون منحني (IS) رأسيًا فإن طلب الاستثمار لن يتأثر بالسياسة النقدية بسبب الفرض الخاص بأن طلب الاستثمار لا يتوقف على سعر الفائدة، وبالتالي كلما كان منحني (IS) شديد الانحدار كلما اقترب من هذه الحالة وأصبحت السياسة النقدية أقل فعالية.

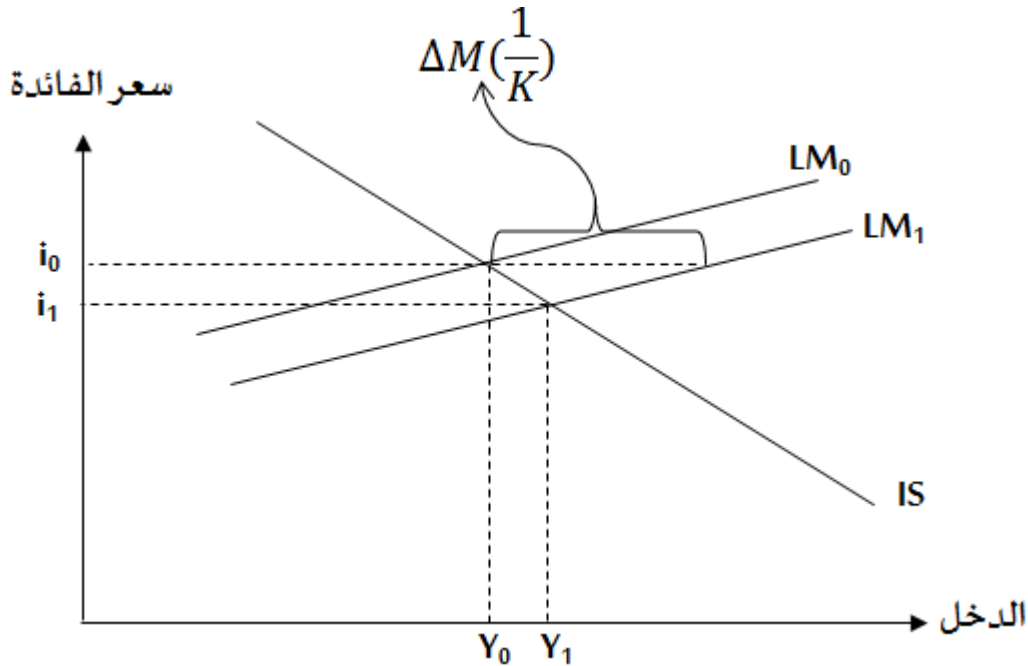
2.8 فعالية السياسة النقدية وإنحدار منحنى LM

يمكن توضيح الآثار المترتبة على زيادة الكمية المعروضة من النقود في ثلاثة فروض محتملة يتخذها شكل منحنى (LM). فإن الزيادة المتساوية في المعروض النقدي تنقل منحنى (LM) بنفس المقدار من (LM0) إلى (LM1)، أي أن الانتقال الأفقي المقدر بـ $\Delta M \left(\frac{1}{K}\right)$ ، يكون متساويا في الحالات التي سيتم فرضها لاحقا، والسبب في ذلك يكون واضحا من مقارنة انخفاض سعر الفائدة الناتج من زيادة العرض النقدي في كل حالة. لأن زيادة المعروض النقدي عند المستوى الأصلي لكل من الدخل وسعر الفائدة، يتولد عنه فائضا في العرض النقدي، ما يؤدي بسعر الفائدة للانخفاض فيزيداد طلب الاستثمار، وبالتالي يزيد مستوى الناتج والدخل، بحيث أنه عند سعر الفائدة المنخفض الجديد ومستوى الدخل المرتفع، فإن الطلب على النقود يكون قد زاد بمقدار يعادل الزيادة في العرض النقدي، ويمكن توضيح ذلك حالة بحالة فيما يلي:

الافتراض الأول: منحنى (LM) مستوي أو قليل الانحدار

تكون السياسة النقدية أقل فعالية عندما يكون منحنى (LM) نسبيا مستويا أو قليل الانحدار مما يعني أن طلب النقود مرونته بالنسبة لسعر الفائدة عالية، كما هو مبين بالشكل الآتي:

الشكل رقم (6-2): منحنى (LM) قليل الانحدار



المصدر: (سامي خليل، 1994، صفحة 508)

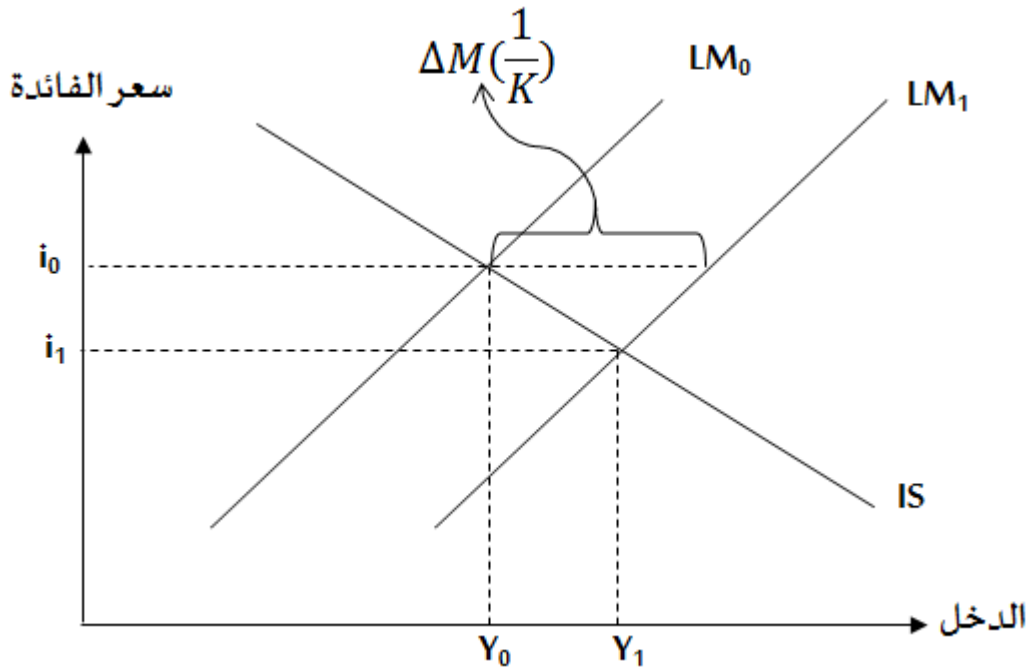
في هذا الافتراض يكون الطلب على النقود حساسا بدرجة كبيرة لتغيرات سعر الفائدة، فإن انخفاضها صغيرا في سعر الفائدة يكون مطلوبا، وبالتالي الزيادة في الاستثمار وتبعاً لذلك الزيادة في الدخل والتي ستكون زيادة بحجم صغيرة في هذه الحالة.

وفي الحالة التي تكون فيها مرونة طلب النقود لتغيرات سعر الفائدة عالية، عند انخفاض سعر الفائدة، فإن الأفراد سيزيدون من أرصدة المضاربة، ويقللون أرصدة المعاملات، أي أن معظم الزيادة في عرض النقود التي خلقت حديثاً ستستخدم كأرصدة مضاربة وبنسبة صغيرة تستخدم كأرصدة معاملات.

الافتراض الثاني: منحنى (LM) شديد الانحدار

في هذا الافتراض يكون أثر التغير في المعروض النقدي على مستوى الدخل في تزايد تدريجي كلما زاد انحدار منحنى (LM) كما هو موضح بالشكل رقم (7-2)، حيث انحدار منحنى (LM) جاء كبيراً نتيجة لانخفاض مرونة طلب على النقود بالنسبة لسعر الفائدة.

الشكل رقم (7-2): منحنى (LM) شديد الانحدار



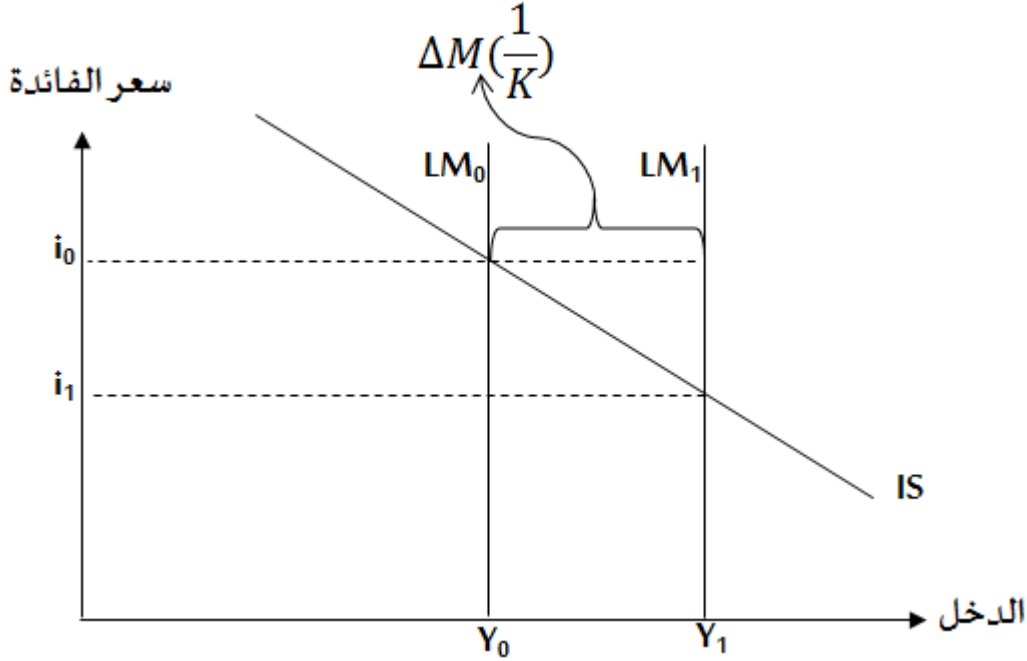
المصدر: (سامي خليل، 1994، صفحة 508)

يوضح الشكل أعلاه أن مرونة الطلب على النقود بالنسبة لسعر الفائدة تكون أقل، وبالتالي فإن انخفاضاً أكبر في سعر الفائدة يكون مطلوبا، وذلك لتحقيق التوازن في سوق النقود بعد زيادة الكمية المعروضة من النقود، وبالتالي فإن الاستثمار وتبعاً لذلك الدخل سيزدادان بمقدار أكبر.

الافتراض الثالث: منحني (LM) عمودي

يتخذ في منحني (LM) في هذا الافتراض انحدار ما لا نهاية نتيجة لانخفاض مرونة طلب النقود بالنسبة لسعر الفائدة إلى الصفر. كما هو مبين بالشكل أدناه:

الشكل رقم (2-8): منحني (LM) رأسي (عمودي)



المصدر: (سامي خليل، 1994، صفحة 508)

حسب التوضيح المبين بالشكل أعلاه، فإن الطلب على النقود بالنسبة لسعر الفائدة أصبح عديم المرونة كلياً، وبالتالي إن زيادة عرض النقود ستؤدي بطبيعة الحال إلى انخفاض أكبر في سعر الفائدة.

ولكن الانخفاض في سعر الفائدة في هذه الحالة لن يؤدي إلى زيادة طلب النقود وتحقيق التوازن في سوق النقود، ذلك لأن طلب النقود في هذه الحالة لا يتوقف على سعر الفائدة.

وعلى أية حال فإن الانخفاض في سعر الفائدة سيؤدي إلى استمالة الاستثمار وبالتالي زيادة الدخل، والزيادة في الدخل سوف تستمر حتى تمتص كل الزيادة في النقود في أرصدة المعاملات الإضافية المترتبة على هذه الزيادة في الدخل.

وواضح أن هذه الزيادة في الدخل هي الزيادة القصوى الممكنة نتيجة لزيادة معينة في عرض النقود، ذلك لأن كل زيادة في عرض النقود سينتهي بها الأمر لأن تكون أرصدة معاملات مطلوبة بواسطة المستوى الأعلى من الدخل، ولا يوجد أي جزء من الزيادة في العرض النقدي تستخدم

كأرصدة مضاربة نتيجة لانخفاض سعر الفائدة، كما أنه لا يوجد أي ميل لمقدار أرصدة المضاربة التي يحتفظ بها الأفراد عند مستوى دخل معين أن تزداد عند انخفاض سعر الفائدة.

ما نستشفه مما تقدم، أن السياسة النقدية تكون فعالة في حالتين، أولهما عندما يكون منحنى (LM) شديد الانحدار بحيث يبلغ أقصى انحدار له عندما يكون رأسيا، أما الحالة الثانية عندما يكون منحنى (IS) أكثر انحدارا، بحيث يبلغ أقصى انحدار له عندما يكون مستويا.

ومن جانب آخر، تقل فعالية السياسة النقدية كلما كان منحنى (LM) أقل انحدارا، وتفقد فعاليتها عندما يكون منحنى (LM) عديم الانحدار أي أفقيا، وفي هذه الحالة فإن زيادة الكمية المعروضة من النقود لن تنقل منحنى (LM)، لأن الطلب على النقود يكون ما لانهاية وهذه هي حالة مصيدة السيولة .

كما تكون السياسة النقدية عديمة الفعالية عندما يصل منحنى (IS) إلى أقصى انحدار أي يتخذ شكل الخط العمودي.

تجدر الإشارة أن الكينزيون المحدثون يرون أن انحدارات كل منحنى (IS) و منحنى (LM) إنما هي في المدى المتوسط أي المدى العادي، حيث تكون السياسة النقدية فعالة في التأثير على الدخل.

لكن هناك حالة يجد فيها الكينزيون المحدثون أن السياسة النقدية غير فعالة، متمثلة في حالة الكساد، كتلك التي مرت بها الولايات المتحدة الأمريكية في الثلاثينيات ووجهة نظرهم في عدم الفعالية لهذه السياسة مرده اتصاف فترة الكساد بانخفاض كل مستويات الدخل وأسعار الفائدة.

فعند مستوى منخفض من أسعار الفائدة فإن مرونة طلب النقود بالنسبة لسعر الفائدة يتوقع أن تكون مرتفعة للغاية مثل هذه الحالة تقترب من مصيدة السيولة فالمرونة العالية لطلب النقود بالنسبة لسعر الفائدة تساهم في جعل السياسة النقدية غير فعالة.

علاوة على ذلك، يعتقد الكينزيون المحدثين أنه في مثل حالة الكساد هذه، فإن منحنى (IS) يكون شديد الانحدار، فطلب الاستثمار يكون غير مرن نسبيا لتغيرات سعر الفائدة ، علما أن أوقات الكساد تتصف بانخفاض نسبة الطاقة المستغلة بالنسبة للمعدات والآلات في المصانع فمع هذا الفائض في الطاقة، يعتقد هؤلاء بأنه من غير المنتظر أن يستجيب الاستثمار كثيرا لتغيرات سعر الفائدة.

وبالتالي فإن الكينزيون المحدثون يرون أنه نظرا لان الزيادة في عرض النقود لن تؤدي إلى تخفيض سعر الفائدة بقدر كبير (حالة منحنى (LM) مستوي)، ونظرا لأن الاستثمار ينتظر ألا يستجيب لتغيرات سعر الفائدة (حالة منحنى (IS) شديد الانحدار)، فإن السياسة النقدية لا ينتظر أن تكون فعالة في ظل ظروف الكساد، إلا أنه يجب ملاحظة أن هذه الحالة لا تنطبق الا بالنسبة

لظروف الكساد، والقصد من فرض هذه الحالة هو تعديد وجهة النظر العامة للكلاسيكيين المحدثين، التي تقضي بأن السياسة النقدية تكون باستمرار ذات فعالية في التأثير على مستوى الداخل.

9. أسباب فشل الأدوات التقليدية للسياسة النقدية

وضح الخبير الاقتصادي Laurent Clerc (2009)، مدير الدراسات النقدية والمالية في بنك فرنسا أن البنوك المركزية تستعمل لتحقيق أهدافها خاصة في سعيها لمعالجة الأزمات المالية أداة أساسية وهي تحديد معدلات الفائدة الرئيسية، ويكون ذلك عادة على المدى القصير جدا من يوم إلى بضعة أيام، وتكون التغييرات التي يحدثها البنك المركزي على الاقتصاد من خلال قناتين رئيسيتين هما قناة معدل لفائدة وقناة الائتمان، وتعتبر هاتين القناتين عن العمل سيؤدي حتما إلى فشل السياسة النقدية في أدائها ودورها: (Laurent, 2009, p. 1)

1.9 قناة معدل الفائدة وأسباب تعثرها

يوجد على مستوى الأسواق المالية عدد كبير من أسعار الفائدة ، يتعلق كل واحد منهما بمدة زمنية معينة وبفئة معينة من المقترضين، يمكن التعبير عن جميع معدلات الفائدة في ما يسمى بمنحنى المعدلات حيث يحدد بالنسبة لفئة معينة من المقترضين معدل الاقتراض لمختلف الفترات (ثلاثة أشهر، ستة أشهر، سنة، سنتين ...) وتنتقل التغييرات المسجلة في معدلات الفائدة الرئيسية إلى الاقتصاد عبر منحنى المعدلات الي يتأثر بثلاثة عوامل رئيسية وهي: (Laurent, 2009, p. 1)

- التطورات المستقبلية المتوقعة لأسعار الفائدة
- حالة عدم اليقين التي تؤثر على الاستباقيات الخاصة بالمعدلات.
- تتأثر المعدلات طويلة الأجل بالعرض والطلب على السندات باختلاف تواريخ استحقاقها.

يمكن أن تتوقف قناة معدل الفائدة عن العمل بشكل طبيعي في حالتين هما (Laurent, 2009, p. 2)

- أولا: هي عندما يبلغ عدل الفائدة مستوى الصفر حيث لا يمكن عند هذا المستوى اجراء تخفيضات لأن معدل الفائدة ا يكون سالب، ويكون لهذا الوضع أثر سلبي خاصة إذا كان مدل التضخم المسبق سالب، حيث تفقد في هذه الحالة البنوك المركزية قدرا على التأثير في المعدلات الحقيقية بواسطة المعدل الرئيسي.

- ثانيا: حتى وإن لم يبلغ معدل الفائدة مستوى الصفر فقد لا يستطيع البنك المركزي تخفيض المعدل، ويحدث هذا الوضع عندما يسقط الاقتصاد حسب صيغة الاقتصادي "كينز" في مصيدة

السيولة ففي الأوضاع العادية يفترض أن يؤدي وجود فائض من السيولة داخل الاقتصاد إلى شراء سندات ما يؤدي إلى انخفاض معدلات الفائدة.

إلا أن هذا الوضع يتعطل عن العمل إذا انخفض عائد السندات أو إذا زادت خطورة ما بحوزتهم من أصول، ويفضل المتعاملون الاقتصاديون في هذه الحالة الاحتفاظ بالنقود، وهو ما يعرف حسب كينز بالتميل بالتميل النقدي، وكنتيجة لهذا الوضع لن يكون هناك ارتفاع في أسعار السندات ولا انخفاض في معدلات الفائدة.

2.9 قناة الائتمان وأسباب تعثرها

نظرا لعدم قدرة كل المتعاملين الاقتصاديين عائلات كانوا او مؤسسات الوصول بشكل مباشر إلى الأسواق المالية فإن جزءا كبيرا منهم يعتمد بشكل رئيسي على القروض البنكية وهو ما يجعل من قناة القروض البنكية مهمة جدا لانتقال السياسة النقدية كما تعتبر هذه القناة مكتملة لقناة معدل الفائدة حيث أن معدلات الفائدة هي التي تحدد تكلفة الموارد والتي تحصل عليها البنوك في الأسواق النقدية (قصيرة الأجل) أو في الأسواق المالية (طويلة الأجل) فكلما ارتفعت تكلفة موارد البنوك كلما قل ميلها للإقراض وكلما اقتضت بمعدلات فائدة مرتفعة وهو ما يؤدي إلى انخفاض الطلب على القروض وبالتالي فإن السياسة النقدية لها تأثير على كل من ظروف وحجم الائتمان الموزع في الاقتصاد تؤثر هذه الاختلافات في حجم وشروط القروض المصرفية بدورها على الاستثمار والانفاق الاستهلاكي (Laurent, 2009, p. 2)

عندما يتوقف النظام البنكي عن العمل بشكل طبيعي وتباطأ أو تتوقف تدفقات القروض نحو الاقتصاد، يحدث انسداد قناة الائتمان، وعموما يكون هذا في الحالات التالية: (Laurent, 2009, p. 3)

- لما تسجل البنوك خسائر (الخسائر المتعلقة بالرهن العقاري) تخطط من قاعدة رأسمالها ومن مقدرتها على الإقراض
- لما تتدهور الأوضاع الاقتصادية بشكل كبير ما يجعل عملية الإقراض أكثر مخاطرة ويزيد من تردد المقترضين
- لما تزداد حالة عدم اليقين الاقتصادي التي تؤدي إلى ارتفاع منح المخاطر وتزيد من تكلفة موارد البنوك
- لما يتوقف سوق ما بين البنوك الذي يعتبر مصدر تمويل البنوك التجارية عن العمل بسبب فقدان الثقة بين الأطراف المتعاملة.

10. التدابير غير التقليدية للسلطات النقدية لمواجهة الأزمات المالية

قبل الأزمة المالية العالمية 2008، كانت البنوك المركزية تنفذ سياساتها النقدية من خلال أدواتها الكمية والنوعية بمختلف أنواعها، وبالأخص عمليات السوق المفتوحة قصد استهداف أسعار الفائدة الاسمية قصيرة الأجل، ومع اشتداد الأزمة المالية وجمود الأسعار، لم تستطع البنوك المركزية أن تسيطر على كل من أسعار الفائدة الاسمية في الأجلين القصير والمتوسط، وبسبب تزايد حالات عدم اليقين، أدى الأمر بالبنوك التجارية إلى تخفيض ائتماناتها، فأخذت البنوك المركزية العالمية على عاتقها أمر تخفيض أسعار الفائدة إلى مستوى يقارب الصفر، قصد توفير السيولة والتحكم في الوضع السائد آنذاك، ففقدت حينها السياسة النقدية فاعليتها في تحفيز النشاط الاقتصادي الحقيقي.

مع عجز الأدوات التقليدية التي تستخدمها السلطات النقدية في احتواء هذه الأزمة، كان لزاما عليهم التحول إلى تدابير غير اعتيادية، الأمر الذي دفع بصناع القرار وبصفة استعجالية إلى تبني أدوات جديدة لم تذكر سابقا في نظريات الفكر الاقتصادي.

1.10 السياسة النقدية غير التقليدية

تعتبر السياسة النقدية غير التقليدية من أهم المواضيع التي حظيت باهتمام الباحثين الاقتصاديين، منذ الوهلة الأولى من بروزها كحدث عالمي اقتصادي، حيث لجأت إليها العديد من السلطات النقدية كحل استعجالي لاستعادة التوازنات إلى مسارها المعتاد، ولا تزال تطبق هذه السياسة في الاقتصاديات العالمية، متقدمة كانت أو ناشئة، وذلك نظرا لبعدها غير التقليدي المرتبط بالواقع النقدي العالمي.

في ظل ظروف وأسباب ظهور هذه الأدوات، التي طبقت بشكل غير مسبوق من قبل البنوك المركزية، جعل السياسة النقدية المتبنية لها تحمل اسم السياسة النقدية غير التقليدية.

إلا أن أصحاب الفكر الاقتصادي لم يتفقوا على تعريف شامل لهذه السياسة، حيث عرفها **Markmann Holger (2018)**، على أنها مصطلح شامل لأدوات السياسة النقدية، التي يتم استخدامها من قبل السلطات النقدية، عندما تفقد الأدوات التقليدية للسياسة النقدية فعاليتها في مواجهة التحديات التي تواجهها البنوك المركزية (Markmann, 2018, p. 23). أما **Constantin & al (2020)** فيرون بأنها سياسة نقدية تستهدف مباشرة تكلفة وتوفير التمويل الخارجي للبنوك، الأسر والمؤسسات غير المالية. (Zopounidis et al., 2020, p. 140)

بينما يرى **Michael Joyce & al (2012)** أن هذه السياسة ماهي إلا مجموعة من الإجراءات والتدابير غير التقليدية تستخدمها السلطات النقدية أثناء الاضطرابات والأزمات المالية الكبرى

والمفاجئة، وهذا عندما تثبت السياسة النقدية التقليدية عدم فعاليتها، وذلك من خلال توفير الدعم والسيولة اللازمة للقطاع المالي وتنشيط الاقتصاد الحقيقي. (Joyce M. et al., 2012, p. 276)

في حين ذكر **Ling Wang** (2020) أن هذه السياسة تعمل على تعزيز كمية الأموال في النظام المالي ودفع أسعار الفائدة إلى أدنى مستوياتها، من خلال تزويد المؤسسات المالية والأسواق المالية بسيولة هائلة، في حين يبقى سعر الفائدة للبنك المركزي قريب من الصفر. (Ling, 2020, p. 2)

ومن بين التعاريف أيضا نجد؛ هي مجموع الإجراءات المتمثلة في التسهيلات الكمية للسلطة النقدية من خلال شراء الأصول وضح أموال كبيرة في الاقتصاد (Bowdler & Amar, 2012, p. 606)

علاوة عن ذلك عرفها علي صاري (2013) في مقاله تحت عنوان السياسة النقدية غير التقليدية: الأدوات والأهداف، من جانبي المستهدفات والأدوات (الوسائل) على أنها:

"من جانب المستهدفات: مجموعة من الوسائل والإجراءات غير الاعتيادية تستخدمها السلطة النقدية للتأثير في النشاط الاقتصادي قصد تحقيق أهداف اقتصادية محددة، خلال فترة زمنية معينة، ومن هذا التعريف، نجد أن تعريف السياسة النقدية غير التقليدية ينطوي على استهداف تحقيق متغير اقتصادي حقيقي محدد (نمو، تشغيل،...)

- من جانب الأدوات المستخدمة: هي سياسة نقدية تستخدم وقت الأزمات يتم من خلالها تنفيذ دعم ائتماني معزز، وتسهيلات ائتمانية وكمية وتدخلات في العملة في أسواق الأوراق المالية، وتوفير السيولة بالعملة المحلية والأجنبية، كل ذلك بهدف دعم سير عمل القطاع المالي وحماية الاقتصاد الحقيقي من تداعيات الأزمة المالية". (علي صاري، 2013، صفحة 60)

ما يمكن أن نستفه من خلال ما سبق، أنه بعدما كانت للسياسة النقدية أدوات مباشرة وأخرى غير مباشرة والتي أثبتت عجزها الوظيفي في تحقيق الأهداف المنوطة بها في ظل الأزمة المالية، ومن أجل تحفيز الاقتصاد من جديد اعتمدت السلطات النقدية المتمثلة في البنوك المركزية على أدوات مستحدثة غير التقليدية، الأمر الذي جعل أصحاب الاختصاص يطلقون على السياسة النقدية بغير التقليدية، وبالتالي أصبحت تُعرف السياسة النقدية غير التقليدية على أساس أنها مجموعة من الإجراءات، الوسائل، التدابير والبرامج النقدية التي تطبقها البنوك المركزية بشكل استثنائي، لاحتواء ومعالجة الأزمات المالية من أجل التمويل وبشكل مباشر للاقتصاد من خلال عمليات الوساطة المالية، وهو أمر مستحدث يكون فقط في ظروف استثنائية غير اعتيادية ولمدة محدودة.

2.10 الأدوات النقدية غير التقليدية

يتطلب تنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية تواجد أدوات مستحدثة غير تقليدية، يفرضها الواقع الاقتصادي والحالة المضطربة التي يعانها الاقتصاد، ومن أهم هذه الأدوات:

1.2.10 التسهيل الكمي

تعد أداة التسهيل الكمي أو التيسير الكمي، من أهم الأدوات غير تقليدية للسياسة النقدية، حيث أجمع أهل الاختصاص، أنه من أجل الحد من التأثيرات المترتبة من الركود الاقتصادي بعد عجز الأدوات النقدية التقليدية في تحفيز الاقتصاد، على ضرورة ممارسة البنوك المركزية لسياستها النقدية من خلال هذه الأداة، على أساس أنها مكمله للأدوات التقليدية التي تعتمد على معدلات الفائدة.

وبالتالي أصبحت البنوك المركزية تلجأ إلى تطبيق هذه الأداة، عند معدلات فائدة قريبة من الصفر، من أجل ضمان فعالية السياسة النقدية وانتقال أثرها من خلة قناة سعر الفائدة. الأمر الذي ينطوي على البنك المركزي حينها، بالإقدام وبشكل مباشر على طباعة نقود جديدة وضخها في الاقتصاد من خلال شراء للأصول المالية طويلة الأجل، ورفع أسعارها وخفض أسعار الفائدة في الأجل الطويل، قصد تشجيع الاستثمار وتحفيز النشاط الاقتصادي من جديد. حيث سيتم التطرق إلى هذه الأداة بشيء من الإسهاب في الفصل الموالي.

2.2.10 التسهيل الائتماني

من خلال تصفح مذكرات موقف موظفي صندوق النقد الدولي، نجد أن Vladimir & al (2009)، ذكروا في المذكرة رقم 09/27، أن التسهيل الائتماني هو أحد أدوات السياسة النقدية غير التقليدية يهدف إلى تحسين أداء أسواق الائتمان المصرفية من خلال إحداث تخفيضات في أسعار الفائدة، وهو يشبه التيسير الكمي بشكل كبير، إلا أن الفرق الأساسي بينهما يكمن في أن التيسير الكمي يشير إلى زيادة احتياطات البنوك، التي توجد ضمن طرف الالتزامات في ميزانية البنك المركزي، بينما يشير تسهيل الائتمان إلى زيادة القروض المقدمة إلى المصارف الخاصة، والتي توجد ضمن طرف الأصول في ميزانية البنك المركزي. (Vladimir et al., 2009, p. 4)

فضلا عن ذلك يرى (Cottarelli & Viñals, J, 2009)، أن باستطاعة البنك المركزي أن يضخ سيولة بشكل مباشر في بعض قطاعات السوق، كما يمكن أن يتولى البنك المركزي دور البنوك الخاصة داخل القطاع المصرفي من خلال شراء أصول القطاع الخاص، وعادة تكون برامج تسهيل الائتمان مقيدة بمدة زمنية قصيرة ونسبة لا تتجاوز 2% من الناتج المحلي الإجمالي في الاقتصاديات المتقدمة، ومن بين الانعكاسات السلبية للتسهيل الائتماني هو حيازة البنك المركزي في كثير من

الأحيان، لأوراق مالية محفوفة بالمخاطر وغير سائلة وقد لا تكون قابلة للاستخدام في عمليات السوق المفتوحة، وبالتالي يمكن أن تكون هذه الأصول مصدرا لخسائر البنك المركزي. (Cottarelli & Viñals, J, 2009, p. 14)

في حين يضيف Lars E. O. Svensson (2006) أنه مع اشتداد الأزمة المالية في سنة 2008 أدخلت البنوك المركزية أنواعا مختلفة من التسهيلات الائتمانية لتخفيف شروط الائتمان، كما تدخلت مباشرة في بعض الحالات في الأسواق لمعالجة الاختلالات الوظيفية فيها بصفتها وسيطا وبالتالي يضعنا هذا الرأي أمام نوعين من التسهيلات الائتمانية مباشرة وغير مباشرة، حيث يكون الائتمان مباشرا عند إقدام البنك المركزي على تغيير تركيبة ميزانيته دون التغيير في حجمها من خلال شراء على سبيل المثال السندات المغطاة بالرهن العقاري، قصد التأثير على سعرها النسبي وتوجيهها نحو سعر محدد ومرغوب، ثم إعادة شراء السندات ذات الاستحقاق طويل الأجل مقابل بيع السندات قصيرة الأجل في نفس الوقت، ولا تتم عملية الشراء عن طريق طبع نقود جديدة كما هو في حالة التسهيل الكمي، وذلك من أجل المحافظة على حجم ميزانية البنك المركزي كما أن رفع سعر السندات عالية المخاطر يساهم في تخفيض عوائدها، وبالتالي عند إقدام البنك المركزي على شراء مثل هذه السندات، الأمر الذي يحفز المستثمرين على شراء سندات أخرى بدلا من تلك التي باعوها للبنك المركزي وبالتالي يتم تنشيط القطاعات الأخرى (Akacem & Selka , 2015, p. 42)

أما بخصوص التسهيل الائتماني غير المباشر، فيعتبر إجراء من أجل توفير السيولة طويلة الأجل للبنوك مع إمكانية تقليل شروط الاقراض لتعزيز الائتمانات المصرفية، مما يجعل المؤسسات المالية تعتمد على البنك المركزي في الأجل الطويل من حيث التمويل، تأخير آجال الاستحقاق وتوفير حوافز التخصيص الائتماني، فيقوم البنك المركزي بمنح القروض لفئات مستهدفة مقابل سندات قصيرة الأجل كالأوراق التجارية، أو سندات متوسطة الأجل مثل الأوراق المالية المدعومة بأصول، أو طويلة الأجل كالسندات الحكومية. (IMF Global financial stability report, 2008, p. 95)

3.2.10 التيسير النوعي

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)

فضلا عن ذلك، "يدل مصطلح التيسير النوعي على شكل آخر من أشكال التيسير، فمن الاقتصاديين من يصنف أداة التيسير النوعي على أنها حالة خاصة لأداة التيسير الكمي، حيث يقوم البنك المركزي بواسطة هذه الأداة بالتركيز على الأوراق الموجودة في أصول ميزانيته بدلا عن التركيز على قاعدته النقدية، إذ يقوم بشراء أسهم أو سندات خاصة أو عمومية على المؤسسات المالية أو مباشرة على المؤسسات غير المالية، الأمر الذي يؤدي تلقائيا إلى زيادة خصوم البنك المركزي من خلال إصدار السيولة، وتهدف عمليات الشراء السابقة إلى رفع أسعار الأصول قصد خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل وتنشيط الاقتصاد كما تهدف أيضا إلى تخفيض علاوات المخاطر ما من شأنه أن يحفز الاستثمارات". (محمد الامين ونظيرة، 2019، صفحة 213)

وقد اختلفت الآراء حول فعالية أداة التيسير النوعي في تحقيق أهداف السياسة النقدية من خلال أثر معدل الفائدة في تحقيق النمو والاستقرار داخل الأسواق. حيث تشير أحد الدراسات إلى أن التيسير النوعي لا يعمل فقط من خلال قناة معدل الفائدة، وإنما من خلال دعم البنك المركزي لصغار المتعاملين في الأسواق المالية، عن طريق عمليات السوق المفتوحة. (Roger EA, 2012, p. 23)

4.2.10 التوجيه المسبق

أجمع Salomon Fiedler & al (2016) أن الاداة النقدية المتمثلة في التوجيهات المسبقة ماهي لإقيام البنك المركزي بإبلاغ المعلومات المتعلقة بإجراء سياسة نقدية مستقبلية إلى المشاركين في السوق المالية والجمهور بكل عام من أجل التأثير على توقعات السوق ومختلف المتعاملين فيه (Salomon et al., 2016, p. 37)

وبالتالي يمكن تعريفه هذه الأداة على أنها عبارة عن سياسة توصيل وبصفة دورية لبعض المعلومات المنشورة بصفة رسمية في بيانات البنك المركزي. حول إعدادات السياسة النقدية المستقبلية من أجل التأثير على توقعات السوق ومختلف المتعاملين ذات الصلة به.

والهدف من هذا التوجه هو:

- "تخفيض حالة عدم التأكد التي تصيب الأسواق المالية بشكل عام في فترات الأزمات المالية، وبعث الطمأنينة المصرفية حول مستقبل الاقتصاد الكلي، مما يجنب الاقتصاد العديد من العواقب السلبية في فترات الأزمات المالية منها ظهور هجمات للمضاربة على انخفاض قيمة العملة، وهروب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية مما يساهم في تفاقم مشكل السيولة المصرفية.

- انخفاض التقلبات الحادة التي تحدث للمتغيرات الاقتصادية الكلية، لاسيما تغيرات معدلات الفائدة، فمع الإفصاح المسبق عن الهيكل الكمي والمشروط لمعدلات الفائدة خلال الفترة المحددة، سيقفل من حدة التقلبات التي تحدث في الأسواق.

- التأثير على المتغيرات الاقتصادية الكلية، كتحسين وضعية الميزان التجاري للاقتصاد، الإعلان عن انخفاض مستمر لمعدلات الفائدة الاسمية سيخفض قيمة العملة مما يعزز من تنافسية الصادرات المحلية ويسهل عملية التوقعات المستقبلية لتوجهات المتغيرات الاقتصادية الكلية". (وليد العشي، 2018، الصفحات 146-147)

5.2.10 اسعار الفائدة الصفرية

"تتبع البنوك المركزية سياسة أسعار الفائدة الصفرية في حالة الأزمات من أجل تسهيل حصول الأفراد على الائتمان، لأن العلاقة بين أسعار الفائدة على الائتمان والكمية المطلوبة منه ترتبط بعلاقة عكسية" (علي صاري، 2013، صفحة 67) وهو ما ترغب فيه السلطات النقدية.

في المقابل من المفترض أنه "عندما يصل معدل الفائدة إلى الصفر، تفقد السياسة النقدية فعاليتها، ويدخل الاقتصاد في مصيدة السيولة، إلا أن تجربة الأزمة المالية العالمية 2008، أثبتت إمكانية اللجوء إلى تخفيض معدلات الفائدة الاسمية إلى ما دون الصفر، حيث يمكن أن تصبح سالبة، وفي ذلك انعكاس للحالة التي وصلت إليها البنوك المركزية، مع معدلات نمو اقتصادي سالبة ومستويات إنفاق كلية منخفضة على الصعيدين الاستهلاكي والاستثماري". (خليل وبن عروس، 2018، صفحة 122)

يقصد بمعدلات الفائدة السالبة "أن المودعات ستحصل على معدل فائدة سالب، أي أن صاحب الوديعة يدفع عليها نسبة من الوديعة في مقابل الاحتفاظ بها لمصلحته، ولكن هل ينسحب معدل الفائدة السالب على المودعات التي يودعها الأفراد لدى المصارف؟ الإجابة هي غالباً لا، وإنما يطبق معدل الفائدة السالب أساساً على مودعات المصارف لدى البنك المركزي، ويتمثل الهدف من ذلك في معاقبة المصارف التي تودع احتياطياتها الفائضة لدى البنك المركزي، بدلاً من أن تستخدمها في توفير الائتمان اللازم للأفراد وقطاع الأعمال.

من جانب آخر، فإن معدل الفائدة على مودعات المصارف لدى البنك المركزي، غالباً ما يمثل معدل الفائدة الأساسي الذي يبني عليه هيكل معدل الفائدة، وعندما ينخفض هذا المعدل فإن هيكل معدل الفائدة بأكمله (أي على جميع الاستحقاقات بتواريخها المختلفة ينخفض)، الأمر الذي يشجع على الاقتراض، ومن ثم زيادة الإنفاق والطلب على المستوى الكلي، ورفع معدلات النمو والتضخم.

إذن من المفترض من الناحية النظرية أن يترتب على هذه الخطوة قيام المصارف التجارية بضخ المزيد من الائتمان في هيكل الاقتصاد المحلي، وهذا يمكن أن يساعد على تعزيز الإنفاق الاستثماري والإنفاق الاستهلاكي خصوصاً على السلع المعمرة، ومن ثم تشجيع النمو، وكذلك رفع معدلات التضخم نحو المستويات المستهدفة. ولكن لماذا تفضل المصارف الاحتفاظ باحتياطياتها

الفائضة لدى البنك المركزي، بدلا من أن تقرضها لجمهور المقترضين؟ الإجابة تتمثل في ارتفاع مستويات المخاطر المصاحبة لعمليات الإقراض في ظل ظروف الكساد، حيث ترتفع احتمالات التوقف عن خدمة هذه الديون أو حتى عدم القدرة على سدادها، ما يعرض المصارف للخسارة. لذلك تفضل المصارف معدل عائد منخفض على مودعاتها أو حتى سالبا بدلا من الحصول على معدلات فائدة أعلى على قروض بمستويات مخاطر أعلى" (محمد ابراهيم السقا، 2016)

وتهدف البنوك المركزية من خلال تطبيق سياسة أسعار الفائدة السالبة إلى:

- عدم السماح للبنوك التجارية إبقاء الأموال في حسابات البنك المركزي وتحفيزهم على تقديم المزيد من القروض للاقتصاد.

- إنعاش الاقتصاد عبر زيادة الاستثمار الذي يساهم بدوره في إنهاء انكماش الأسعار وربما رفع نسبة التضخم بشكل طبيعي ومفيد للاقتصاد، كما أن أسعار الفائدة السالبة تقوم بتخفيض من قيمة العملة وهو ما يعطي ميزة سعرية تنافسية للمصدرين في الأسواق الأجنبية.

- تشجيع القطاع الخاص على زيادة الإنفاق ودعم استقرار الأسعار عن طريق زيادة تيسير الأوضاع النقدية والمالية، كما يمكن لهذه السياسة في حالة الاقتصاديات الصغيرة والمفتوحة أن تساهم في الحد من التدفقات الرأسمالية الوافدة، وتخفيض ضغوط ارتفاع أسعار الصرف.

- دعم القوة الشرائية عبر دفع المواطنين للإنفاق أكثر، لأنهم سيحصلون على قروض رخيصة من البنوك التجارية وبنسبة فائدة أقل، هذا من جهة الحصول على الأموال، أما من جهة من يملكون الأموال فإنهم سيضطرون للإنفاق ما دام الادخار لا يجلب لهم منافع مادية أو أن قيمتها ستأكل ما دامت الفائدة سالبة. (ناصر بوجلال، 2020، صفحة 122)

3.10 متطلبات تنفيذ سياسة نقدية غير تقليدية

نظرا لحالة الأزمات المالية التي تدخل في خانة الظروف الاقتصادية غير المعتادة، تلجأ السلطات النقدية إلى تنفيذ هذه السياسة، من خلال استخدام أدوات غير التقليدية، الأمر الذي يفرض توفر مجموعة من الشروط لتنفيذها والتي من بينها:

- "لابد أن تكون متناسبة قدر الإمكان مع درجة التفكك والاضطراب التي تعاني منها السوق التي تسعى إلى إنقاذها، وفي أغلب الحالات لابد من تفصيل التدابير من أجل تجنب التعطيل الكلي للأسواق، والواقع أن البنك المركزي يجب أن لا يتردد في توسيع أو تقليص نطاق أدواته غير المعيارية وبخاصة مدة التوفير غير الاعتيادي للسيولة، اعتمادا على حجم الخلل في النظام المالي.

- لابد أن تكون التدابير مصحوبة برسائل قوية إلى البنوك التجارية لمعالجة قضاياها الخاصة بإعادة التمويل وإصلاح الموازنات في الأمد المتوسط، ولأن البنوك تعد إلى حد كبير الأداة الرئيسية

لدى البنك المركزي لإعادة التمويل "غير المعياري"، فإن هذه الرسالة تشكل أهمية خاصة في حالة الأزمات.

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

- في حالة أوروبا، لا بد من حث مؤسسات الاتحاد الأوروبي، فضلًا عن الدول الأعضاء، على تعزيز الإدارة الاقتصادية، من خلال المراقبة اللصيقة للسياسات الاقتصادية والخاصة بالموازنة التي تنتهجها الدول كل على حدا، والواقع أن مجلس محافظي البنك المركزي الأوروبي كان واضحًا إلى حد كبير فيما يتصل بهذه القضية منذ بداية الأزمة". (علي صاري، 2013، الصفحات 61-62)

جدير بالذكر، أن في حالة أوروبا قد تتضمن شرطًا إضافيًا، يتمثل في مطالبة المؤسسات الأوروبية والحكومات للالتفاف بشكل جماعي، قصد تحسين الحكومة الاقتصادية، بما في ذلك مراقبة وعن كثب للسياسات الاقتصادية والميزانية لكل دولة، وقد يوضح هذا الشرط لماذا كان مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي صريح جدًا بشأن هذه القضية، ويدعو لتحسين الحكومة الاقتصادية.

ولعل من المفيد أن نؤكد، أن الشروط المذكورة سابقًا لتنفيذ سياسة نقدية غير تقليدية، قد تكون كافية فقط بالنسبة للدول المتقدمة، أما في الدول النامية وجب أن تدعم بشروط أخرى إضافية من بينها:

- توجيه تدابير هذه السياسة لدعم جانب العرض خاصة ما يتعلق بالبنى التحتية، المشاريع الاستثمارية، مع عدم الاكتفاء بتحفيز الطلب الكلي.

- ضرورة توفر جهاز إنتاجي فعال، له القدرة أن يمتص الزيادة في الأسعار نتيجة الكتلة النقدية الجديدة التي ليس لها من غطاء حقيقي.

- من الضروري أن تضخ الكتلة النقدية الجديدة في الاقتصاد على فترات وبكميات مدروسة ومحددة مسبقًا، حسب الاحتياجات الاقتصادية وبالتالي تجنب من الآثار التضخمي.

- التعاون والتنسيق بين مختلف السياسات الاقتصادية والتي من بينها سياسة الانفاق، سياسة الاستثمار، سياسة الاقراض، سياسة سعر الفائدة وغيرها، حتى تضمن الدولة التنفيذ الجيد لهذه الاجراءات والتدابير وبالتالي تتحقق الأهداف المسطرة وتجنب المخاطر المحتملة.

وتأسيساً على ما سبق، فإن تطبيق السلطات النقدية للتدابير غير التقليدية دون مراعاة لتوفر شروط ومتطلبات التنفيذ، ومدى ملاءمتها للاقتصاد المراد إعادة تنشيطه، ستكون نتائجها جد سلبية، خاصة من حيث التضخم وارتفاع الأسعار، تدهور قيمة العملة المحلية وكذا التراجع في معدلات النمو الاقتصادي.

ولتحقيق الأهداف الاقتصادية المسطرة خلال فترة تنفيذ تدابير السياسة النقدية غير التقليدية، تتوسع مسؤولية البنك المركزي إلى الآتي:

- التحقق من سلامة النظام البنكي، حتى لا يشكك في قدرته على مجابهة الصدمات في حالة حدوثها.

- البنك المركزي مقرض أخير ومسؤول عن المؤسسات المصرفية المتعثرة.

- التحقق من سلامة نظام المدفوعات والتسوية والمقاصة.

- تطوير نماذج رياضية لتحديد قدرة النظام المالي على امتصاص تداعيات الأزمات.

- يقوم البنك المركزي ببحث البنوك على تصميم اختبارات تحمل وموافاته بنتائجها بصورة دورية.

وفضلاً عن ذلك يرى صاري علي: أن السياسة النقدية غير التقليدية تسعى لتحقيق ثلاثة أهداف أساسية، أين استهل أول الأهداف؛ "الرفع بشكل مكثف في كمية الأموال المتداولة في الاقتصاد". ثم ذكر "التأثير على انحدار منحنى نسب الفائدة بما من شأنه توجيه استباقات المتعاملين"، مختتماً رأيه بالهدف الثالث والأخير، والمتضمن "إزالة عوائق السيولة في أسواق القروض من خلال شراء السندات مباشرة من هذه الأسواق بهدف التأثير جدياً على منح المخاطرة" (علي صاري، 2016، صفحة 72)

خلاصة الفصل

ما تم التوصل إليه من خلال هذا الفصل، أن السياسة النقدية ماهي إلا "مجموعة الإجراءات والأدوات التي تنفذها السلطة النقدية في غدارة النظام النقدي للتحكم في المعروض النقدي من أجل التأثير على متغيرات الاقتصاد الكلي قد تحفيز الاقتصاد" يمكن للسياسة النقدية أن تكون تقييدية أو توسعية وذلك مرهون بالنوع المشكلة القائمة وسبل معالجتها.

تباينت وجهات النظر ما بين المدارس الاقتصادية حول جدوى السياسة النقدية ومدى فعاليتها والدور الذي يمكن أن تلعبه لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، حيث قبل الفترة 1929-1933 سادت فكرة حيادية النقود لأب الفكر الاقتصادي الكلاسيكي جون باتيست ساي " العرض يخلق الطلب". لتثبت عجزها بعد حدوث أزمة 1929 وعدم نجاعة السياسة النقدية في معالجتها.

مع عجز النظرية النقدية الكلاسيكية. بدأ كينز يدعو الاهتمام بالسياسة المالية للخروج من الأزمة، حيث أعطى دور أكبر لتدخل الدولة من خلال السياسة المالية أولاً ثم السياسة النقدية.

مع ظهور بعض الانتقادات في السياسة المالية، تراجعت أهميتها بسبب عدم المرونة وتؤكد عدم جدواها في مكافحة التضخم، وبدأت تعود السياسة النقدية لتأخذ مكانتها الأولى، حيث بمجيء موجة النقديين تحركت ساعة الفكر للوراء مرة أخرى إلى فكر النظرية الكمية للنقد، والدعوة إلى أن التحكم في عرض النقود هو السبيل لتحقيق الاستقرار الاقتصادي.

إلا أنه بعد عام 1982 انتكس النقديون، وبدأت تتراكم مشكلات تطبيق السياسة النقدية مع الكساد والبطالة، بالرغم أن التضخم قد انخفض كثيراً بعد تطبيق السياسة النقدية ذات الاتجاه الانكماشى. أين برز فريق ثالث بزعامة الاقتصادي الأمريكي والتر هيلر، الذي يرى استخدام سياسة معينة لا يغني عن استخدام الأخرى، بل يجب التنسيق بين السياستين النقدية والمالية ولا تقل أهمية أي منهما عن الأخرى في العمل من أجل الخروج من الأزمات الاقتصادية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي.

تستخدم السياسة النقدية من أجل نقل أثرها للاقتصاد أدوات مباشرة؛ "معدل إعادة الخصم، عمليات السوق المفتوحة، تغيير نسبة الاحتياطي القانوني" وأدوات غير مباشرة؛ " تأطير القروض، السقوف الائتمانية، تخصيص الائتمان وتنظيم الائتمان الاستهلاكي" بالإضافة إلى أدوات أخرى مساعدة. وذلك عبر قنوات إبلاغ متمثلة في: "معدل الفائدة، سعر الصرف، أسعار السندات المالية وقناة الائتمان"

فضلا عن ذلك، وضحنا في هذا الفصل بيانيا؛ دور السياسة النقدية في معالجة الفجوتين الركودية والتضخمية، حيث تكون السياسة النقدية فعالة في حالتين، " عندما يكون منحني (LM) شديد الانحدار وعندما يكون منحني (IS) مستويا. وتقل فعاليتها كلما كان منحني (LM) أقل انحدارا، وتفقدتها عندما يكون منحني (LM) عديم الانحدار أي أفقيا هي حالة مصيدة السيولة. كما تكون السياسة النقدية عديمة الفعالية عندما يصل منحني (IS) إلى أقصى انحدار أي يتخذ شكل الخط العمودي.

مع اثبات عجز السياسة النقدية في احتواء الازمة المالية 2008. دفع الأمر بصناع القرار وبصفة استعجالية إلى تبني أدوات مستحدثة لم تذكر سابقا في نظريات الفكر الاقتصادي، أطلق عليها "تسمية الأدوات النقدية غير التقليدية" من بينها " التسهيل الكمي، التسهيل الائتماني، التيسير النوعي، التوجه المسبق وأسعار الفائدة الصفيرية ... " وأصبحت السياسة النقدية بشكلها التقليدي بعد تبنيها لهذه الأدوات المستحدثة تسمى "السياسة النقدية غير التقليدية". وتم تعريفها من قبل المختصين على أنها: "مصطلح شامل لأدوات السياسة النقدية ومجموعة الاجراءات والتدابير التي يتم استخدامها من قبل السلطات النقدية، عندما تفقد الأدوات النقدية بكلها التقليدي فعاليتها في مواجهة التحديات التي تواجهها البنوك المركزية أثناء الاصطدامات والأزمات المالية الكبرى".

الفصل الثالث:

التسهيل الكمي آلية مستحدثة لإدارة السياسة النقدية

تمهيد

1. التسهيل الكمي؛ من الفكرة إلى التجسيد
 - 1.1. مفهوم التسهيل الكمي
 - 2.1. الخلفية التاريخية لسياسة التسهيل الكمي
 - 3.1. أهداف سياسة التسهيل الكمي
 - 4.1. آلية انتقال قنوات التسهيل الكمي
 - 5.1. التسهيل الكمي؛ المخاطر المرتبطة وتطبيع السياسة
2. تجارب بنوك مركزية رائدة انتهجت سياسة التسهيل الكمي
 - 1.2. تجربة بنك اليابان
 - 2.2. تجربة بنك الاحتياطي الفيدرالي
 - 3.2. تجربة بنك إنجلترا
 - 4.2. تجربة البنك المركزي الأوروبي

خلاصة الفصل

تمهيد

تعتبر الأزمة المالية الكبرى (2007-2008)، التي انفجرت في شهر سبتمبر 2008، أكبر أزمة اقتصادية كلية منذ الكساد الكبير الذي حدث في ثلاثينيات القرن 20، وفي ظل الإفراط في المخاطرة من قبل الأسواق المالية العالمية والانهيار اللاحق في سوق الرهن العقاري الأمريكي، أين أصبحت الأسواق المالية العالمية مشلولة بسبب موجة من عدم اليقين. كما أدى انهيار بنك ليمان براذرز إلى زعزعة الثقة في نزاهة النظام المالي العالمي، مما أدى إلى زيادات كبيرة في فروق أسعار الفائدة خلال هذه الفترة اللاحقة للأزمة المالية. وسرعان ما ظهرت آثار هذه الصعوبات المالية في الاقتصاد الأوسع، مما أدى إلى انخفاضات حادة في التجارة الدولية والنمو الاقتصادي لم نشهدها منذ الكساد الكبير، فشعرت الحكومات بأنها ملزمة بالعمل على ضمان الاستقرار المالي في الأمد القريب على أقل تقدير، ثم خفض معدلات البطالة وزيادة النمو في الأمد الأبعد.

علاوة على ذلك، تعرضت البنوك المركزية لضغوط من أجل الاستجابة للشلل المالي والمشكلات الاقتصادية. في البداية استجابوا لسياسة خفض أسعار الفائدة المستهدفة قصد تشجيع الاقتراض والاستثمار والإنفاق.

مع تفاقم الأزمة، كان السؤال الرئيسي الذي يطرح نفسه هو: ما إذا كانت السياسة النقدية يمكن أن تظل فعالة حتى في أسوأ السيناريوهات الممكنة لصناع السياسات المتمثلة في مستويات غير مستدامة من الدين الحكومي، والفروق المستمرة والمترفعة بشكل غير طبيعي في العائد، وسعر الفائدة الاسمي الصفري، والانكماش.

وبالتالي تم اقتراح الإجابات على هذا السؤال بعد فترة الانكماش في اليابان، بما في ذلك التزامات سعر الفائدة الصفري، والتيسير الكمي، وبرامج إعادة شراء الأصول وغيرها من الأدوات المستحدثة للسياسة النقدية وكان التسهيل الكمي فقط هو الأكثر متابعة وبقوة، وهو ما يشكل محور هذا الفصل.

وبالتالي، يأتي هذا الفصل متناولا في ثناياه؛ مفهوم التسهيل الكمي، خلفية الأداة التاريخية، أهدافه ثم قنوات نقل آثاره إلى النشاط الاقتصادي، المخاطر المرتبطة بسياسة التسهيل الكمي مع التعرّيج إلى تطبيع هذه السياسة، تجارب بنوك مركزية عالمية انتهجت هذا الأسلوب في إدارة سياستها النقدية، بداية من تجربة البنك المركزي الياباني ثم تجربة بنك الاحتياطي الفيدرالي ويليه تجربة بنك إنجلترا، وأخيرا تجربة البنك المركزي الأوروبي.

1. التسهيل الكمي؛ من الفكرة إلى التجسيد

شهد العالم في الفترة 2007-2008 أزمة مالية كبرى، سببت ركود اقتصادي عميق وأكثر عالمية منذ الكساد الكبير في الثلاثينيات، أين تطورت الضائقة المالية التي بدأت بأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة بسرعة وعبرت الحدود، وعانى عدد من البلدان من أزمة الائتمان وشلت الشركات الكبرى، وتقلص الطلب فتبعه التخلف عن السداد في القطاعات الخاصة، مما أدى إلى تسريح العمال ومشكل البطالة.

في حين تباينت شدة الركود وتأثير الأزمات من بلد إلى آخر، فقد تباطأت الاقتصادات في جميع أنحاء العالم، مع تساؤل توافر الائتمان وتراجع التجارة الدولية، استجابت الحكومات للأزمة من خلال التحفيز المالي وعمليات إنقاذ المؤسسات، فخفضت البنوك المركزية أسعار الفائدة الرئيسية بشكل كبير، مما يعكس رد فعل السياسة النقدية بشكلها التقليدي على تباطؤ الاقتصاد. ومع ذلك، ظلت الأسواق المالية مضطربة مع استمرار التساؤلات المتعلقة بملاءة البنوك وتضرر ثقة المستثمرين.

علاوة على ذلك، كان الناتج الحقيقي يتراجع أو ينمو ببطء، ويبدو أن التضخم ينخفض إلى ما دون المستويات التي تستهدفها البنوك المركزية، ولم تعد السياسة النقدية بشكلها التقليدي فعالة، لأن أسعار الفائدة قصيرة الأجل كانت بالفعل قريبة من الصفر. وكان التحدي الأكبر للسلطات النقدية في كيفية الخروج من هذا المأزق مع تدهور التوقعات الاقتصادية.

وفي هذا السياق الاقتصادي، قامت بعض البنوك المركزية الكبرى في العالم على غرار كل من بنك الاحتياطي الفيدرالي، بنك اليابان، بنك إنجلترا، والبنك المركزي الأوروبي، بتجربة استخدام متطرفة لميزانياتها العمومية تعرف باسم التسهيل الكمي، قصد تحقيق الاستقرار في الأسواق المالية وتحفيز الاقتصاد الحقيقي.

1.1 مفهوم التسهيل الكمي

تتلخص فكرة التسهيل الكمي أو التيسير الكمي (QUANTITATIVE EASING) في زيادة المعروض النقدي والسيولة من خلال التأثير على العائدات على بعض الأصول المالية (ومعظمها سندات حكومية طويلة الأجل)، حيث يتم تنفيذ هذا الأسلوب من خلال شراء كميات محددة من الأصول المالية من البنوك التجارية والمؤسسات الخاصة الأخرى مع زيادة القاعدة النقدية في الوقت نفسه.

في هذا السياق، تم تعريف التسهيل الكمي بعدة طرق في الأدبيات الحديثة، حيث اعتبره رئيس الاحتياطي الفيدرالي بنبرنانكي (2009) وغيره من الاقتصاديين البارزين بما في ذلك جويس

وآخرون (2012) و فاولي ونيلي (2013)، بمثابة سياسة تتميز بعمليات شراء واسعة النطاق للسندات والأذونات الحكومية طويلة الأجل بشكل أساسي والتي تم تصميمها لزيادة الميزانية العمومية للبنك المركزي.

عزف بنك إنجلترا التيسير الكمي على أنه شراء أصول القطاعين العام والخاص باستخدام أموال البنك المركزي (Benford, J, Berry, S, & al, 2009, p. 91)، في حين أطلق بنك الاحتياطي الفيدرالي في البداية على جولته الأولى من شراء الأصول اسم "التسهيل الائتماني" حيث سعت إلى تحسين أداء أسواق السندات طويلة الأجل وخفض أسعار الفائدة طويلة الأجل بدلا من مجرد زيادة القاعدة النقدية (Fawley & Neely, 2013, p. 55)

ومن المهم عدم الخلط بين التيسير الكمي والتيسير الائتماني لأنهما يختلفان بشكل كبير عن بعضهما البعض، حيث يفرق فاولي ونيلي بين التيسير الائتماني والتيسير الكمي. ويذكر أن سياسات التيسير الائتماني تهدف إلى خفض سعر الفائدة واستعادة أداء السوق.

من ناحية أخرى، فالتيسير الكمي هو سياسة تزيد بشكل غير عادي من حجم التزامات البنك المركزي. ويهدف التيسير الائتماني إلى تحسين السيولة في أسواق الائتمان ويهدف التيسير الكمي إلى زيادة القاعدة النقدية والميزانية العمومية للبنوك المركزية. (Fawley & Neely, 2013, p. 55)

يعرف شيراتسوكا التيسير الكمي بأنه "حزمة من التدابير غير التقليدية المصممة لاستيعاب الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد من خلال الاستفادة من جانبي الأصول والخصوم في الميزانية العمومية للبنك المركزي". (Shiratsuka, 2010, p. 11)

في حين يصف بنبرنانكي و راينهارت التيسير الكمي بأنه: "تغيير حجم الميزانية العمومية، عن طريق شراء أو بيع الأوراق المالية للتأثير على العرض الإجمالي للاحتياطيات والمخزون النقدي". كما عرفاه على أنه "سياسة تعمل على توسيع الميزانية العمومية للبنك المركزي، من أجل زيادة مستوى أموال البنك المركزي في الاقتصاد" (Bernanke & Reinhart, 2004, p. 87)

يقصد به كذلك "سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد الوطني عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة: (Katla, 2014, p. 8)

كما أعتبر "أداة نقدية غير تقليدية، تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة، حيث يشتري البنك المركزي بشراء الموجودات المالية لزيادة التدفقات المالية إلى الاقتصاد من أجل المحافظة على معدلات الفائدة في السوق عند المستوى المحدد والمستهدف. (بشرى عبدالباري و شويش عبدالحميد، 2014، صفحة 124).

على هذا النحو، "يعد أسلوبا يستخدمه البنك المركزي لدعم الاقتصاد وزيادة نشاطه في الحالات التي تفقد فيها السياسات النقدية التقليدية فعاليتها، فيشتري هذا الأخير مجموعة من الأصول بهدف زيادة حجم المعروض النقدي في القطاع الاقتصادي" (صرارمة و عيادي، 2019، صفحة 122)، وهو "ممارسة ينتهجها البنك المركزي عند محاولته الحد من تأثير الركود الاقتصادي على الأنشطة الاقتصادية الحقيقية، وذلك من خلال إصدار كمية جديدة من النقود وطرحها في الاقتصاد دون مقابل". (راشدي و مطاي، 2016، صفحة 13)

وعليه يمكن القول؛ التسهيل الكمي هو عبارة عن سياسة نقدية حديثة تنتهجها البنوك المركزية من أجل تنشيط الاقتصاد، وذلك عندما تصبح أدوات السياسة النقدية التقليدية غير فعالة. حيث تقوم هذه الأخير بإصدار كميات جديدة من النقود دون الالتزام بوجود مقابلات الكتلة النقدية، وهذا من أجل زيادة المعروض النقدي وذلك من خلال شرائها للموجودات المالية (سندات الخزينة، سندات الرهن العقاري وديون الوكالات وغيرها) بهدف تخفيض معدلات الفائدة طويلة الأجل حتى تتحرك عمليات الإقراض من جديد بزيادة حجم السيولة، فتحفز البنوك التجارية على القيام بعملية الإقراض لتمويل المشاريع الاستثمارية لدى المؤسسات، والاستهلاك لدى العائلات كل هذا بهدف إنعاش الاقتصاد.

وبهذا يمكن وصف التيسير الكمي، أنه حتى في بيئة الحد الأدنى الصفري أين يقترب سعر الفائدة القصير الأجل من الصفر ولم تعد تخفيضاته الإضافية مرغوبة، قد يقوم البنك المركزي بتحفيز الاقتصاد من خلال تحويل تركيزه على القروض الطويلة الأجل. (سعر الفائدة على المدى الطويل)، ومن خلال عمليات شراء واسعة النطاق للأصول ذات آجال استحقاق متوسطة إلى طويلة الأجل، حيث يهدف البنك المركزي إلى خفض عوائدها طويلة الأجل وبالتالي خلق ضغط تصاعدي على أسعارها، مما ينبغي تشجيعا على زيادة الاستهلاك والإنفاق.

أما إذا أردنا تحليل آلية عمل سياسة التسهيل الكمي نظريا، سيكون كالآتي:

- يقوم البنك المركزي بعملية إصدار نقود جديدة وبكميات هائلة دون مقابل؛
- يستخدم البنك المركزي ما تم إصداره من نقود في شراء الموجودات المالية من سندات متوسطة و/أو طويلة الأجل من المؤسسات المالية والبنوك التجارية؛
- يؤدي الإجراء المذكور أعلاه إلى توفير السيولة لدى المصارف والمؤسسات المالية مع تراجع معدلات الفائدة طويلة الأجل في السوق المالية؛
- انخفاض معدلات الفائدة في الأسواق المالية التي يرافقها توفر السيولة لدى البنوك، تدفع بها إلى العودة إلى وظائفها التقليدية والمتمثلة أساسا في إقراض المشروعات الاستثمارية والأفراد؛

- بتوفير المزيد من الائتمان تتوسع المشروعات وبالتالي يتمكن أصحاب الشركات من توظيف المزيد من اليد العاملة:

- في الأخير يزداد الطلب الكلي مما يؤدي إلى ارتفاع في معدل النمو الاقتصادي وبالتالي ينتعش الاقتصاد.

إلا أنه في الواقع المعاش قد تقل فعالية هذه الأداة في بعض الأحيان، فكما هو متعارف، أن الزيادة في عرض النقود يشجع على الاستهلاك وزيادة الطلب على السلع والخدمات وهذا يؤدي إلى ارتفاع الأسعار، الأمر الذي يترتب عليه زيادة في معدلات التضخم، في هذه الحالة ومن أجل تقليل نسبة التضخم، تضطر البنوك المركزية لرفع معدلات الفائدة، لكن رفع معدل الفائدة يعني تقليل معدل الإقراض وبالتالي يقل عرض النقود في السوق وهذا يعني عودة الأمور إلى أولها.

في مثل الحالة السابقة، أنه عندما تتدخل البنوك المركزية لتخفيض نسبة التضخم، تعمل على رفع معدل الفائدة بنسبة قليلة جدا لا تؤثر على دافعية المؤسسات والأفراد في طلب القروض وبذلك يكون الرفع في سعر الفائدة سببا في تقليل نسبة التضخم من دون التأثير بصورة كبيرة على معدل الإقراض. علاوة على ذلك، أن باستطاعة البنوك المركزية زيادة المعروض النقدي من خلال شراء الأصول وسندات الدين من البنوك لكنها لا تستطيع إجبار المؤسسات أو الأفراد على طلب القروض وفي مثل هذه الحالة لا يكون للتسهيل الكمي أي فعالية، وهذا ما حدث سنة 2008، لما بدأ الاحتياطي الفيدرالي برنامج التسهيل الكمي زاد في عرض النقود واستخدمها في شراء الأصول المالية من البنوك، إلا أن البنوك احتفظت بالسيولة كاحتياطات لديها وبالتالي لم يؤدي التسهيل الكمي في ذلك الوقت ما كان منتظر منه. (Annette & Arvind, 2011, p. 7)

2.1 الخلفية التاريخية لسياسة التسهيل الكمي

يعود انتهاج سياسة التيسير الكمي إلى أزمة الكساد خلال الفترة (1929-1933) حين تم تطبيقها لأول مرة سنة 1932 من قبل الرئيس الأمريكي روزفلت، أين تم اللجوء إلى طبع كتلة نقدية ليس لها مقابل في جانب الخصوم في ميزانية الاحتياطي الفدرالي، من أجل ضخها في الاقتصاد الأمريكي كإجراء من شأنه أن يحد من أزمة الذعر التي تشهدها المصارف الأمريكية في سحب الودائع من طرف الأعوان الاقتصاديين، إلا أن ما ميز عملية التيسير الكمي في هاته الفترة هو أنه تم تطبيقها لأول مرة في التاريخ الاقتصادي الحديث، وقد جاءت في فترة التخلي عن النظام النقدي-الصرف بالذهب- سنة 1932 والتحول نحو نظام الإصدار الحر، الذي يستوجب عطاء الكتلة النقدية، وليس له حدود في الإصدار النقدي الورقي" (محمد و ميلود ، 2018 ، صفحة 252)

بينما يرى ريان كولينس وآخرون (2013)، أن استخدام التيسير الكمي يعد تفعيلًا 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 والأفراد (Ryan-Collins, Werner, & al, 2013, p. 11)

أما عن بليندر (2010) فيعتقد أن مصيدة السيولة هي الأساس المفاهيمي للتسهيل الكمي حيث يرى أن 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, p. 465)

وفي ما يتعلق بالتنفيذ العملي، يرى بعض الاقتصاديين أن علاماته الأولى ظهرت في اليابان فتم تطبيق هذه السياسة لأول مرة عندما تعاملت اليابان مع انفجار الفقاعة العقارية والضغط الانكماشية خلال فترة التسعينات. (Joyce, Miles, & al, 2012, p. 274) ومع انخفاض أسعار الفائدة في أسواق المال اليابانية نحو الصفر، أصبح بنك اليابان أول من يغامر باستخدام سياسة نقدية غير مألوفة توصف بأنها التسهيل الكمي. وأعلن أنه سيزيد ميزانيته العمومية وسيشتري الأصول مباشرة، بما في ذلك المشتريات المباشرة للسندات الحكومية (Wieland, 2010, p. 360)

تم تقديم عبارة "التيسير الكمي" للإشارة إلى تحول في التركيز نحو استهداف متغيرات الكمية ومع وصول أسعار الفائدة إلى حد الصفر الأدنى، كان بنك اليابان يهدف إلى شراء الأوراق المالية الحكومية من القطاع المصرفي وبالتالي تعزيز مستوى الاحتياطيات النقدية التي تحتفظ بها البنوك في النظام. وكان الأمل هو أنه من خلال استهداف مستوى مرتفع بالقدر الكافي من الاحتياطيات، فإن هذا سوف يمتد في نهاية المطاف إلى الإقراض في الاقتصاد الأوسع، مما يساعد في رفع أسعار الأصول وإزالة القوى الانكماشية (Joyce, Miles, & al, 2012, p. 274) وبتاريخ 19 مارس 2001 تم اعتماد بنك اليابان لسياسة التسهيل الكمي فعليًا من لمواجهة الركود الذي طالها بداية من سنة 2001 إلى غاية 2013، (Wieland, 2010, p. 355).

أما عن البنك المركزي الأوروبي، فقد أدت الضغوط داخل منطقة اليورو خاصة في عامي 2011 و 2012، إلى تدفق كبير جدًا لودائع اليورو من البنوك في بعض الدول وإلى البنوك في دول منطقة اليورو الأخرى، لذلك كان على البنك المركزي الأوروبي تخفيف صعوبات التمويل من خلال تخفيف شروط الائتمان (Joyce, Miles, & al, 2012, p. 277)

مع بدء عمليات السيولة من قبل البنك المركزي الأوروبي، شهد شهر أوت 2007 المرحلة الأولى من الأزمة المالية العالمية، وازدادت حدة عندما انهار بنك ليتمان براذرز في شهر سبتمبر 2008 مما أثر على كل من أوروبا في أوائل عام 2009 بقدر ما أثر على الولايات المتحدة في أواخر عام 2008 أين أعلن الاحتياطي الفيدرالي انتهاجه لسياسة التسهيل الكمي في 25 نوفمبر 2008 (Lane, 2012, p. 55)

منذ ذلك الحين، اعتمد بنك الاحتياطي الفيدرالي، والبنك المركزي الأوروبي، وبنك إنجلترا سياسات مماثلة أدت أيضاً إلى زيادات كبيرة في ميزانياتهم العمومية، على الرغم من وجود اختلافات كبيرة فيما بينهم. ومع اليابان من حيث كيفية تنفيذ التيسير الكمي والسياسات غير التقليدية الأخرى (Joyce, Miles, & al, 2012, pp. 279-282)

والفرق الرئيسي بين برامج شراء الأصول المختلفة؛ هو أن بنك الاحتياطي الفيدرالي وبنك إنجلترا وبنك اليابان استهدفوا كميات كبيرة من مشتريات الأصول، في حين ركز البنك المركزي الأوروبي بشكل أساسي على تخفيف موقف سياستهم النقدية لتوفير القروض طويلة الأجل بشكل مرن. (Kenourgios, Papadamou, & al, 2015, p. 114)

من كل ما تقدم، يمكن القول أن التسهيل الكمي ليس نهجا جديدا؛ فقد لوحظت أولى علاماته في اليابان سنة 1999، وفي وقت لاحق مع الموجة الأولى من التيسير الكمي في عام 2001 والتي تم إنهاؤها في عام 2006. وسرعان ما تبع اليابان بلدان أخرى. فقد خفضت كل من الولايات المتحدة والمملكة المتحدة أسعار الفائدة الرسمية ونفذت برامج سياسة التيسير الكمي في عام 2009. كما تبنت منطقة اليورو أيضاً التيسير الكمي إلى جانب أدوات السياسة النقدية غير التقليدية الأخرى ولكن بطريقة مختلفة بعض الشيء.

في ذات السياق، تم اعتماد برنامج تيسير كمي مماثل للبرنامج الذي تبنته الولايات المتحدة والمملكة المتحدة بعد 6 سنوات في جانفي 2015 مع تقديم برنامج شراء الأصول الموسع. أعادت اليابان تقديم برنامج التيسير الكمي مع التيسير النقدي الشامل في أكتوبر 2010.

وبالتالي فالتسهيل الكمي، تم استخدامه من قبل بنك الاحتياطي الفيدرالي في ثلاثينيات القرن العشرين، وبنك اليابان في التسعينيات ثم بداية من 2001، ومؤخراً من قبل بنك إنجلترا وفي العديد من دول العالم.

3.1 أهداف سياسة التسهيل الكمي

يرى فاولي ونلي (2013)؛ أن من أهداف سياسة التسهيل الكمي تخفيض معدلات الفائدة طويلة الأجل، ويبرز ذلك من خلال قيام البنوك المركزية بشراء السندات الائتمانية المتوسطة وطويلة الأجل وهو الأمر الذي يؤدي إلى تقليل أسعار الفائدة المقابلة لها. (Fawley & Neely, 2013, p. 55)

بينما يضيف كل من أرفيند وأنيت (2011)؛ أنه قد تتعرض أسعار السندات لخطر التغيرات في سعر الفائدة وذلك خلال طول مدة السند، واعتبارات سياسة التسهيل الكمي في هذا الشأن، هو التقليل من هذه المخاطر، وعلى السندات السيادية بوجه الخصوص، التي تؤثر إيجابيا على العائد من السندات التجارية والاستثمارية، بالإضافة إلى التقليل من مخاطر التخلف عن السداد (علاوة المخاطر)، مما يؤثر إيجابيا على العائد من السندات التجارية وبالتالي يشجع المستثمرين على تداولها وخلق سيولة مناسبة في السوق. (Annette & Arvind, 2011, pp. 7-8)

في حين يعتبر بعض الاقتصاديين أن الإفلاس وعدم قدرة المقترضين على الوفاء بالتزاماتهم المالية اتجاه المقترضين، من أهم مظاهر الأزمات المالية، إلا أن انتهاج سياسة التسهيل الكمي يعمل على تحييد هذا الأثر، وفق ما توفره كخطة إنقاذ مالية للمؤسسات القابلة للإفلاس والحفاظ على أصولها من الانهيار واستعادة الثقة المصرفية للأسواق المالية، والحد من انتقال تداعيات ذلك إلى مناطق أخرى من العالم في ظل العولمة المالية وترابط الأسواق المالية العالمية. (Bernardo, Luis, & al, 2019, p. 55)

في المقابل، يبقى البنك المركزي يهدف من خلال سياسة التسهيل الكمي إلى زيادة معدل التضخم المتوقع لتخفيض معدل الفائدة الحقيقي، حتى يتمكن الأفراد والشركات من الرفع من مستوى حجم الاستهلاك والتوجه لسوق الاستثمار الحقيقي. (Kapetanios et al., 2012, p. 319)

4.1 آلية انتقال قنوات التسهيل الكمي

الغرض من التيسير الكمي هو جعل التضخم وتوقعاته تتماشى مع هدف البنك المركزي وتحفيز النمو الاقتصادي، وخفض البطالة. وبقدر ما تتوقع الأفراد والشركات التأثيرات المرغوبة للتيسير الكمي على أسعار الفائدة المستقبلية أو التضخم، قد يستجيب الوكلاء الاقتصاديون بطريقة يؤدي الإعلان عن التيسير الكمي إلى استقرار الاقتصاد بالفعل.

على النحو تم تصميم المحفزات الناجمة عن التيسير الكمي للتأثير بشكل إيجابي على الاقتصاد. حيث تنقسم قنوات التيسير الكمي عموماً في الأدبيات الاقتصادية إلى ثلاث قنوات: الإشارات، وإعادة توازن المحفظة، وعلاوة السيولة (Bailey, Bridges, & al, 2020, p. 8)

وضح بيلي وآخرون (2020) بخصوص هذا الشأن: أنه عندما يعلن البنك المركزي عن نيته القيام بالتسهيل الكمي، فإنه يعلن أيضاً عن جدول زمني، أي القيمة الإجمالية للسندات التي سيتم شراؤها وعلى مدى أي فترة، ونظراً لأن أسعار الفائدة الطويلة ترتبط ارتباطاً وثيقاً بالمسار المتوقع لأسعار الفائدة قصيرة الأجل، فإن الأسواق تنظر إلى مثل هذا الإعلان باعتباره التزاماً بتخفيف السياسة النقدية لفترة طويلة، وتبدأ العائدات في الانخفاض في تاريخ الإعلان، وهذه هي قناة الإشارة، وليس عندما يبدأ البنك المركزي نشاطه بشراء السندات. (Bailey, Bridges, & al, 2020, pp. 8-9)

فسياسة التسهيل الكمي يمكن أن يكون لها تأثير مفيد في خفض عوائد السندات طويلة الأجل فقط، إذا كانت هذه السياسة بمثابة التزام موثوق به من قبل البنك المركزي للحفاظ على أسعار الفائدة منخفضة حتى بعد تعافي الاقتصاد.

ومثل هذا الالتزام يمكن تحقيقه عندما يقوم البنك المركزي بشراء كمية كبيرة من الأصول طويلة الأجل في التيسير الكمي. إذا رفع البنك المركزي أسعار الفائدة، فإنه يأخذ خسارة على هذه الأصول. (Clouse & Dale, 2003, p. 3)

في الجانب الآخر من معاملات السندات، يوجد بائعون مثل صناديق سوق المال أو صناديق التقاعد. حيث ستعملون بشكل عام على إعادة استثمار عائدات من خلال بيعها وشراء أصول أخرى ذات عوائد أعلى مثل الأسهم أو العقارات. وسوف تؤدي هذه العملية بدورها إلى خفض عائدات فئات الأصول الأخرى، مما يجعل الأسر التي تمتلك هذه الأصول أكثر ثراءً وقدرة على إنفاق المزيد. وهذه هي قناة إعادة توازن المحفظة. (Bailey, Bridges, & al, 2020, p. 8)

أما القناة الثالثة فهي علاوة السيولة: يحتاج مستثمر السندات في بعض الأحيان إلى بيع بعض السندات التي يحتفظ بها، ويسمى خطر عدم العثور على مشتري راغب في الوقت المحدد بعلاوة السيولة. حيث يتم دمج علاوة السيولة هذه في سعر السندات.

ولما أصبح البنك المركزي مشترياً راغباً لكميات كبيرة من السندات، الأمر الذي قلل من علاوة السيولة. حيث تعتمد قناة السيولة على وجود سوق أو احتكاك معلوماتي، مما يخلق دوراً لمشتريات أصول البنك المركزي في تشجيع التداول وخفض علاوات السيولة في سوق معينة (Joyce, Lasoosa, & al, 2011, p. 55) من خلال تلبية الطلب المتزايد على الأصول الآمنة والسائلة من قبل القطاع المصرفي والعمل كبديل لضمانات القطاع الخاص

فضلاً عن ذلك يرى أرفيند ومن معه (2011) أنه توجد قنوات أخرى على خلاف القنوات الرئيسية تعمل على نقل سياسة التسهيل الكمي للاقتصاد، وعددها في الآتي:

1.4.1 قناة السيولة

تتضمن سياسة التسهيل الكمي شراء أوراق مالية طويلة الأجل والدفع عن طريق زيادة الأرصدة الاحتياطية. تعتبر الأرصدة الاحتياطية أصولاً أكثر سيولة من الأوراق المالية طويلة الأجل. وبالتالي، فإن التيسير الكمي يزيد من السيولة في أيدي المستثمرين وبالتالي يقلل علاوة السيولة على السندات الأكثر سيولة.

ومن المهم التأكيد على أن هذه القناة تعني زيادة في عوائد سندات الخزنة. أنه من المعتقد عادة أن سندات الخزنة تحمل علاوة سعر السيولة، وأن هذه العلاوة كانت مرتفعة خلال فترات تفاقم الأزمة. ومن المتوقع أن يؤدي التوسع في السيولة إلى تقليل علاوة السيولة وزيادة العائدات.

وبالتالي تتنبأ هذه القناة بأن التسهيل الكمي يؤدي إلى رفع العائدات على الأصول الأكثر سيولة كسندات الخزنة، مقارنة بالأصول الأخرى الأقل سيولة. (Annette & Arvind, 2011, p. 6)

2.4.1 قناة السلامة المميزة (الأمان)

ويقدم أرفيند وأنيت (2011) دليلاً على وجود عملاء مهمين بشأن الأصول الآمنة طويلة الأجل (أي ذات مخاطر التخلف عن السداد القريبة من الصفر) التي تخفض العائدات على هذه الأصول. وتأتي الأدلة من ربط الفارق بين سندات الوكالة (سندات Baa وسندات Aaa)⁽¹⁾ بالتباين في المعروض من سندات الخزنة طويلة الأجل، على مدى الفترة من عام 1925 إلى عام 2008. ويذكرون أنه عندما يكون هناك عدد أقل من سندات الخزنة طويلة الأجل، فإن ومع انخفاض الأصول الآمنة على المدى الطويل لتلبية متطلبات العملاء، يرتفع الفارق بين سندات Baa و Aaa. ويمكن اعتبار قناة الأمان بمثابة وصف للموطن المفضل للمستثمرين، ولكنها تنطبق فقط على مساحة الأصول الآمنة. (Annette & Arvind, 2011, p. 6)

وبالتالي يؤدي التسهيل الكمي الذي يشمل سندات الخزنة والوكالات إلى خفض العائدات على الأصول الآمنة للغاية، مقارنة بالأصول الأقل أماناً مثل سندات الشركات ذات الدرجة المنخفضة أو السندات التي تنطوي على مخاطر الدفع المسبق مثل سندات الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري.

1- " هناك ثلاثة أنواع من التصنيفات المستخدمة في سوق الأوراق المالية Aaa و Aa و BBB تشير تقييمات Aaa و Aa إلى أن الأمان يعتبر آمناً للغاية وليس لديه فرصة تذكر للتخلف عن السداد. تشير تقييمات BBB وما دونها إلى أن هناك فرصة أكبر للتخلف عن السداد، ولكن لا تزال هناك مخاطر منخفضة للغاية. عادةً ما يتم حجز تصنيفات BBB وما دونها للأوراق المالية التي تعتبر أقل من المتوسط من حيث المخاطر."

3.4.1 قناة مخاطر الدفع المسبق

مخاطر الدفع المسبق للرهن العقاري تحمل علاوة مخاطر إيجابية، وأن هذه العلاوة تعتمد على كمية مخاطر الدفع المسبق التي يتحملها مستثمرو الرهن العقاري. حيث تؤدي مشتريات سندات الرهن العقاري إلى خفض عوائد سندات الرهن العقاري مقارنة بعوائد سوق السندات الأخرى. (Annette & Arvind, 2011, p. 5)

4.4.1 قناة المخاطر الافتراضية (عدم السداد)

تحمل السندات ذات الدرجة المنخفضة (مثل السندات Baa) مخاطر افتراضية أعلى من سندات الخزنة. إذا نجح التيسير الكمي في تحفيز الاقتصاد، فيمكننا أن نتوقع انخفاض المخاطر الافتراضية للشركات، وبالتالي ستنخفض أسعار الفائدة للسندات Baa. علاوة على ذلك، فأن نفور المستثمرين من المخاطرة سوف ينخفض مع تعافي الاقتصاد، مما يعني ضمناً انخفاض علاوة مخاطر التخلف عن السداد. (Annette & Arvind, 2011, p. 8)

5.4.1 قناة التضخم

بقدر ما يكون التيسير الكمي توسعياً فإنه يزيد من توقعات التضخم، ومن المتوقع أن يكون لذلك تأثير على أسعار الفائدة. بالإضافة إلى ذلك، يرى بعض المختصين أن التيسير الكمي قد يزيد من المخاطر الإضافية المحيطة بالتضخم. (أي أنه في بيئة يكون فيها المستثمرون غير متأكدين من تأثيرات السياسة على التضخم)، قد تؤدي الإجراءات السياسية إلى قدر أكبر من عدم اليقين بشأن نتائج التضخم. وزعم آخرون بأن التسهيل الكمي تقلل من حالة عدم اليقين، بمعنى أنه يكافح بفعالية احتمال حدوث دوامة انكماشية. (Annette & Arvind, 2011, p. 9)

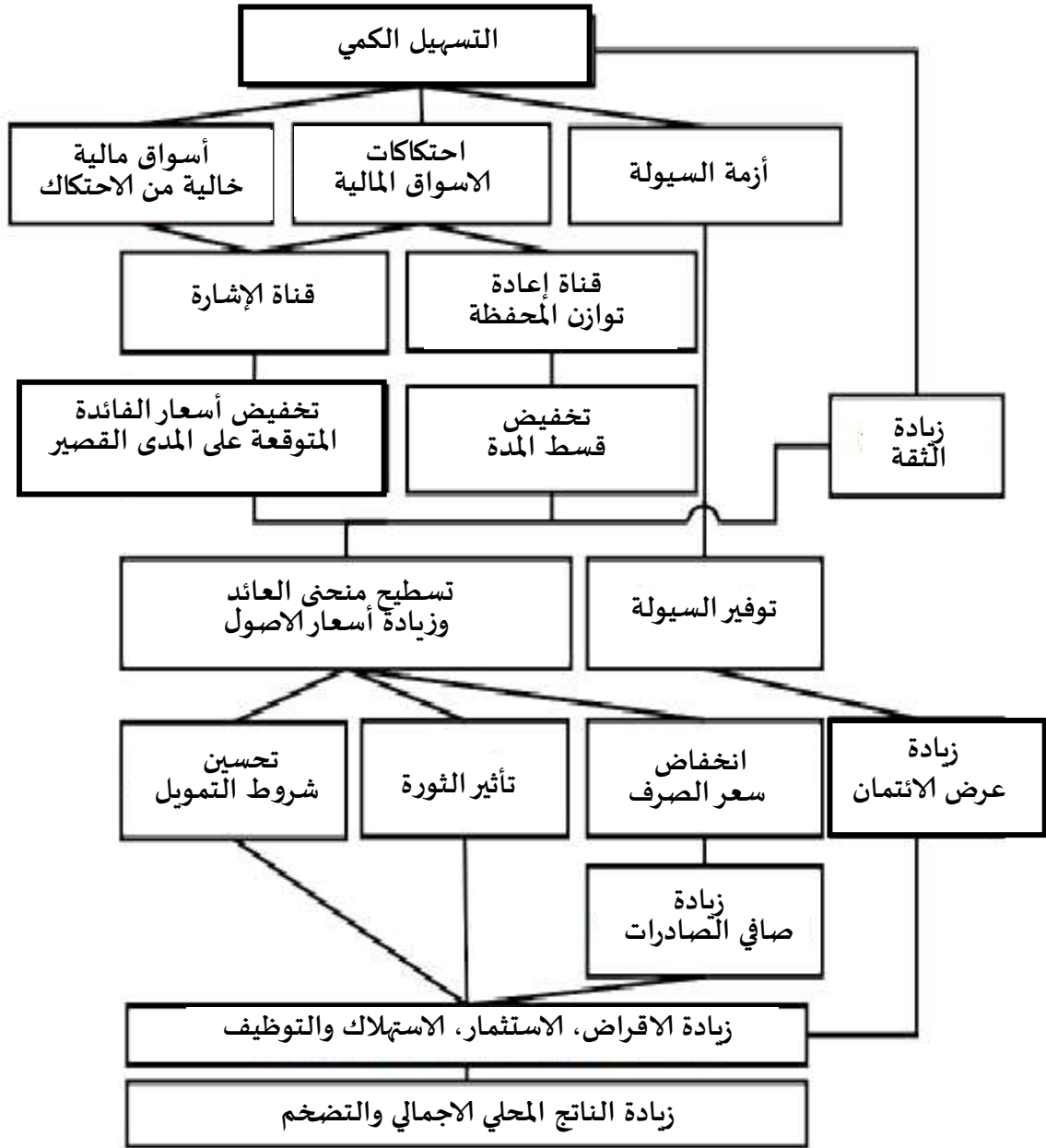
وبالتالي فإن ارتفاع عدم اليقين بشأن التضخم سيؤدي أيضاً إلى زيادة عدم اليقين في أسعار الفائدة والتقلبات الضمنية، وعلى هذا النحو فإن قناة التضخم تتنبأ بما يلي:

- يزيد التيسير الكمي سعر مقايضات التضخم وكذلك توقعات التضخم مقاسة بالفرق بين عوائد السندات الاسمية و السندات الحكومية المحمية من التضخم.

ثانياً. قد يؤدي التيسير الكمي إلى زيادة أو تقليل عدم اليقين في أسعار الفائدة مقاساً بالتقلبات الضمنية على عمليات المبادلة.

ولتوضيح آلية انتقال أثر التسهيل الكمي عبر قنواته للاقتصاد، نستعين بالشكل الموالي الذي سيتبعه شرحاً مسهباً بهذا الأن.

شكل رقم (1.3): قنوات نقل أثر التسهيل الكمي للاقتصاد



المصدر: اعداد الطالب بالاعتماد على (Gern, Jannsen, & al, 2015, p. 208)

بعض المؤسسات المالية مثل صناديق التقاعد أو شركات التأمين على الحياة ملزمة قانونًا بالاستثمار في قطاعات محددة من السوق. ويميل آخرون، مثل البنوك التجارية، إلى النفور من الاحتفاظ بسندات طويلة الأجل بسبب مخاطر السيولة والأسعار التي تنشأ عندما يتم بيع هذه الأصول قبل تاريخ استحقاقها.

عادة، يشتري المستثمرون السندات خارج قطاعهم المفضل من السوق فقط إذا وجدوا أنفسهم يحصلون على تعويض من خلال علاوات الأجل وبالتالي، فإن الأسواق المالية مجزأة، بمعنى أن السندات القصيرة والطويلة الأجل تشكل بدائل غير كاملة.

علاوة على ذلك، تنعكس فروق المخاطر المحتملة للأصول المختلفة في علاوات المخاطر. يمكن أن يؤثر التيسير الكمي على منحى العائد وعلاوات المخاطر بشكل رئيسي من خلال قنوات الإشارات وإعادة توازن المحفظة. وفي حين أن الأول يؤثر على أسعار الفائدة قصيرة الأجل المتوقعة في المستقبل، فإن قناة إعادة توازن المحفظة تؤثر على أقساط التأمين على الحياة وأقساط المخاطر.

ترتبط قناة الإشارة ارتباطًا وثيقًا باستراتيجيات الاتصال التوجيهية المستقبلية التي استخدمتها البنوك المركزية للتأثير على توقعات المشاركين في السوق فيما يتعلق بأسعار الفائدة قصيرة الأجل المستقبلية.

مع التوجيهات المستقبلية، يعلن البنك المركزي أنه يعتزم إبقاء أسعار الفائدة قصيرة الأجل منخفضة لفترة طويلة من الزمن. وإذا كان من المتوقع أن تظل أسعار الفائدة قصيرة الأجل منخفضة لفترة أطول من الظروف الاقتصادية، فإن ذلك يتطلب انخفاض أسعار الفائدة طويلة الأجل، مما يؤدي إلى زيادة النشاط الاقتصادي والتضخم.

تعتمد هذه الاستراتيجية على مصداقية إعلانات البنك المركزي. وتؤدي مشكلات عدم الاتساق الزمني إلى إضعاف مصداقية البنك المركزي: بمجرد تحسن الظروف الاقتصادية، قد يميل صناع السياسة النقدية إلى الانحراف عن المسار المعلن وزيادة أسعار الفائدة بدلاً من ذلك. وفي هذا السياق، فإن التيسير الكمي يعزز مصداقية البنك المركزي لإبقاء أسعار الفائدة منخفضة لفترة طويلة من الزمن لأن الخروج المبكر من هذه الاستراتيجية من شأنه أن يؤدي إلى خسائر للبنك المركزي.

قد ينظر المشاركون في السوق أيضًا إلى عمليات شراء تشمل الأصول على أوسع نطاق باعتبارها إشارة إلى مدى سوء الوضع الاقتصادي وأن السياسات النقدية التوسعية بشكل غير عادي ستظل قائمة لبعض الوقت في المستقبل.

أما بخصوص قناة إعادة توازن المحفظة؛ إذا كانت السندات قصيرة الأجل وطويلة الأجل بدائل غير كاملة، فإن العرض النسبي للسندات القصيرة والطويلة يؤثر على منحى العائد وأسعار السوق.

من خلال شراء السندات الحكومية طويلة الأجل، يقوم البنك المركزي بتخفيض أقساط التأمين. فتتأثر العائدات على الأصول المماثلة، يحاول حينها المستثمرون شراءها بمجرد إدراج السندات الحكومية في الميزانية العمومية للبنك المركزي.

بالإضافة إلى ذلك، قد يدفع انخفاض العائدات بعض المستثمرين إلى التحول إلى الأصول الأكثر خطورة ذات عوائد أعلى، كما يمكن للبنوك المركزية شراء أصول القطاع الخاص مباشرة (مثل الأوراق المالية المدعومة بالأصول، والأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري، وسندات الشركات). ومن الواضح أن هذه الأصول ليست بدائل مثالية لكل من الأموال والسندات الحكومية لأنها تمثل عادة استثمارات أكثر خطورة. فتؤدي مشتريات البنك المركزي من أصول القطاع الخاص إلى خفض علاوات مخاطر السوق بشكل مباشر.

ومن جانب وصف التمويل البنكي؛ ستكون البنوك أكثر قلقاً بشأن قدراتها على إعادة التمويل في أوقات الضائقة المالية مع محدودية سيولة السوق المحدودة للغاية، وبالتالي تميل إلى أن تكون أكثر حذراً بشأن إقراض الأموال.

فإذا تمكنت البنوك من بيع أصول طويلة الأجل إلى البنك المركزي والحصول على أصول عالية السيولة، فإن استعدادها لمنح القروض قد يتأثر بشكل إيجابي.

على هذا النحو، تتسبب قنوات الإشارات وإعادة توازن المحفظة في انخفاض أسعار الفائدة طويلة الأجل، ويترجم انخفاض أسعار الفائدة إلى انخفاض تكاليف الاقتراض وزيادة حجم الائتمان، في حين يؤدي ارتفاع أسعار الأصول إلى رفع قيمة الضمانات مما يؤثر بشكل إيجابي على شروط الاقتراض، فتؤثر تكاليف الاقتراض على القرارات الاستثمارية للشركات، وبالتالي إذا زاد الاستثمار وأدى إلى ارتفاع الطلب، فإن الناتج المحلي الإجمالي يرتفع ويرتفع معدل التضخم.

فضلاً على ذلك، فإن الأسر التي تمتلك أصولاً سوف تستفيد من الزيادة في أسعار الأصول إذا قبلت الزيادة الناجمة عن الفائدة في أسعار الأصول في مقابل زيادة ثروتها الشخصية. وفي هذه الحالة، قد يتم تحفيز الاستهلاك الخاص، مما يؤدي إلى زيادة الطلب والناتج المحلي الإجمالي.

وبطبيعة الحال، فإن تأثير الثروة هذا مجرد وهم. فبمجرد عودة أسعار الفائدة إلى طبيعتها فإن تأثير الثروة من شأنه أن يأتي بنتائج عكسية، مما يزيد من تعقيد الخروج من برامج التيسير الكمي.

يضاف إلى ما تقدم، أن انخفاض أسعار الفائدة يجعل الاستثمارات في الأصول المحلية أقل جاذبية مقارنة بالأصول الأجنبية، ومن ثم فإن التيسير الكمي يؤدي إلى تدفقات صافية لرأس المال إلى الخارج (أو يقلل من صافي تدفقات رأس المال إلى الداخل) مع انتقال المستثمرين إلى الأصول

الأجنبية التي تدر عوائد أعلى، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض سعر الصرف الأجنبي وتعزيز الصادرات وتثبيت الواردات، وفي نهاية المطاف تحفيز نمو الناتج المحلي الإجمالي والتضخم (بشكل مباشر من خلال ارتفاع أسعار الواردات وبشكل غير مباشر من خلال زيادة معدلات استخدام القدرات المحلية).

ويعتمد حجم التأثيرات التحفيزية على الناتج المحلي الإجمالي وعلى التضخم على انفتاح الاقتصاد، ولا يمكن اتخاذ قرار بشأن خفض قيمة العملة من جانب واحد، بل يعتمد على البنوك المركزية الأخرى التي تتحمل الارتفاع المقابل لعملائها، فإذا لم يكن الأمر كذلك، فقد يؤدي التيسير الكمي إلى صراعات العملة العالمية.

في المقابل، يشترط أن تكون قنوات النقل قوية بالقدر الكافي لتحفيز الناتج المحلي الإجمالي بشكل كبير، فالتيسير الكمي قد يساهم في زيادة الأسعار وبالتالي زيادة التضخم. وبقدر ما تكون هذه التأثيرات متوقعة، قد يرتفع التضخم المتوقع على الفور دون فارق زمني، الأمر الذي سيؤدي أيضاً إلى انخفاض فوري في سعر الفائدة الحقيقي المسبق.

وقد يكون لجميع هذه القنوات أيضاً تأثيرات الثقة من خلال تحسين التوقعات الاقتصادية والحد من عدم اليقين وكذا الحد من تقلبات الأسواق المالية، خاصة في أوقات الضائقة المالية فتعزيز الثقة في قطاع الأعمال قد يؤدي إلى تشجيع الإنفاق الاستثماري مما يجعله يساهم أيضاً في تقليل علاوات المخاطر.

5.1 التسهيل الكمي؛ المخاطر المرتبطة وتطبيع السياسة

ومن السهل الإعلان عن الالتزام بالإبقاء على أسعار الفائدة منخفضة لفترة طويلة وممد، وهو مفيد بشكل خاص عندما يكون عدم اليقين مرتفعاً بشأن السياسات، ومن المرجح أن يشجع التسهيل الكمي الاستثمار طويل الأجل. ومع ذلك، فإن فعاليته تتوقف على المصادقية، ولا يكون لهذا الأسلوب قيمة إلا بقدر ما يفيد أو بقدر ما يتولد عنه من مخاطر.

1.5.1 المخاطر المرتبطة بالتيسير الكمي

لا تمثل تدخلات التيسير الكمي "وجبة غداء مجانية" ولكنها تحمل مخاطر من خلال عواقب غير مقصودة، فأغلب مخاطر التيسير الكمي تشبه تلك التي تنبع من أنظمة أسعار الفائدة المنخفضة للغاية لفترة طويلة من الزمن. وينبع هذا من حقيقة أن التيسير الكمي يهدف إلى خفض أسعار الفائدة في السوق بشكل أكبر بمجرد وصول البنوك المركزية إلى الحد الأدنى للصفر. (Gern, Jannsen, & al, 2015, p. 210)

بالإضافة إلى ذلك، لا تزال هناك درجة من عدم اليقين بشأن العواقب المترتبة على تطبيق سياسة التيسير الكمي على المدى الطويل. ومن المثير للاهتمام، أن ننظر إلى الآثار الثانوية التي يمكن أن تكون مصدراً لعدم الاستقرار المالي والتي يمكن أن تتعارض مع الأهداف التي تسعى البنوك المركزية إلى تحقيقها.

- المخاطر التي تواجه الدول الناشئة

التيسير الكمي يشجع الوكلاء الاقتصاديين على خوض المخاطر للاستثمار في الأصول ذات العائد الأعلى. ومن الممكن أن يؤدي هذا إلى هروب رؤوس الأموال نحو البلدان الناشئة التي تقدم أصولاً أكثر خطورة وأكثر ربحية. ومن الممكن أيضاً أن تصبح تدفقات رأس المال هذه مصدراً لعدم الاستقرار المالي من خلال خلق الفقاعات أو حتى من خلال إصدار قدر معين من التقلبات في الأسواق الناشئة.

وفي الواقع أن هذه التدفقات الكبيرة يمكن أن تصبح خطيرة عندما تنتهي هذه السياسة بزيادة في أسعار الفائدة الرئيسية ثم أسعار الفائدة طويلة الأجل، وهو ما يمكن أن يؤدي إلى انسحابات ضخمة من البلدان الناشئة بسبب توقعات عوائد أفضل في البلد المحلي.

في الواقع، كان لإعلان برنانكي أن الخروج من التيسير الكمي آثار كبيرة على الدول الناشئة مع انخفاض كبير في مؤشرات أسواق الأسهم وانخفاض قوي في أسعار صرف عملاتها. ونتيجة لذلك، انخفضت تدفقات رأس المال إلى البلدان الناشئة مع انخفاض الاستثمار في أسواق الأوراق المالية. (Gern, Janssen, & al, 2015, p. 210)

علاوة على ذلك، في شهر ماي 2013، بدأ المسؤولين على نظام الاحتياطي الفيدرالي الحديث لأول مرة عن إمكانية قيام البنك المركزي الأمريكي بتخفيض مشترياته من الأوراق المالية (تخفيضها تدريجياً من المعدل الشهري السائد البالغ 85 مليار دولار إلى مستوى أقل، على ما يبدو كمقدمة للتخلص التدريجي منها بالكامل). ومن المعالم البارزة التي يشير إليها العديد من المراقبين هو يوم 22 ماي 2013، عندما أثار الرئيس برنانكي إمكانية التخفيض التدريجي في شهادته أمام الكونجرس. وكان لهذا "الحديث عن التخفيض التدريجي" تأثيراً سلبياً حاداً على الظروف الاقتصادية والمالية في الأسواق الناشئة. (Eichengreen & Gupta, 2015, p. 1)

- الاعتماد على الديون

عندما تعتمد دولة ما على الاقتراض بكثافة من الأسواق، فمن الصعب عكس المسار وهذا يؤدي إلى تأخير آجال الاستحقاق (Sophie, 2016, p. 29)، فوفرة السيولة من الممكن أن تولد شكلاً من أشكال الاعتماد عليها، وهو ما يجعل الخروج من هذه السياسة النقدية وضعاً دقيقاً وصعباً.

علاوة على ذلك، فإن هذه العادة لا تشجع الدول على الإصلاح وإطلاق سياسات توسعية في الموازنة، لأن البنوك المركزية تحذف الدين العام الزائد من ميزانيته العمومية. (Clerc & Raymond, 2014, p. 206)

- خسائر في الميزانية العمومية للبنك المركزي

من خلال إعادة شراء الأوراق المالية العامة والخاصة مقابل خلق النقود، يزيد البنك المركزي من مخاطر الخسائر في ميزانيته العمومية. وبالتالي فإن هناك نوعين من المخاطر: مخاطر أسعار الفائدة، ومخاطر الائتمان.

في الواقع، إذا حافظ البنك المركزي على التزاماته، بمجرد عودة الوضع إلى "طبيعته"، تنتهي الإجراءات غير التقليدية ومن المرجح أن يرتفع سعر الفائدة الرئيسي القريب من الصفر مرة أخرى. ولذلك يقوم البنك المركزي بإعادة بيع الأوراق المالية طويلة الأجل التي تم شراؤها خلال الأزمة. ومع ذلك، فإن قيمتها تعتمد على التغيرات في أسعار الفائدة. وبالتالي، يمكن أن يتكبد البنك المركزي خسائر إذا كان سعر البيع أقل من سعر الشراء، بمعنى آخر إذا ارتفعت أسعار الفائدة طويلة الأجل. (Soumare, 2011, p. 248)

لذلك يجب على البنك المركزي أن يكون حذرا عند خفض ميزانيته العمومية، ويجب عليه تحليل الظروف التي تمكنه من عدم المساس باستقرار النظام المالي. علاوة على ذلك، يتعرض البنك المركزي أيضاً لمخاطر التخلف عن السداد من جانب متعامليه. أما في الواقع، فإن إقراض البنوك ذات الملاءة الضعيفة أو الدول المثقلة بالديون يمكن أن يكون محفوفاً بالمخاطر.

- فقدان مصداقية واستقلالية البنك المركزي

منذ اللحظة التي يعلن فيها البنوك المركزية أنه سيتخذ تدابير غير تقليدية مثل التيسير الكمي، فإن هذا يعني القول بأنه ستبقى أسعار الفائدة منخفضة (قريبة من الصفر) لفترة معينة. وهذا بالتالي يمنح الوكلاء الاقتصاديين الثقة للشروع في مشاريع طويلة الأجل. ومع ذلك، يجب على البنك المركزي أن يظل يقظاً وأن يفي بوعده. الأمر الذي جعل من رئيس البنك المركزي الألماني يقول: "إن التشكيك دائماً في القرارات المتخذة بالفعل من شأنه أن تضر بمصداقية مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي" (Fabre, 2015, p. 52)

في ذات السياق، أكد هذا الأخير في إحدى المقابلات أنه: "مع برنامج التيسير الكمي، أصبحت البنوك المركزية في النظام الأوروبي الدائن الرئيسي للدول، وحدث الخلط بين السياسة النقدية والسياسة المالية. وقد يؤدي ذلك إلى زيادة الضغوط السياسية على البنوك المركزية في قرارات

السياسة النقدية المستقبلية، خاصة مع ضعف الرغبة في إجراء الإصلاحات بشكل أكبر (Fabre, 2015, p. 52)

في حين، يسلط الاقتصادي الفرنسي باتريك أرتوس الضوء أيضًا على خطر كبير يتمثل في فقدان الاستقلال: "بشكل عام، فإن استقلال ومصادقية البنك المركزي مهددان: إذا تدخل في سياسات الميزانية، والسياسات الهيكلية، فيجب عليه تنسيق السياسة النقدية مع السياسات الاقتصادية الأخرى، وهو أمر ضروري". يتعارض مع الاستقلال" (Artus, 2015)

ولذلك فإن البنك المركزي الأوروبي يواجه تضارباً في المصالح، وهو تولى مسؤولية هدف النمو من خلال استبدال سياسات الميزانية للدول. وبالتالي، فرغم أن مكافحة التضخم تسمح لها بتأكيد استقلالها، فإن هذا يميل إلى الانخفاض من خلال البحث عن تحفيز النمو. ومع ذلك، لا يستطيع البنك المركزي الأوروبي أن يحل محل الحكومات من أجل الحد من أوجه القصور في إدارة الميزانية مما يعرضه لخطر فقدان مصداقيته واستقلاله (Fabre, 2015, p. 52)

علاوة على ذلك، قد يفقد البنك المركزي مصداقيته إذا لم يحقق أهدافه، مثل تحقيق استقرار الأسعار. فنظراً لفشلها في تحقيق معدل تضخم يقترّب من 2% لفترة طويلة، يصبح بوسع الأسر والشركات تعديل توقعاتها للتضخم نحو الأسفل. (Grégory & Alvaro, 2016)

وبالتالي، ليس رأس المال ولا الهيكل المالي للبنك المركزي هو مصدر المصادقية، بل قدرته على ملاحقة أهداف السياسة النهائية بمرونة وقوة مالية. (Cargill, 2005, p. 317)

كما يشير سوماري (2011) إلى أن الافتقار إلى المصادقية يمكن أن يؤدي إلى فقدان الثقة بين المستثمرين وإدامة علاوات المخاطر العالية. وبالتالي يمكن لهذه العوامل أن تساهم في خفض أسعار الأصول والنشاط الاقتصادي. (Soumare, 2011, pp. 248-249)

- التفاوت في الثروة وعدم المساواة

ومن الممكن أن يؤدي التيسير الكمي إلى تفاوت في الثروة، بمعنى أن هذه السياسة تؤدي إلى زيادة في أسعار الأسهم/السندات وبالتالي لا يستفيد منها سوى جزء من السكان. وبعبارة أخرى، فإن أغنى الناس سوف يصبحون أكثر ثراءً، وبالتالي اتساع الفجوة بين الأغنياء والفقراء.

فالجهاز الفاعلة الممثلة للاقتصاد الحقيقي، والأكثر احتياجاً للدعم المالي، لن تكون أول من يستفيد من آثار التيسير الكمي، فالأموال الجديدة التي تم إنشاؤها تتجه أكثر نحو تجار البنوك والمضاربين. والمستثمرين الماليين والأفراد الأكثر ثراءً. (Wood, 2014, p. 6)

ووفقاً لدراسة أجراها بول كروجمان (2013) فإن 60% من مكاسب التعافي الاقتصادي الأمريكي ذهبت، منذ عام 2009، إلى الأشخاص الذين يتجاوز دخلهم السنوي 1.9 مليون دولار، أو

0.1% من السكان. (Krugman, 2013) بالإضافة إلى ذلك، فقد تبين أن 55% من الأوراق المالية في أوروبا يملكها أغنى الأفراد، أو 5% من السكان. (Lerven, 2015, p. 24)

وبالتالي، أدت إعادة شراء الأصول من خلال سياسة التسهيل الكمي إلى زيادة عدم المساواة. ومع ذلك، فإن الشركات التي تتمتع بإمكانية الوصول إلى سوق رأس المال هي الشركات الكبرى الغنية وليس الشركات الصغيرة والمتوسطة، التي تتأثر بانكماش الائتمان والطلب. (Sophie, 2016, p. 32)

وهو ما حذر منه دراغي ماريو رئيس البنك المركزي الأوروبي، في صندوق النقد الدولي أن "استخدام الأدوات الجديدة قد يخلف عواقب مختلفة عن السياسات النقدية التقليدية، وبشكل خاص عندما يتعلق الأمر بتوزيع الثروة وتخصيص الموارد. ولذلك فمن الضروري تحديد هذه العواقب ووزنها والتخفيف منها إذا لزم الأمر" (Frankfurt, 2015)

- التوترات على المستوى السياسي

المخاطر المرتبطة بالتيشير الكمي متعددة ولكن هناك في المقام الأول بعدا سياسيا. وفي الواقع أنه مع انخفاض أسعار الفائدة يخسر الأفراد الذين لديهم مدخرات. وبالتالي فإن هذا السخط يمكن أن يشجعهم على التصويت لصالح الأحزاب المتطرفة. (Sophie, 2016, p. 33)

- تشكيل فقاعات في أسواق السندات

بما أن التيسير الكمي يتألف من ضخ الأموال بشكل جماعي إلى النظام، وهو ما يخلف تأثيراً في خفض أسعار الفائدة وتضخيم أسعار الأوراق المالية، فإن مخاطر نشوء فقاعات في السندات أو الأسهم ليست مستبعدة.

إلا أن هذه السياسة يمكن أن تولد فقاعات في أسواق السندات، فبالرغم من الانخفاض النسبي لأسعار الفائدة والطلب على هذه السندات قوي، يبقى هناك خطر صغير ولكنه مؤلم للغاية إذا تحقق، حيث يتحقق عندما تبدأ أسعار الفائدة في الارتفاع. وبالتالي في حال عودة النمو الاقتصادي بقوة وبشكل مفاجئ. ترتفع أسعار الفائدة بسرعة كبيرة وستكون الصدمة أكبر بحدوث أزمة جديدة

وبالتي يمكن القول، أنه يمكن أن يولد التيسير الكمي بعض المخاطر التي لا ينبغي الاستهانة بها، على غرار ما تم ذكره، يوجد خطر يتمثل في تأخير الإجراءات السياسية اللازمة للإصلاحات الهيكلية بسبب التسهيل الكمي الذي دعم النمو الاقتصادي إلى حد كبير من خلال خفض أسعار الفائدة. فكلما زاد مدى تحفيز السياسة النقدية التسهيلية للاقتصاد، كلما زادت قدرتها على إخفاء

المشاكل الحقيقية التي يواجهها الاقتصاد، وبدت الحاجة إلى الإصلاحات الهيكلية أقل إلحاحاً واهتماماً.

2.5.1 تطبيع السياسة النقدية

ويفسر العديد من المراقبين معنى التطبيع على أنه؛ دورة تشديدية مماثلة في وتيرتها للدورات السابقة، مثل تلك التي استمرت من عام 1994 إلى عام 1995 ومن عام 2004 إلى عام 2007، مع تأثير إعادة أسعار الفائدة إلى المستوى الذي كان يُنظر إليه على أنه طبيعي في العقود التي سبقت الأزمة. ويصف بنك الاحتياطي الفيدرالي التطبيع بأنه "خطوات لرفع سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية وأسعار الفائدة القصيرة الأجل الأخرى إلى مستويات أكثر طبيعية". ومن المرجح أن يتميز الوضع الطبيعي الجديد بانخفاض مستوى أسعار الفائدة مقارنة بالعقود التي سبقت الأزمة، وهو ما يدعو إلى اتباع نهج حذر وتدرجي لتعديل السياسة النقدية. (Brainard, 2015, p. 1)

عندما تعود الظروف المالية إلى طبيعتها ويكتسب النشاط زخماً أكبر، فسوف يتعين سحب التحفيز النقدي بما يتماشى مع الحفاظ على الاقتصاد عند الإمكانيات المحتملة وتجنب التضخم. وعلى الرغم من أن هناك قضايا تقنية معقدة، فإن البنوك المركزية لديها أدوات كافية للسيطرة على الظروف النقدية أثناء الخروج. (Vladimir et al., 2009, p. 28)

إن وضع استراتيجيات واضحة وفعالة للخروج من إجراءات السياسة النقدية الاستثنائية، التي تنطوي على تفكيك التدابير غير التقليدية والعودة إلى إدارة أسعار الفائدة ليلية واحدة باعتبارها الأداة الرئيسية للسياسة النقدية، سيكون أمراً أساسياً لضمان العودة السلسة إلى أداء السوق الطبيعي. وينعكس التوسع الكبير في الميزانيات العمومية للبنوك المركزية في نمو احتياطات البنوك، مما يعزز المخاوف من أن السيولة الفائضة يمكن أن تتحول إلى نمو ائتماني سريع وتؤدي إلى التضخم مثل هذه المخاوف ليس لها ما يبررها في هذه المرحلة من الدورة الاقتصادية، وخاصة بسبب الفجوات الكبيرة والمتزايدة في الناتج، إلى جانب نقص رأس مال البنوك وتشديد معايير الإقراض المصرفي. ومع ذلك، فمن الضروري أن تضع البنوك المركزية خططاً تحقق خروجاً سلساً وفي الوقت المناسب من إجراءات السياسة الاستثنائية لضمان العودة السلسة إلى الوساطة الائتمانية الخاصة ومنع التضخم. (Vladimir et al., 2009, p. 29)

ومن أجل الحد من المخاوف بشأن التضخم ومخاطر سحب السيولة قبل الأوان في حين لا يزال التعافي هشاً، فسوف تحتاج السلطات النقدية إلى توصيل استراتيجيات الخروج الخاصة بها إلى الأسواق بوضوح، وعند النظر في الخروج من إجراءات السياسة النقدية الاستثنائية، تبرز عدة قضايا مفاهيمية على النحو الآتي: (Vladimir et al., 2009, p. 29)

- هل يشكل حجم الميزانيات العمومية للبنوك المركزية قبل الأزمة دليلاً لحجمها المناسب مع تحقيق الخروج، وإذا كان الأمر كذلك، فما مدى سرعة انكماش الميزانيات العمومية من دون تفويض التوازن بين استدامة التعافي الاقتصادي والحد من ضغوط التضخم؟
- هل تستطيع البنوك المركزية التحكم في أسعار الفائدة على الرغم من أن ميزانياتها العمومية تظل أكبر كثيراً مما كانت عليه قبل الأزمة؟
- هل هناك إجراءات معينة اتخذتها البنوك المركزية خلال الأزمة والتي من شأنها أن تتراجع تلقائياً مع تحسن الظروف المالية؟
- إلى جانب عمليات التفكيك الذاتي، هل من الممكن تشديد السياسة النقدية من خلال الإحلال على جانب الالتزامات بدلاً من تقليص ميزانيات البنوك العمومية؟
- إذا كانت الميزانيات العمومية للبنوك المركزية بحاجة إلى الانكماش، فما هي أفضل السبل لتحديد أولويات مبيعات الأصول دون تفويض التعافي الاقتصادي؟
- كيف يتم حماية البنوك المركزية من الخسائر؟

قد يكون من المفيد أن تحتفظ البنوك المركزية ببعض الأصول حتى تاريخ الاستحقاق، حتى لو كان ذلك يعني ضمناً توسيع ميزانياتها العمومية لفترة طويلة من الزمن. فقد أدت الإجراءات السياسية الاستثنائية التي اتخذتها البنوك المركزية في سياق الأزمة إلى الاستحواذ السريع على الأصول، وهو ما انعكس في توسع الاحتياطيات على جانب الالتزامات في ميزانياتها العمومية. وفي حين أدى اللجوء إلى التدابير غير التقليدية إلى تعريض البنوك المركزية لمخاطر ائتمانية أكبر، إلى الحد الذي كانت فيه تدابير السياسة هذه تهدف إلى تخفيف الضغوط في أسواق الائتمان الفردية، فقد تختار البنوك المركزية مواصلة عملياتها، على الرغم من أنها تعمل على نطاق أوسع لتشديد القيود. الظروف النقدية .

في حين أن بعض التدابير غير التقليدية سوف تتراجع بشكل طبيعي مع عودة ظروف السوق إلى طبيعتها، فإن التدابير الأخرى التي تركز على شراء الأصول الأطول أجلاً بطبيعتها والأقل سيولة قد يكون من الصعب تنفيذها. وإذا تم بيع هذه الأصول قبل أن تتعافى الأسواق ذات الصلة، فقد تتكبد البنوك المركزية خسائر مالية كبيرة. ومن المرجح أن تكون المشكلة أكبر بكثير بالنسبة لبعض الأصول، مثل الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري وسندات الوكالات، حيث أصبحت البنوك المركزية، ولا سيما بنك الاحتياطي الفيدرالي، تهيمن على السوق، مقارنة بالأصول الأخرى، ولا سيما سندات الخزنة، حيث السوق عميقة ومستقرة. وتعتبر مشتريات البنوك المركزية صغيرة نسبياً باستثناء المملكة المتحدة. وسوف يحدد تكوين أصول البنك المركزي جزئياً النهج الذي سيتم اتباعه

عندما يتحول ميزان المخاطر نحو مخاوف أكبر بشأن التضخم، يمكن للبنوك المركزية أن تتحول نحو تشديد موقف السياسة النقدية من خلال إدارة الالتزامات، على الرغم من توسع الميزانيات العمومية للبنوك والاحتياطيات الكبيرة في النظام المصرفي. (Vladimir et al., IMF STAFF POSITION NOTES, 2009, p. 30)

الجديد بالذكر في هذا الشأن، أن من بين النتائج الثانوية للائتمان القوي والتيسير الكمي من قبل البنوك المركزية، التراكم السريع للاحتياطيات الإجمالية في النظام المصرفي، فإذا تصاعدت المخاوف بشأن التضخم، من الممكن أن تبدأ البنوك المركزية في رفع أسعار الفائدة حتى لو كانت ميزانياتها العمومية أعلى بكثير من مستويات ما قبل الأزمة.

وبالتالي، إدارة الاحتياطيات الفائضة تسمح للبنوك المركزية بالتحكم في أسعار الفائدة الأساسية، مع إضفاء الطابع الرسمي على استراتيجيات الخروج من التدابير غير التقليدية، على الرغم من أنه قد يكون هناك مجال لتصفية مخزون سندات الخزنة في الميزانيات العمومية للبنوك المركزية وامتصاص الاحتياطيات الفائضة قبل رفع أسعار الفائدة، فإن تفكيك التدابير غير التقليدية وسوف تحتاج أسواق الائتمان المحددة إلى تحديد توقيت مناسب لإصلاح هذه الأسواق.

وفيما يتعلق بإلغاء التدابير غير التقليدية، فإن العمليات الائتمانية قصيرة الأجل، بدأت بالفعل في التراجع بشكل طبيعي مع عودة ظروف السوق إلى طبيعتها. وتحسنت الظروف المالية، مما جعل برامج البنك المركزي غير جذابة على نحو متزايد، لا سيما وأن مرافق الإقراض توفر السيولة بعلاوة فوق سعر الفائدة الرئيسي أو مع تطبيق خصم كبير على الضمانات المطلوبة. وقد جعل هذا الإقراض بين البنوك خياراً أكثر جاذبية، وقلصت البنوك من لجوئها إلى توفير السيولة من البنوك المركزية، على الرغم من أن المستويات المستحقة في ظل مختلف التسهيلات القديمة والجديدة لا تزال أعلى بكثير مما كانت عليه قبل الأزمة. وتقلصت مقايضات العملات لدى البنوك المركزية مع تحسن التمويل بالدولار في الأسواق غير الأمريكية. وعلى نحو مماثل، انخفض اللجوء إلى نافذة الخصم، في حين لم يتم الوصول إلى بعض مرافق الطوارئ التابعة لبنك الاحتياطي الفيدرالي، بما في ذلك صندوق تنمية الصادرات وصندوق الائتمان المدخر، في الأشهر الأخيرة، كما انخفض المبلغ المستحق بموجب برنامج المساعدة المالية، والاستثناء الوحيد هو منطقة اليورو، حيث اغتنمت البنوك في أواخر يونيو الفرصة لتأمين الائتمان لمدة عام واحد الذي قدمه البنك المركزي الأوروبي بسعر فائدة واحد في المائة فقد ثبت أن هذا الارتفاع مؤقت، حيث لا تقوم البنوك بتجديد القروض المستحقة بالكامل بموجب تسهيلات قصيرة الأجل. (Vladimir et al., IMF STAFF POSITION NOTES, 2009, p. 31)

غير أن تفكيك مشتريات الأصول المتوسطة والطويلة الأجل قد يكون أبطأ. ويبدو أن بيع هذه الأوراق المالية بمجرد عودة الظروف إلى طبيعتها هو النظير المنطقي لشرائها عندما تكون الظروف مشددة.

تستطيع البنوك المركزية زيادة متطلبات الاحتياطي، أو قبول الودائع لأجل من البنوك التجارية، أو إصدار سندات البنك المركزي، أو إجراء عمليات إعادة الشراء العكسي لتقليل الاحتياطات الفائضة، وإن كان ذلك يخضع لبعض القيود. و بدلاً من ذلك، تستطيع السلطات المالية أن تصدر التزامات مالية، وتسحب السيولة من النظام المصرفي، وتودع عائدات الودائع لدى البنك المركزي.

كما يمكن للبنك المركزي إعادة الشراء العكسي لاستيعاب السيولة، ولكن إجراءاتها على نطاق واسع قد يواجه قيوداً فنية، مثل قدرة الميزانية العمومية المحدودة للمتعاملين الأساسيين، ومع ذلك، يمكن رفع هذه القيود من خلال توسيع قائمة الأطراف المقابلة. (Vladimir et al., IMF STAFF POSITION NOTES, 2009, p. 31)

2. تجارب بنوك مركزية رائدة انتهجت سياسة التسهيل الكمي

بحلول أواخر عام 2008 المتزامن مع افلاس بنك ليمان براذرز⁽¹⁾ Lehman Brothers ظهرت الآثار غير المباشرة المتأخرة لانهيافقاعة أسعار المساكن في عام 2006، مما أدت إلى اختلال أداء الأسواق المالية وانخفاض الناتج، وأيضاً بدأت أسعار الفائدة قصيرة الأجل تقترب من الصفر.

في البداية، ركزت سياسات بنك الاحتياطي الفيدرالي، وبنك إنجلترا، وبنك اليابان، والبنك المركزي الأوروبي على إعادة وظيفة الأسواق المالية المختلفة، ولكن سرعان ما تحولت المخاوف نحو تحفيز النمو الحقيقي ومنع تراجع التضخم غير المرغوب فيه.

ومع ذلك، اختلفت برامج التيسير الكمي التي قام به كل بنك، حيث نجد في كل من اقتصادات الولايات المتحدة والمملكة المتحدة، أسواق السندات أكثر أهمية من البنوك، في حين تلعب البنوك دوراً أكثر أهمية في أوروبا واليابان. وبالتالي اختار كل بنك مركزي أساليبه لتوفير السيولة ودعم النظام المالي الذي يعكس هيكل اقتصاده.

1.2 تجربة بنك اليابان

1 - "تم تأسيسه في ألاباما، الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1850 على يد ثلاثة أخوة يهود من تجار القطن، ليكون مؤسسة خدمات مالية دولية. ويقع مقره الرئيسي في نيويورك. أعلن البنك عن إفلاسه في 14 سبتمبر 2008 بسبب الخسارة التي حدثت في سوق الرهن العقاري".

في أوائل التسعينيات وعلى إثر انفجار فقاعة أسعار الأصول ، شهد الاقتصاد الياباني فترة طويلة من عدم النشاط، امتدت من 1998 إلى 2005 ، ومع تأرجح الاقتصاد الياباني على حافة الركود وكذا الضغوط الإضافية بعد انفجار فقاعة تكنولوجيا المعلومات بحلول نهاية القرن 20، تبنى بنك اليابان إطاراً نقدياً جديداً

في 19 مارس 2001، كان بنك اليابان أول من نفذ تدابير التيسير الكمي، واصفاً إياها بسياسة التيسير الكمي، بهدف منع المزيد من انخفاض الأسعار ووضع أساس للنمو الاقتصادي، في ظل سعر فائدة يقارب أو يساوي الصفر، حيث تم بناء هذه السياسة على ثلاث أهداف رئيسية: (Ugai, 2007, pp. 2-3)

- تغيير هدف التشغيل الرئيسي لعمليات سوق المال عن طريق تغيير أرصدة الحساب الجاري (CABs)⁽¹⁾ التي تحتفظ بها المؤسسات المالية في بنك اليابان وبالتالي زيادة السيولة.

- الالتزام المستمر بهذه التغييرات حتى يستقر مؤشر أسعار المستهلك عند الصفر. أو بزيادة سنوية

- زيادة مشتريات سندات الحكومة اليابانية طويلة الأجل

كان الإجراء الأول في عام 2001 هو تغيير الهدف التشغيلي الرئيسي لبنك اليابان من سعر الفائدة غير المضمون لليلة واحدة إلى سعر الفائدة الرصيد المستحق من (CABs). أين تم تحديد هدف (CABs) عند 5 تريليون ين، ورفعته بشكل مستمر استجابة لتدهور الظروف في الاقتصاد. حيث وصل الهدف إلى ذروته في شهر جانفي 2004 عند 35 تريليون ين، وظل دون تغيير حتى خرج البنك من هذا البرنامج في 2006. وقد أدى التحول في التركيز إلى تلبية الهدف الأول للسياسة التسهيل الكمي، والمتمثل في توفير السيولة، الأمر الذي أدى إلى انخفاض سعر الفائدة غير المضمونة لليلة واحدة إلى 0.001%. ومن أجل تلبية هذه السندات المستهدفة، قام بنك اليابان بدءاً من شهر أكتوبر 2002 بزيادة مشترياته من السندات الحكومية الوطنية الطويلة الأجل من 400 مليارين شهرياً إلى 1200 مليارين شهرياً.

وبحلول نهاية عام 2005، كان جانب الالتزامات في الميزانية العمومية لبنك اليابان يحتفظ بقاعدة نقدية بقيمة 117 تريليون ين في شكل (CABs) ونقود. وعلى جانب الأصول، وصلت حيازات البنوك من سندات الحكومة اليابانية طويلة الأجل إلى 63 تريليون ين أين تحقق الهدف الثالث. (Ugai, 2007, p. 3)

1_ CABs : "Current Account Balances"

علاوة على ذلك، في الفترة ما بين جوان 2003 ومارس 2006، قام بنك اليابان بشراء الأوراق المالية المضمونة بالأصول على أمل دعم تطوير سوق الأوراق المالية وتعزيز آلية نقل السياسة النقدية. حيث تم تحقيق الهدف الثاني عندما تحول نمو مؤشر أسعار المستهلكين الأساسي إلى الجانب الإيجابي في شهر نوفمبر 2005، وبلغ المعدل 0.5% في شهر جانفي 2006، ومع استيفاء جميع الأهداف، قرر بنك اليابان تغيير الهدف التشغيلي لعمليات سوق المال مرة أخرى إلى أداة سياسته الرئيسية المتمثلة في سعر الفائدة غير المضمون لليلة واحدة، ليتخلى بعدها عن سياسة التيسير الكمي في 9 مارس 2006. (Ugai, 2007, p. 3)

لم يمض وقت طويل بعد التطبيق الأول للتيسير الكمي حتى اضطر بنك اليابان إلى إعادة انتهاج في هذه السياسة، وبدأ المرحلة الثانية من التسهيل الكمي في الثاني من شهر ديسمبر 2008 أين أعلن البنك الياباني أنه سيبدأ في إقراض مبالغ غير محدودة من رأس المال للبنوك التجارية بمعدل فائدة قريب من الصفر، من خلال عمليات توفير الأموال الخاصة (SFSOs)⁽¹⁾. فعرضت (SFSOs) قروضاً لمدة 3 أشهر بسعر فائدة غير مضمون لليلة واحدة عند 0.1% والذي تم تخفيضه بمقدار 20 نقطة أساس بعد الإعلان.

في 27 ديسمبر 2008 قام بنك اليابان بزيادة مشترياته من سندات الحكومة اليابانية، للمرة الأولى منذ عام 2002، وبحلول أوائل عام 2009، وصل المعدل السنوي لمشتريات الحكومة اليابانية إلى 21.6 تريليون ين. (Katla, 2014, p. 27)

على هذا النحو، تم إصدار العديد من الإعلانات حول زيادة نشاط الشراء والتغيرات في العمليات بين أوائل عام 2009 وأواخر عام 2012. فكان إعلان 5 أكتوبر 2010 عن برنامج شراء الأصول (APP)⁽²⁾ جزءاً من سياسة نقدية تسهيلية أكثر شمولاً تتألف من ثلاثة أهداف:

- خفض هدف سعر الفائدة غير المضمون لليلة واحدة من 0.1% إلى 0-0.1%؛

- تحديد شروط سعر الفائدة الصفري الحالي؛

- إنشاء التطبيق (APP) في الاقتصاد. (Fawley & Neely, 2013, p. 64)

حيث كانت خطة البنك الياباني تتلخص في شراء مجموعة واسعة من الأصول، سواء قصيرة الأجل أو طويلة الأجل، من المؤسسات الخاصة والحكومية لتشجيع الانخفاض في علاوات المخاطر وأسعار الفائدة الطويلة الأجل. أين أدت هذه المشتريات إلى ارتفاع كبير في القاعدة النقدية

1 _ SFSOs: "Special-Funds-Supplying Operations"

2 _ APP: "Asset Purchase Program"

وكانت التأثيرات ملحوظة على جانب الأصول في الميزانية العمومية لبنك اليابان، (Fawley & Neely, 2013, p. 70)

على إثر هذا الإجراء، أعلن بنك اليابان في 19 سبتمبر 2012 أن الاقتصاد سجل نموًا مرتفعًا إلى حد ما في النصف الأول من ذات السنة، وعلى الرغم من ذلك، عانى الاقتصاد مرة أخرى في الربع الثالث من سنة 2012، ونتيجة لذلك بدأت اليابان في تقديم قروض من التسهيلات للمؤسسات المالية ذات فترات استحقاق تتراوح من سنة إلى ثلاث سنوات مع تحديد أسعار فائدة مساوية لهدف سعر الفائدة غير المضمون لليلة واحدة، والذي لا يزال عند 0.1%. وبحلول نهاية العام، تم تمديد الإقراض من خلال صندوق (SBLF)⁽¹⁾ إلى حد أدنى قدره 15 تريليون ين، وفي الوقت نفسه تم انتخاب رئيس وزراء جديد، شينزو آبي، الذي وعد بمواجهة الظروف الانكماشية من خلال رفع معدل التضخم المستهدف إلى 2%. (Fawley & Neely, 2013, p. 76)

وعموما يمكن القول، أنه خلال الفترة من يناير 2009 إلى ديسمبر 2012، وضع بنك اليابان خططاً لإقراض رأس المال للبنوك وشراء أصول تصل قيمتها إلى 187 تريليون ين ياباني، على الرغم من أن ما يقرب من 40% من هذا المبلغ كان إرثًا من سياسة التيسير الكمي الأول. حيث كانت السندات الحكومية أكبر كميات الأصول المشتراة، والتي بلغت 72 تريليون ين، بما يقابل نسبة 65% من إجمالي تنفيذ التيسير الكمي. (Fawley & Neely, 2013, p. 80)

من جانب آخر، زاد النشاط المالي بعد المرحلة الأولى من التيسير الكمي وأدى برنامج (CABs) إلى انخفاض عوائد سندات الحكومة اليابانية (JGB)⁽²⁾ مما يشير إلى تغيرات في أسعار الفائدة قصيرة الأجل وانخفاض محتمل في أسعار الفائدة طويلة الأجل وبالتالي تحفيز الاستثمار طويل الأجل (Spiegel, 2006, p. 2)

في حين أعتبر التسهيل الكمي نجاحًا، خاصة عند الأخذ في الاعتبار الكيفية التي أدت بها السياسة إلى استقرار توقعات السوق نتيجة للتغيرات المشار إليها في المسار المستقبلي لأسعار الفائدة قصيرة الأجل، والتي أدت إلى انخفاض أسعار الفائدة طويلة الأجل لتسوية منحى العائد وبالتالي تحققت الأهداف التي وجد من أجلها (Shigenori, 2010, p. 91)

ومع ذلك، يبدو أن المرحلة الأولى من التيسير الكمي لها تأثير ضئيل أو معدوم على الاقتصاد بسبب هدف التضخم بنسبة صفر بالمائة، كما شهد مؤشر أسعار المستهلك تغييرًا محدودًا للغاية

1 - SBLF: "Stimulating Bank Lending Facility"

2 - JGB: "Japanese Government Bonds"

بسبب أن التغييرات في القاعدة النقدية من غير المرجح أن تؤثر على التضخم إذا كانت التوقعات العامة هي أن البرنامج سوف ينعكس عن قريب في المستقبل. (Ugai, 2007, p. 14)

أما بخصوص تنفيذ برنامج التيسير الكمي الثاني، تشير الدراسات الحديثة إلى أنه قد يخلف بعض التأثيرات الإيجابية على الاقتصاد. وبعد تغيير معدل التضخم المستهدف إلى 2% في أوائل عام 2013، ارتفعت التوقعات بشأن التضخم فوق المتوسط التاريخي، وهذا يشير إلى أن سياسات التيسير الكمي يمكن أن يكون لها التأثير المرغوب على التضخم إذا كانت البنوك المركزية ملتزمة بما فيه الكفاية بتحقيق الهدف (Andolfatto, 2014)

إضافة إلى ما سبق، يوضح الجدول الموالي أهم إعلانات البنك المركزي الياباني بشأن تطبيق برنامج التسهيل الكمي.

جدول رقم (1.3): أهم اعلانات بنك اليابان بخصوص برنامج التسهيل الكمي

البرنامج	التاريخ	المحتوى المعلن عنه من قبل السلطة النقدية (بيان أو إجتماع)
تغيير الهدف التشغيلي الرئيسي لبنك اليابان	2005-2001	الإجراء الأول في عام 2001 هو تغيير الهدف التشغيلي الرئيسي لبنك اليابان من سعر الفائدة غير المضمون لليلة واحدة إلى سعر الفائدة الرصيد المستحق من (CABs). أين تم تحديد هدف (CABs) عند 5 تريليون ين، ورفعته بشكل مستمر استجابة لتدهور الظروف في الاقتصاد. حيث وصل الهدف إلى ذروته في شهر جانفي 2004 عند 35 تريليون ين، وظل دون تغيير.
تغيير الهدف التشغيلي الرئيسي لبنك اليابان	2006	شهر جانفي 2006، ومع استيفاء جميع الأهداف، قرر بنك اليابان تغيير الهدف التشغيلي لعمليات سوق المال مرة أخرى إلى أداة سياسته الرئيسية المتمثلة في سعر الفائدة غير المضمون لليلة واحدة، ليتخلى بعدها عن سياسة التيسير الكمي وفي 9 مارس 2006
SFSOs	2008/12/02	سيقوم بنك اليابان بتشغيل تسهيلات حتى نهاية أبريل لإقراض مبلغ غير محدود للبنوك بسعر فائدة غير مضمون لليلة واحدة ومضمون بديون الشركات.
مشتريات JGB/ ⁽¹⁾ CFI المباشرة	2008/12/19	توسعت المشتريات المباشرة: قام بنك اليابان بزيادة مشترياته الشهرية من سندات الحكومة اليابانية (آخر زيادة في أكتوبر 2002) من 1.2 تريليون ين إلى 1.4 تريليون ين؛ مع النظر في شراء الأوراق التجارية
مشتريات CFI المباشرة	2009/01/22	اعلن بنك اليابان أنه سيقوم بشراء ما يصل إلى 3 تريليون ين من الأوراق التجارية و ABCP، مع النظر في عمليات الشراء المباشرة لسندات

1 - CFI: "Corporate Finance Instruments"

الشركات		
مشتريات CFI المباشرة	2009/01/19	سيقوم بنك اليابان بتمديد مشترياته من الأوراق التجارية وسندات SFSSO ⁽¹⁾ حتى نهاية سبتمبر (نهاية مارس سابقًا) وسيشتري ما يصل إلى تريليون ين من سندات الشركات
مشتريات JGB المباشرة	2009/03/18	قام بنك اليابان بزيادة مشترياته الشهرية المباشرة من سندات الحكومة اليابانية من 1.4 تريليون ين إلى 1.8 تريليون ين.
مشتريات CFI المباشرة SFSSOs	2009/07/15	تمديد البرامج: يقوم بنك اليابان بتمديد عمليات SFSSOs والمشتريات المباشرة لأوراق وسندات الشركات حتى نهاية العام.
مشتريات CFI المباشرة SFSSOs	2009/10/30	حالة البرامج: ستنتهي المشتريات المباشرة لأدوات تمويل الشركات مع نهاية 2009 كما هو متوقع، ولكن سيتم تمديد عمليات شراء SFSSO حتى الربع الأول من عام 2010؛ مع توفير حجم كاف من السيولة بعد عام 2010:
FROs ⁽²⁾	2009/12/01	إعلان التسهيلات: سيقدم بنك اليابان قروضًا بقيمة 10 تريليون ين لمدة 3 أشهر مقابل القائمة الكاملة للضمانات المؤهلة بسعر فائدة غير المضمونة لليلة واحدة.
FROs	2010/03/17	توسيع التسهيلات: قام بنك اليابان بتوسيع حجم FROs إلى 20 تريليون ين
GSFF ⁽³⁾	2010/05/21	إعلان GSFF: سيقدم بنك اليابان قروضًا بقيمة 3 تريليون ين لمدة عام واحد للمؤسسات المالية الخاصة مع مقترحات مشاريع من أجل "تعزيز أسس النمو الاقتصادي".
FROs	2010/08/30	توسيع التسهيلات: أضاف بنك اليابان المركزي 10 تريليون ين في شكل قروض مدتها 6 أشهر إلى عمليات إعادة التمويل.
CME ⁽⁴⁾	2010/10/05	يعتزم بنك اليابان شراء أصول بقيمة 5 تريليون ين (3.5 تريليون ين من سندات الحكومة اليابانية المستهدفة لأذونات الخصم وأذون الخزنة، و1 تريليون ين من الأوراق التجارية وسندات الشركات، و0.5 تريليون ين من صناديق الاستثمار المتداولة وصناديق الاستثمار العقاري اليابانية). مع تحديد هدف سعر الفائدة غير المضمونة لليلة واحدة عند حوالي 0 إلى 0.1٪
CME	2011/03/14	توسعة برنامج APP: سيقوم بنك اليابان بشراء أصول إضافية بقيمة 5

1 - SFSSO: "Special-Funds-Supplying Operations"

2 - FROs: "Fixed-Rate Operations"

3 - GSFF: "Growth-Supporting Funding Facility"

4 - CME: "Comprehensive Monetary Easing"

تريليون ين (0.5 تريليون ين من سندات الحكومة اليابانية، و1 تريليون ين من سندات الخزنة المخفضة، و1.5 تريليون ين من الأوراق التجارية، و1.5 تريليون ين من سندات الشركات، و0.45 تريليون ين من صناديق الاستثمار المتداولة، و1.5 تريليون ين من سندات الشركات، و0.45 تريليون ين من صناديق الاستثمار المتداولة). 0.05 تريليون ين ياباني في صناديق الاستثمار العقارية (J-REIT ⁽¹⁾)		
مرفق تمويل دعم النمو: يوفر بنك اليابان قروضًا أخرى بقيمة 0.5 تريليون ين للمؤسسات المالية الخاصة بغرض الاستثمار في الأسهم وتقديم القروض القائمة على الأصول	2011/06/14	GSFF
توسيع نطاق سندات APP/FRO: سيقوم بنك اليابان بشراء أصول إضافية بقيمة 5 تريليون ين (2 تريليون ين من سندات الحكومة اليابانية، و1.5 تريليون ين من سندات الخزنة المخفضة، و0.1 تريليون ين من الأوراق التجارية، و0.9 تريليون ين من سندات الشركات، و0.5 تريليون ين من صناديق الاستثمار المتداولة و0.01 تريليون ين ياباني في صناديق الاستثمار العقاري اليابانية)؛ تم توسيع القروض المضمونة لمدة 6 أشهر من خلال FROs بمقدار 5 تريليون ين	2011/08/04	CME
توسيع نطاق APP: سيقوم بنك اليابان بشراء 5 تريليون ين إضافية من سندات الحكومة اليابانية.	2011/10/27	CME
توسيع نطاق APP: سيقوم بنك اليابان بشراء 10 تريليون ين إضافية من سندات الحكومة اليابانية.	2012/02/14	CME
توسيع (GSFF) مرفق التمويل الداعم للنمو: يوفر بنك اليابان قروضًا أخرى بقيمة 2 تريليون ين للمؤسسات المالية الخاصة، بما في ذلك 1 تريليون ين في شكل قروض مقومة بالدولار الأمريكي و0.5 تريليون ين في شكل قروض أصغر حجمًا (من مليون إلى 10 ملايين ين).	2012/03/13	GSFF
توسعة برنامج APP / خفض سندات FRO: سيقوم بنك اليابان بشراء 10 تريليون ين إضافية من سندات الحكومة اليابانية، و0.2 تريليون ين من صناديق الاستثمار المتداولة، و0.01 ين من صناديق الاستثمار العقاري اليابانية. كما يقلل بنك اليابان من إتاحة قروض FRO لمدة 6 أشهر بمقدار 5 تريليون ين	2012/04/27	CME
توسيع نطاق APP / تخفيض FROs: سيشتري بنك اليابان مبلغًا إضافيًا بقيمة 5 تريليون ين من سندات الخزنة المخفضة ويقلل من توافر	2012/07/12	CME

1 - J-REIT: " Japanese real estate investment trusts"

قروض FRO بمقدار 5 تريليون ين		
توسيع APP: سيقوم بنك اليابان بشراء 5 تريليون ين إضافية من سندات الحكومة اليابانية و5 تريليون ين من سندات الخزنة المخفضة	2012/09/19	CME
توسيع نطاق APP / إعلان SBLF: سيقوم بنك اليابان بشراء 5 تريليون ين إضافية من سندات الحكومة اليابانية، و5 تريليون ين من سندات الخزنة المخفضة، و0.1 تريليون ين من الأوراق التجارية، و0.3 تريليون ين من سندات الشركات، و0.5 تريليون ين من صناديق الاستثمار المتداولة، و0.01 تريليون ين في REITs. ومن خلال صندوق SBLF، سيتم تمويل ما يصل إلى 100% من صافي الزيادة في الإقراض لمؤسسات الإيداع للقطاع غير المالي.	2012/10/30	CME/SBLF
توسيع APP: سيقوم بنك اليابان بشراء 5 تريليون ين إضافي من سندات الحكومة اليابانية و5 تريليون ين من سندات الخزنة المخفضة	2012/12/20	CME

المصدر: اعداد الطالب بالاعتماد على (Fawley & Neely, 2013, pp. 64-65)

2.2 تجربة بنك الاحتياطي الفيدرالي

في خريف 2008 بدأ تنفيذ التدابير غير التقليدية للسياسة النقدية في الولايات المتحدة بعد اصابة الاقتصاد الأمريكي بشلل كامل تقريبا، جراء انفجار فقاعة الإسكان وكذا إفلاس بنك ليمان براذرز، بدأ بنك الاحتياطي الفيدرالي واختصارا (الاحتياطي الفيدرالي) البرنامج من خلال زيادة السيولة (بالدولار) لكل من الشركات المالية وغير المالية، محليا وخارجيا. قبل بدء أي عمليات شراء مباشرة للأصول، فضلا على ذلك، قام بتوسيع خطوط مبادلة العملات الأجنبية بين البنوك المركزية الكبرى، من بينها البنك المركزي الأوروبي وبنك إنجلترا، لتشمل السيولة المطلوبة. (Fawley & Neely, 2013, p. 56)

تم اتخاذ المزيد من الإجراءات قبل تنفيذ التسهيل الكمي، وكان أحد الجوانب المهمة لاستجابة بنك الاحتياطي الفيدرالي هو شرائه على نطاق واسع للأوراق التجارية. حيث في هذا الشأن تم في أكتوبر 2008 تأسيس مرفق متميز، وهو مرفق تمويل الأوراق التجارية (CPFF)⁽¹⁾ الذي قام بتمويل الشركات ذات أغراض خاصة (SPV)⁽²⁾، كما اشترى أوراقا تجارية غير مضمونة ومدعومة بالأصول لمدة ثلاثة أشهر من جهات إصدار موثوقة.

1 - CPFF: "Commercial Paper Funding Facility"

2 - SPV: "Special Purpose Vehicle"

في ذات السياق، وفرت طريقة (CPFF) ضخ سيولة قصيرة الأجل وساعدت في تحسين ظروف الائتمان التي كانت تتدهور بسرعة. انتهت صلاحية برنامج (CPFF) في الأول من فيفري 2010، مع استحقاق آخر المشتريات في 26 أفريل 2010. بلغ حجم البرنامج 738 مليار دولار من المشتريات التي أجراها بنك الاحتياطي الفيدرالي في نيويورك، والتي لم يتكبد بنك الاحتياطي الفيدرالي أي خسائر فيها (Tobias, Karin, & Dina, 2010, p. 2)

يضاف إلى ما تقدم، أن بنك الاحتياطي الفيدرالي كان مترددًا في البداية، في الاعتراف بأن تدايره غير التقليدية يمكن اعتبارها تيسيرًا كميًا. وبدلاً من ذلك، وصفها بن برنانكي، على أنها تخفيفاً أو تيسيراً ائتمانياً. (Fawley & Neely, 2013, p. 55)

والفرق هو: في حين أن التيسير الكمي يزيد القاعدة النقدية في ظل أسعار فائدة منخفضة بشكل غير مسبوق، فإن التيسير الائتماني يستهدف سوقاً محددة، مثل سوق الإسكان في الولايات المتحدة. وغالبًا ما يتضمن التيسير الائتماني جوانب من التيسير الكمي نظرًا لأن مشتريات السندات والأوراق المالية المباشرة تؤثر على الاقتصاد. حجم الميزانية العمومية والقاعدة النقدية. (Vladimir, Phil, & Krishna, 2009, p. 9)

على العموم ومن أجل تجنب الركود وتحفيز النمو الاقتصادي تم إطلاق سياسة التسهيل الكمي من قبل بنك الاحتياطي الفيدرالي في عام 2008 حتى عام 2014. من خلال ثلاثة جولات تخللها بعد المرحلة الثانية برنامج Twist، حيث سيتم وصفها في الآتي:

1.2.2 المرحلة الأولى من التسهيل الكمي (QE1)

في نوفمبر 2008، أعلن بنك الاحتياطي الفيدرالي عن خطط لبدء عمليات شراء الأصول على نطاق واسع (LSAPs)⁽¹⁾ والتي بدأت بمبلغ 100 مليار دولار في ديون المؤسسات التي ترعاها الحكومة (GSE)⁽²⁾ و 500 مليار دولار في سندات الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري الصادرة عن المؤسسات السالفة الذكر، تلاها في مارس 2009، الاعلان عن عمليات شراء إضافية لهذه الأصول مما أدى إلى زيادة المبلغ بمقدار 100 مليار دولار أخرى من ديون المؤسسات التي ترعاها الحكومة و 750 مليار دولار في سندات المدعومة بالرهن العقاري (MBS)⁽³⁾، وإضافة مشتريات من سندات الخزنة طويلة الأجل بمبلغ 300 مليار دولار. وبالتالي اعتُبرت فترة الأشهر الخمسة هذه (من نوفمبر 2008 إلى مارس 2009) من شراء الأصول هي المرحلة الأولى من التيسير الكمي، وقد أدت المشتريات

1 - LSAP: "Large-Scale Asset Purchase"

2 - GSE: "Government-Sponsored Enterprise"

3 - MBS: "Mortgage-Backed Securities"

في نهاية المطاف إلى خفض أسعار الفائدة طويلة الأجل في الولايات المتحدة ، حيث أعلنت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة (FOMC)⁽¹⁾ أنه على الرغم من أن هدفها هو دعم الاقتصاد بأكمله، إلا أن مشتريات ديون (MBS) و(GSE) شملت أكثر من 80% من إجمالي المشتريات في إطار المرحلة الأولى من التيسير الكمي، مما يوضح أن الأولوية خلال هذه المرحلة كانت لزيادة تدفق رأس المال إلى سوق الإسكان الذي تضرر بشدة. (Fawley & Neely, 2013, p. 79)

2.2.2 المرحلة الثانية من التسهيل الكمي (QE2)

بعد عمليات شراء الأصول في أوائل عام 2009، كان هناك توقف مؤقت في تنفيذ التيسير الكمي، وهو ما حدث أيضًا في اقتصادات البنوك المركزية الثلاثة الأخرى. وكان هذا بسبب تحسن الظروف الاقتصادية، وخاصة في النصف الأول من عام 2010. وعندما هددت الظروف بإحداث تحركات انكماشية، بدأ بنك الاحتياطي الفيدرالي المرحلة الثانية من التيسير الكمي في أوت 2010 حيث قرر الاحتياطي الفيدرالي أن يحافظ على حجم ميزانيته العمومية بالحجم ويعيد استثمارها في برامج التنمية المحلية. كما استمر في التزامه ببرنامج التيسير الكمي من خلال زيادة المشتريات بمقدار 600 مليار دولار من سندات الخزنة الأمريكية وكان ذلك في شهر نوفمبر من نفس السنة. وبالتالي يعتبر شراء هذه الأصول بمثابة بداية المرحلة الثانية من التيسير الكمي، وكان الهدف منه خفض أسعار الفائدة الحقيقية طويلة الأجل والحفاظ على التضخم عند المستوى المستهدف. ومن جانب آخر، أثرت عملية الشراء هذه على الميزانية العمومية لبنك الاحتياطي الفيدرالي، وكان النمو في سندات الخزنة طويلة الأجل كبيرًا، إلا أنه يؤثر على أسعار الأصول، وبسبب الإشارات السابقة لعمليات الشراء، توقعت السوق الزيادة في رأس المال، أين تم تعديل أسعار الأصول وفقًا لهذه التوقعات في أكتوبر 2010. ويشير هذا إلى ثقة المستثمرين في برنامج التيسير الكمي منذ أن ارتفعت عائدات سندات الخزنة الطويلة الأجل بعد الإعلان عن المرحلة الثانية من التيسير الكمي، عندما فقدت انخفضت بمقدار 94 نقطة أساس في أعقاب صدمة تنفيذ المرحلة الأولى من التيسير الكمي. وفي حين أن انخفاض العائدات هو الأثر المرغوب في التيسير الكمي، فإن الانخفاض التراكمي بنسبة 1٪ تقريبًا يعد تغييرًا كبيرًا خلال فترة زمنية قصيرة. (Fawley & Neely, 2013, p. 73)

استمرت المرحلة الثانية من التيسير الكمي حتى أوائل خريف عام 2011، وتخوفا من حدوث موجة أخرى من الركود، قرر الاحتياطي الفيدرالي بدء جولة ثالثة من مشتريات سندات الخزنة طويلة الأجل. من خلال برنامج تمديد الاستحقاق وسياسة إعادة الاستثمار الملقب بـ "عملية تويست" حيث تم إطلاق هذا البرنامج في 21 سبتمبر 2011 ، حيث باع بنك الاحتياطي الفيدرالي

1 - FOMC: "Federal Open Market Committee"

400 مليار دولار من الأصول قصيرة الأجل واشترى 400 مليار دولار من الأصول طويلة الأجل، وبالتالي لم يوسع القاعدة النقدية. حيث كان الغرض من عملية تويست هو خفض أسعار الفائدة طويلة الأجل بما يتناسب مع أسعار الفائدة قصيرة الأجل، وفي الوقت نفسه، أعلنت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة أيضًا أنها ستستثمر في سندات الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري وديون (GSE) المستحقة في سندات الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري بدلاً من سندات الخزنة (Fawley & Neely, 2013, p. 74)

3.2.2 المرحلة الثالثة من التيسير الكمي (QE3)

بعد المرحلتين الأولى والثانية من التيسير الكمي على مدى أربع سنوات، ظل النمو الاقتصادي بطيئًا. ولمواجهة هذا الاتجاه، أعلن بنك الاحتياطي الفيدرالي في يونيو 2012 عن تمديد عملية تويست، حيث قام بشراء ما يصل إلى 267 مليار دولار من سندات الخزنة طويلة الأجل. وعلى الرغم من ذلك، لم يكتسب سوق العمل الأمريكي الزخم المتوقع، الأمر الذي أصبح مصدر قلق رئيسي لبنك الاحتياطي الفيدرالي. واستجابة لهذه المشكلة، أطلقت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة المرحلة الثالثة من التسهيلات الكمية في 13 سبتمبر 2012 والتي تختلف قليلاً عن أول مرحلتين من التسهيل الكمي. حيث بدلاً من شراء كمية إجمالية من الأصول، قامت بشراء ما لا يقل عن 40 مليار دولار من الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري شهرياً لفترة غير محددة من الوقت، علاوة على ذلك، تم إجراء تغييرات على هيكل شراء سندات الخزنة الأمريكية، أين تم في ديسمبر 2012 شراء سندات الخزنة طويلة الأجل بمعدل شهري قدره 45 مليار دولار. (Fawley & Neely, 2013, p. 75)

بلغ إجمالي الأصول التي اشتراها الاحتياطي الفيدرالي خلال المرحلة الثالثة من التيسير الكمي 3.152 تريليون دولار. وبلغت الأصول المشتراة 1.567 تريليون دولار من السندات الحكومية طويلة الأجل، و1.41 تريليون دولار من السندات المدعومة بالرهن العقاري، و175 مليون دولار من ديون الحكومة العامة. علماً أن هذا الرقم الإجمالي لا يشمل المشتريات الشهرية الإضافية لسندات الرهن العقاري وسندات الخزنة البالغة 85 مليار دولار خلال عام 2013. (Fawley & Neely, 2013, p. 78)

على هذا النحو، يعتبر برنامج التيسير الكمي الأول من بين البرامج الثلاثة، هو الأكبر على الإطلاق من حيث الحجم، حيث بلغت المشتريات 1.725 تريليون دولار في الفترة من 2008 إلى 2009. بالمقارنة، بلغ التوسع في المرحلة الثانية من التيسير الكمي 600 مليار دولار، مضيئاً 667 مليار دولار مع عملية تويست من عام 2010 إلى التمديد في عام 2012، وبلغت المرحلة الثالثة من التيسير الكمي 85 مليار دولار شهرياً اعتباراً من أواخر عام 2012 طوال عام 2013. وقد تم تمويل معظم

هذه المشتريات الـ 46 من خلال إصدار احتياطي باستثناء 667 مليار دولار من مشتريات الخزانة في عملية تويست التي تم الحصول عليها عن طريق بيع أوراق مالية قصيرة الأجل.

أما بشأن الميزانية العمومية لبنك الاحتياطي الفيدرالي أثناء تنفيذ التيسير الكمي، فقد توسعت بشكل كبير، وتضاعفت القاعدة النقدية ثلاث مرات تقريبًا. (Fawley & Neely, 2013, p. 79)

والجدول الموالي يوضح أهم تصريحات بنك الاحتياطي الفيدرالي بشأن برامج التسهيلات الكمية.

جدول رقم (2.3): تصريحات الاحتياطي الفيدرالي بشأن برنامج التسهيل الكمي

البرنامج	التاريخ	بيان/خطاب	المحتوى المعلن عنه
QE1	2008/11/25	(FOMC)	- الاعلان شراء الأصول على نطاق واسع (LSAPs): سيقوم بنك الاحتياطي الفيدرالي بشراء 100 مليار دولار من ديون GSE و 500 مليار دولار من سندات الرهن العقاري
QE1	2008/12/01	برنانكي	أول اقتراح لتوسيع التيسير الكمي ليشمل سندات الخزانة
QE1	2008/12/16	(FOMC)	- أول اقتراح بتوسيع برنامج التيسير الكمي ليشمل سندات الخزانة من قبل اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة (FOMC) - بنك الاحتياطي الفيدرالي يخفض سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية من 1% إلى 0.00-0.25%
QE1	2009/01/28	(FOMC)	بنك الاحتياطي الفيدرالي مستعد لتوسيع برنامج التيسير الكمي وشراء سندات الخزانة
QE1	2009/03/18	(FOMC)	- توسيع نطاق برامج LSAP: سيشتري بنك الاحتياطي الفيدرالي 300 مليار دولار من سندات الخزانة طويلة الأجل و 750 مليار دولار و 100 مليار دولار إضافية من ديون MBS و GSE، على التوالي.
QE1	2009/08/12	(FOMC)	تباطؤ عمليات LSAP: ستنتهي جميع عمليات الشراء بحلول نهاية أكتوبر، وليس منتصف سبتمبر.
QE1	2009/09/23	(FOMC)	تباطؤات LSAPs: ستنتهي مشتريات ديون الوكالة ⁽¹⁾ وديون MBS مع نهاية الربع الأول لسنة 2010.

1 - يشير دين الوكالة "إلى سندات الدين الصادرة عن المؤسسات التي ترعاها الحكومة (GSEs) أو الوكالات الفيدرالية، حيث يتم إنشاء هذه الكيانات من قبل حكومة الولايات المتحدة لتحقيق أغراض عامة محددة مثل توفير السكن بأسعار معقولة أو دعم الأنشطة الزراعية".

تقليص حجم برامج LSAP: ستنتهي مشتريات ديون الوكالة عند 175 مليار دولار	(FOMC)	2009/11/04	QE1
الحفاظ على الميزانية العمومية: سيقوم بنك الاحتياطي الفيدرالي بإعادة استثمار المدفوعات الرئيسية من LSAPs في سندات الخزنة	(FOMC)	2010/08/10	QE1
يقترح برنانكي دوراً إضافياً للتيسير الكمي "إذا ثبت أن اتخاذ المزيد من الإجراءات ضروري".	برنانكي	2010/08/27	QE2
تؤكد اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة على انخفاض التضخم، والذي "من المرجح أن يظل منخفضاً لبعض الوقت قبل أن يرتفع إلى المستويات التي تعتبرها اللجنة متسقة مع تفويضها".	(FOMC)	2010/09/12	QE2
يتلخص "شعور" أعضاء اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة في أن "التيسير الكمي الإضافي قد يكون مناسباً قبل مرور وقت طويل".	(FOMC)	2010/10/12	QE2
يكرر برنانكي التأكيد على أن بنك الاحتياطي الفيدرالي على استعداد لمزيد من التسهيلات الكمية.	برنانكي	2010/10/15	QE2
الاعلان عن برنامج التيسير الكمي الثاني: سيقوم بنك الاحتياطي الفيدرالي بشراء 600 مليار دولار من سندات الخزنة	(FOMC)	2010/11/03	QE2
انتهاء الجولة الثانية من التيسير الكمي: ستنتهي مشتريات الخزنة في نهاية الشهر، كما هو مقرر؛ وسيستمر إعادة استثمار المدفوعات الرئيسية	(FOMC)	2011/06/22	QE2
تم الإعلان عن برنامج تمديد الاستحقاق ("عملية تويست"): سيقوم بنك الاحتياطي الفيدرالي بشراء 400 مليار دولار من سندات الخزنة مع فترات استحقاق متبقية تتراوح من 6 إلى 30 عامًا ويبيع مبلغًا مساويًا مع فترات استحقاق متبقية مدتها 3 سنوات أو أقل؛ لن يتم إعادة استثمار مدفوعات سندات الرهن العقاري والمدفوعات الأساسية لديون الوكالة في سندات الخزنة، بل بدلاً من ذلك تستثمر في سندات الرهن العقاري.	(FOMC)	2011/09/21	برنامج تمديد الاستحقاق Operation Twist
تمديد برنامج الاستحقاق: سيواصل بنك الاحتياطي الفيدرالي شراء الأوراق المالية طويلة الأجل وبيع الأوراق المالية قصيرة الأجل حتى نهاية عام 2012. وستستمر عمليات الشراء/المبيعات بهذه الوتيرة ، بمعدل 45 مليار دولار شهرياً	(FOMC)	2012/06/20	Operation Twist
"رأى أعضاء FOMC أنه من المرجح أن يكون هناك ما يبرر التسهيلات النقدية الإضافية في وقت قريب إلى حد ما ..."	(FOMC)	2012/08/22	QE3

QE3 2012/09/13 (FOMC) وأعلنت الجولة الثالثة من التيسير الكمي أن بنك الاحتياطي الفيدرالي سوف يشتري ما قيمته 40 مليار دولار من السندات المدعومة بالرهن العقاري شهرياً ما دامت "التوقعات بالنسبة لسوق العمل لا تتحسن بشكل كبير... في سياق استقرار الأسعار".

QE3 2012/12/22 (FOMC) توسيع برنامج التيسير الكمي الثالث: سيواصل بنك الاحتياطي الفيدرالي شراء 45 مليار دولار من سندات الخزنة طويلة الأجل ويتوقع بنك الاحتياطي الفيدرالي أسعار فائدة منخفضة على سندات الخزنة شهرياً ولكنه لن يقوم بعد الآن بتعقيم المشتريات من خلال بيع سندات الخزنة قصيرة الأجل.

المصدر: اعداد الطالب بالاعتماد على (Fawley & Neely, 2013, p. 61)

3.2 تجربة بنك إنجلترا

اتخذ بنك إنجلترا الخطوات الأولى في التيسير الكمي في شهر جانفي 2009 ، عندما أنشأت خزنة صاحبة الجلالة⁽¹⁾ لجنة السياسة النقدية (MPC)⁽²⁾ من خلال بنك إنجلترا، وفي الوقت نفسه خفضت سعر الفائدة البنكي إلى 0.5%. بعد إنشائها، أشارت اللجنة أنه بدون إجراءات غير تقليدية، كان هدف التضخم بنسبة 2٪ معرضاً لخطر الانخفاض إلى ما دون هدف التضخم في مؤشر أسعار المستهلكين على المدى المتوسط. أطلقت لجنة السياسة النقدية تسهيلات شراء الأصول (APF)⁽³⁾ لغرض مزدوج، تمثل في شراء الأصول الخاصة لتسهيل شروط الائتمان من ناحية، ومن ناحية أخرى لتحفيز الأسواق، قصد تحقيق الهدف النهائي لبرنامج التيسير الكمي لبنك إنجلترا والمتمثل هو تحفيز الطلب (Joyce & Spaltro, 2014, p. 1) وبهذا كان سقف المشتريات الأولى هو 50 مليار جنيه استرليني في الأصول الخاصة وسندات الشركات، وتمويل المشتريات أصدر بنك إنجلترا 37 سندات قصيرة الأجل (سندات منخفضة المخاطر صادرة عن الحكومة البريطانية)، لم يكن للتدابير الأولى التأثير المطلوب لتحفيز النشاط المالي حيث بلغت حيازات الأصول ذروتها في الربع الثاني من عام 2009 بأقل من 3 مليارات جنيه إسترليني، أو 6٪ فقط من السقف البالغ 50 مليار جنيه إسترليني. (Fawley & Neely, 2013, p. 67)

1 - خزنة صاحبة الجلالة، "هي الإدارة الحكومية المسؤولة عن إدارة المالية العامة في المملكة المتحدة. وهي مكلفة بالإشراف على السياسة الاقتصادية والمالية للبلاد، بما في ذلك الضرائب والإنفاق العام وإدارة الدين الوطني. تعمل وزارة الخزنة بشكل وثيق مع بنك إنجلترا لضمان الاستقرار الاقتصادي والنمو. ويرأسها وزير الخزنة، وهو عضو في الحكومة البريطانية".

2 - MPC: "Monetary Policy Committee"

3 - APF: "Asset Purchase Facility"

وفي مارس 2009، أعلن بنك إنجلترا أن صندوق آسيا والمحيط الهادئ سيستهدف زيادة قدرها 75 مليار جنيه إسترليني في القاعدة النقدية، وهو المبلغ الذي تم توسيعه في نوفمبر من نفس العام إلى 200 مليار جنيه إسترليني.

تخلى البنك عن السندات الحكومية كمقايضة للأصول وقام بتمويل المرحلة الثانية من المشتريات باحتياطيات البنك المركزي. تم شراء السندات الحكومية بدلاً من ذلك وأصبحت سبباً رئيسياً لتوسيع الميزانية العمومية لبنك إنجلترا. وبحلول نهاية العام، كانت احتياطيات البنوك تدعم جميع الأصول التي يحتفظ بها صندوق آسيا والمحيط الهادئ. (Fawley & Neely, 2013, p. 68)

أثار هذا التوسع على جانب الأصول في الميزانية العمومية لبنك إنجلترا، والقاعدة النقدية التي حصل عليها صندوق آسيا والمحيط الهادئ ومشتريات السندات إلى مضاعفة القاعدة النقدية للمملكة المتحدة أربع مرات تقريباً. ارتفع حجم هاتين الأدوات بشكل كبير في عام 2009 وبشكل مستمر على مدى السنوات الأربع التالية وحلت مشتريات السندات محل اتفاقيات إعادة الشراء العكسي طويلة الأجل، والتي كانت الوسيلة الرئيسية لبنك إنجلترا لزيادة الاحتياطيات بشكل ثابت قبل الأزمة. (Fawley & Neely, 2013, p. 70)

في أكتوبر 2011، قرر بنك إنجلترا تمديد هدف التيسير الكمي مرة أخرى من 200 مليار جنيه إسترليني إلى 275 مليار جنيه إسترليني، ونظراً للمخاوف المتزايدة بشأن هدف التضخم للبنوك والذي تم تثبيته عند 2٪. كانت هذه أول زيادة في مشتريات (APF) منذ ما يقرب من عامين، وعندما تقلص الناتج المحلي الإجمالي في الربع الرابع من سنة 2011 والربع الأول من سنة 2012، تم زيادة الهدف مرة أخرى إلى 375 مليار جنيه إسترليني. وبحلول نهاية عام 2012، كان بنك إنجلترا يحتفظ فقط بمبلغ 100 مليون جنيه إسترليني من سندات الشركات، ولكن لديه 360 مليار جنيه إسترليني من السندات الحكومية. (Fawley & Neely, 2013, p. 70)

بعد المرحلة الأولى من تدابير التيسير الكمي في الفترة من 2009 إلى 2010، بدأ بنك إنجلترا دراسة لتقدير تأثيرات المرحلة الأولى من التيسير الكمي على الإقراض المصرفي في المملكة المتحدة. ويشير التحليل الأولي إلى أن التأثيرات يجب دمجها عبر البنوك، حيث يبدو أن إقراض البنوك الأصغر حجمًا أكثر عرضة للتغيرات في مستوى الأوراق المالية. وأن الإقراض المصرفي يرتبط بشكل إيجابي بمدى كفاية رأس مال البنوك، وأن تأثير التدابير الأولية ربما كان ضئيلاً كما ثبت أنه بسبب انخفاض مستويات رأس المال كان مرده الأزمة المالية. وهذا ما يفسر سبب قرار بنك إنجلترا اتباع تدابير التيسير الكمي الفعلية ويشير أيضاً إلى أن السياسة النقدية ذات الكفاءة الكلية تؤثر على مدى فعالية سياسة التسهيل الكمي (Joyce & Spaltro, 2014, p. 4)

هناك جانب آخر من التيسير الكمي الذي ربما تسبب في انخفاض الإقراض المصرفي، والمتمثل في الصدمات التي يتعرض لها المعروض النقدي بسبب الكميات الكبيرة من مشتريات الأصول. وزيادة النظام المصرفي من إصدارات الديون والأسهم، مما أدى إلى توسع العرض النقدي بنسبة تصل إلى 13%. وربما كان للأرصدة النقدية الزائدة التي خلقتها سياسة التيسير الكمي تأثير غير مباشر على الطلب على الائتمان، وبالتالي على الإقراض المصرفي. وقد حفزت وفرة رأس المال المتاح للشركات الخاصة غير المالية التي كانت ترغب في تقليص ديونها أو إزالة القطاع المصرفي كوسيط لإصدار السندات والأسهم، واستخدام العائدات لسداد الديون المصرفية. وكان بإمكان الشركات المالية غير المصرفية الأخرى استخدام الأرصدة المالية الإضافية لشراء الإصدارات من قبل الشركات غير المالية. في نفس السياق تعتبر صدمة إجمالي المعروض النقدي مؤقتة، لأنها أدت إلى تحويل رأس المال إلى قطاع يرغب في سداد ديون البنوك. وربما يكون التيسير الكمي قد سهّل هذه العملية من خلال دفع العائدات إلى الانخفاض في أسواق رأس المال، ونتيجة لذلك انخفض الإقراض المصرفي والودائع بسبب استبدال الديون بأسهم (Bridges & Thomas, 2012, pp. 4-5)

في حين، كان لسياسة التيسير الكمي تأثير كبير على اقتصاد المملكة المتحدة، ونشر في هذا الصدد بريدجز وتوماس (2012) من بنك إنجلترا بحثًا يقارن ما كان يمكن أن تكون عليه التوقعات الاقتصادية لولا التدابير غير التقليدية. أين وضحا أن نمو رأس المال والنتائج المحلي الإجمالي لم يكن ليبلغ المستوى الإيجابي الذي كان عليه، لولا التيسير الكمي، الذي ساعد في الإبقاء على مستوى النقود بمعناها الواسع أعلى من 0%، وهو المستوى الذي كانت ستخفض إليه لولا التسهيل الكمي، الذي حفز نمواً أسرع في الناتج المحلي الإجمالي. في ذات السياق ساعدت هذه التأثيرات الإيجابية في إثبات أن التيسير الكمي كان له آثار مفيدة على استقرار التضخم. كما أدى تأثيره المتمثل في ارتفاع أسعار الأصول إلى انخفاض العائدات على تلك الأصول، مما أدى إلى تحفيز الاستهلاك والاستثمار وبالتالي ساعد على نمو الناتج المحلي الإجمالي (Bridges & Thomas, 2012, p. 6)

والجدول الموالي يوضح أهم الاعلانات الصادرة من قبل بنك إنجلترا بخصوص برنامج التسهيلات الكمية

جدول رقم (3.3): إعلانات هامة من بنك إنجلترا بشأن برامج التسهيل الكمي

التاريخ	بيان/تقرير	المحتوى المعلن عنه
2009/01/19	وزارة الجزانة	إنشاء صندوق آسيا والمحيط الهادئ: سيقوم بنك إنجلترا بشراء ما يصل إلى 50 مليار جنيه إسترليني من "أصول القطاع الخاص عالية الجودة" الممولة من خلال إصدارات الخزانة

يرى بنك إنجلترا وجود خطر هبوطي طفيف لتحقيق هدف التضخم، ويكرر التأكيد على APF كأداة سياسية محتملة	بنك إنجلترا	2009/02/11
اعلان التيسير الكمي: سوف يشتري بنك إنجلترا ما يصل إلى 75 مليار جنيه إسترليني من الأصول، والتي يتم تمويلها الآن عن طريق إصدار الاحتياطيّات؛ وسوف تشتمل السندات الحكومية المتوسطة والطويلة الأجل على "أغلبية" المشتريات الجديدة.	لجنة السياسة النقدية	2009/03/05
يخفض بنك إنجلترا سعر الفائدة من 1% إلى 0.5%؛ البنك المركزي الأوروبي يخفض سعر الفائدة من 2% إلى 1.5%	MPC	
توسع برنامج QE: سيقوم بنك إنجلترا بشراء ما يصل إلى 125 مليار جنيه إسترليني من الأصول.	MPC	2009/05/07
توسع برنامج QE: سوف يشتري بنك إنجلترا ما يصل إلى 175 مليار جنيه إسترليني من الأصول؛ لاستيعاب الحجم المتزايد، سيقوم بنك إنجلترا بتوسيع المشتريات إلى سندات مع فترة استحقاق متبقية تبلغ 3 سنوات أو أكثر	MPC	2009/08/06
توسع برنامج QE: سيشتري بنك إنجلترا ما يصل إلى 200 مليار جنيه إسترليني من الأصول.	MPC	2009/11/05
حافظ بنك إنجلترا على برنامج التيسير الكمي: يحتفظ بنك إنجلترا بمخزون مشتريات الأصول الممولة من خلال إصدار الاحتياطيّات بقيمة 200 مليار جنيه إسترليني؛ وسيتم تمويل المشتريات الجديدة للأصول الخاصة عن طريق إصدار سندات الخزنة	MPC	2010/02/04
توسع برنامج QE: سوف يشتري بنك إنجلترا ما يصل إلى 275 مليار جنيه إسترليني من الأصول الممولة عن طريق إصدار الاحتياطيّات؛ ويظل سقف الأصول الخاصة المحتفظ بها 50 مليار جنيه إسترليني	MPC	2011/10/06
تم تخفيض الحد الأقصى لمشتريات الأصول الخاصة: خفضت وزارة الخزنة البريطانية الحد الأقصى لحيازات الأصول الخاصة في APF من 50 مليار جنيه إسترليني إلى 10 مليار جنيه إسترليني	وزارة الخزنة	2011/11/29
توسع برنامج QE: سيقوم بنك إنجلترا بشراء ما يصل إلى 325 مليار جنيه إسترليني من الأصول	MPC	2012/02/09
توسيع برنامج QE: سيشتري بنك إنجلترا ما يصل إلى 375 مليار جنيه إسترليني من الأصول.	MPC	2012/07/05

المصدر: اعداد الطالب بالاعتماد على (Fawley & Neely, 2013, p. 63)

4.3 تجربة البنك المركزي الاوربي

بعد عجز بنك ليمان براذرز عن السداد ومع ظهور الأزمة العالمية ، كان على البنك المركزي الأوروبي أن يستخدم التدابير غير التقليدية لتحقيق استقرار الاقتصاد. أين استجاب بأول تدابير له لتيسير الكمي. من خلال إقراض رأس المال بقدر ما تطلبه البنوك التجارية بسعر فائدة ثابت، طالما كان لديهم ضمانات.

خفض البنك المركزي الأوروبي سعر الفائدة من 4.25% إلى 1% في الفترة من أكتوبر 2008 إلى ماي 2009. وعادة ما يقوم بتنفيذ أحكام السيولة من خلال عمليات إعادة التمويل على فترتي استحقاق؛ عمليات إعادة التمويل الرئيسية (MROs)⁽¹⁾ عند استحقاق أسبوعين، وعمليات إعادة التمويل طويلة الأجل (LTROs)⁽²⁾ عند استحقاق يصل إلى ثلاثة أشهر. (Fawley & Neely, 2013, p. 67)

مع استمرار التيسير الكمي، استمرت المخاوف بشأن مخاطر الطرف المقابل في أسواق ما بين البنوك الأوروبية. وقد أدى هذا الافتقار إلى الثقة إلى تقليص الإقراض بين البنوك، حيث في ماي 2009، خفض البنك المركزي الأوروبي معدل إعادة التمويل إلى 1٪، وأنشأ عمليات إعادة تمويل طويلة الأجل مدتها 12 شهراً كرد فعل على تفضيل البنوك التجارية لأجل استحقاق أطول، والتزم بشراء 60 مليار يورو أخرى من السندات المغطاة (Fawley & Neely, 2013, p. 69)

تصاعدت أزمة الديون السيادية في أوروبا في عام 2010 واستمرت في تعطيل نشاط الأسواق المالية. ولمواجهة هذا الأمر أطلق البنك المركزي الأوروبي برنامج شراء الأصول — برنامج أسواق الأوراق المالية — والذي بموجبه يشتري البنك الديون الحكومية في السوق الثانوية. وكان الهدف من برنامج السياسة النقدية هو زيادة السيولة والتعمق في قطاعات السوق المختلفة واستعادة آليات نقل السياسة النقدية المناسبة. إلا أنه في الفترة ما بين جوان 2010 وجوان 2011 لم يرتفع حجم الميزانية العمومية، بل أظهر انخفاضاً طفيفاً. خلال هذه الفترة، انخفضت العائدات على ديون اليورو بشكل طفيف، خاصة في إسبانيا وإيطاليا. وبحلول ديسمبر 2012، تراكمت لدى منطقة اليورو 208.5 مليار يورو من الديون السيادية للدول الأطراف في منطقة اليورو (Fawley & Neely, 2013, p. 72)

1 - MROs: "Main Refinancing Operations"

2 - LTROs: "Longer-Term Refinancing Operations"

على الرغم من احتواء أزمة الديون السيادية الأوروبية في إزعاج الأسواق المالية الأوروبية والأمريكية إلى حد ما، إلا أنها استمرت حتى خريف عام 2011. واستجابة لذلك، قام البنك المركزي الأوروبي بتمديد برامج (CBPP⁽¹⁾) و (LTRO) لجولة ثانية في أكتوبر 2011، وفي ديسمبر نفس السنة أعلن البنك عن مزادات من (LTROs) لمدة 36 شهرًا. مما كان لذلك تأثير واسع النطاق على الميزانية العمومية، حيث ارتفعت الأصول بشكل كبير في 2012، كما أثر أيضًا على القاعدة النقدية. وذكر البنك المركزي الأوروبي أن الإجراءات تم تنفيذها فقط لتوفير السيولة في السوق، لكن الاقتصاديين يتوقعون أن هذه التدابير تم اتخاذها لتمويل شراء الديون السيادية أيضًا.

رغم الزيادة المالية في نشاط السوق، تم التشكيك في ملاءة العديد من دول منطقة اليورو أعلن رئيس البنك المركزي الأوروبي، ماريو دراغي وفي أوت 2012، عن توسيع مشتريات الديون السيادية، واستبدال (SMPs)⁽²⁾ بالمعاملات النقدية الصريحة (OMTs)⁽³⁾. وطالما تم استيفاء الشروط، ستقوم شركات المعاملات النقدية الصريحة بشراء الديون السيادية لمنطقة اليورو في السوق الثانوية، ومثل الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم، فإنها لن تؤثر على القاعدة النقدية (Fawley & Neely, 2013, p. 76)

وكان الحجم الإجمالي لتدابير التيسير الكمي التي اتخذها البنك المركزي الأوروبي متواضعا نسبيًا بالمقارنة مع نظرائه بنك إنجلترا وبنك الاحتياطي الفيدرالي. حيث بلغ إجمالي السندات المغطاة 100 مليار يورو خلال الفترة من 2009 إلى 2011، لكن البنك لم يعلن أبدًا عن أهداف محددة لشراء الديون السيادية. في حين، بلغ إجمالي مشتريات الديون حوالي 320 مليار يورو، علاوة عن ذلك، تعد مشتريات البنك المركزي الأوروبي من الديون السيادية، أحد الجوانب المثيرة للاهتمام لآليات رد فعل البنك المركزي الأوروبي تجاه الأزمة المالية هو أنه على الرغم من أن العديد من إجراءات البنوك تحمل تشابهًا وثيقًا مع الإجراءات التي اتخذتها البنوك المركزية الأخرى. (Fawley & Neely, 2013, p. 81)

فإن البنك المركزي الأوروبي لم يحدد أبدًا أفعاله على أنها التيسير الكمي. وفي الواقع، صرح الرئيس السابق للبنك المركزي الأوروبي، جان كلود تريشيه، بإصرار أنه بالنظر إلى أن خطة السياسة النقدية لم تعمل على توسيع الميزانية العمومية، فلا يمكن اعتبارها بمثابة تيسير كمي. وأعلن أيضًا

1 - CBPP: "Covered Bond Purchase Program"

2 - SMPs: "Securities Markets Programme"

3 - OMTs: "Outright Monetary Transactions"

أن برامج CBPPs كانت أقرب إلى التيسير الائتماني نظرًا لأن السندات المغطاة ستقل قليلاً من الطلب على عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل (Fawley & Neely, 2013, p. 81)

وكان الإقراض المصرفي مقابل ضمانات بأسعار فائدة محددة هو أداة السياسة الرئيسية وكانت البرامج المصرفية عبر الحدود على نطاق صغير نسبيًا، وكانت مشتريات الديون السيادية بمثابة إجراء وقائي. في أواخر صيف عام 2014، أعلن رئيس البنك المركزي الأوروبي ماريو دراغي أن البنك المركزي الأوروبي سيشتري مجموعة واسعة من الأصول، مثل القروض التجارية والرهن العقاري السكنية، لتحفيز النمو في الميزانية العمومية. وقد أدت عمليات شراء الأصول المباشرة هذه إلى التكهّنات بأن هذا التعهد الأخير يشكل بلا أدنى شك برنامجاً للتيسير الكمي، حيث أن عمليات الإقراض الطويلة الأجل التي قام بها البنك المركزي الأوروبي كانت سبباً في تعزيز الميزانية العمومية في السابق إلى 3 مليارات يورو، وذلك بحلول مارس 2012. ويبدو أن البنوك التجارية فرضت هذا القرار. نظرًا لأن الظروف المالية في منطقة اليورو أكثر استقرارًا مما كانت عليه خلال الأزمة، لذلك لا تحتاج البنوك إلى اقتراض نفس الكميات من البنك المركزي الأوروبي التي تقدم ميزانيتها العمومية (Matthew, 2014)

أحرزت تدابير البنك المركزي الأوروبي تقدم كبير بعد الأزمة. فظهرت الآثار المالية لتطبيقات "التيسير الكمي" لدى البنوك خلال التغييرات في الممارسة وتوسيع القاعدة النقدية، كما ظهرت في الميزانية العمومية الآثار المالية الإيجابية الأخرى، وفي أرصدة المالية العامة ظهرت تحسينات وشهدت مديونية القطاع الخاص انخفاضًا ملحوظًا. وعلى الجانب الاقتصادي، سمحت هذه التطورات بتفاؤل حذر بشأن تحسن الظروف الاقتصادية حيث بدأت جهود البنك المركزي الأوروبي لإعادة التوازن إلى اقتصادات منطقة اليورو في الازدهار. ومع ذلك، تشير التجربة التاريخية إلى أن مزيجًا من الانكماش الاقتصادي، الذي تعقبه أزمة مالية، يؤدي عادة إلى ركود طويل المدى، يتسم بتسريح العمال وانخفاض الرفاهية. وعليه أنشأ الاتحاد الاقتصادي والنقدي العديد من مؤسسات الإصلاح التي تعمل كأساس للعودة إلى النمو المستدام والاستثمارات الإنتاجية وخلق فرص عمل جديدة (Praet, 2013)،

والجدول الموالي يوضح بعض إعلانات البنك المركزي الأوروبي بخصوص التسهيلات الكمية.

جدول رقم (4.3): إعلانات البنك المركزي الأوروبي بشأن برنامج التسهيلات الكمية

البرنامج	التاريخ	المحتوى المعلن عنه
LTRO	2008/03/28	تم توسيع عمليات LTRO: تم الإعلان عن عمليات LTRO لمدة 6 أشهر
FRFA	2008/10/15	توسيع عمليات إعادة التمويل: سيتم إجراء جميع عمليات إعادة التمويل من خلال عطاءات ذات سعر ثابت وتخصيص كامل؛ تم توسيع قائمة الأصول

المؤهلة كضمان في العمليات الائتمانية مع البنك لتشمل الأصول ذات التصنيف المنخفض (باستثناء الأوراق المالية المدعومة بالأصول) والأصول غير المقومة باليورو		
أعلن CBPP / توسيع LTRO: سيقوم البنك المركزي الأوروبي بشراء 60 مليار يورو من السندات المغطاة المقومة باليورو. تم الإعلان عن عمليات LTRO لمدة 12 شهرًا.	2009/05/07	CBPP/LTRO
أعلنت SMP: سيقوم البنك المركزي الأوروبي بإجراء تدخلات في أسواق سندات الدين العامة والخاصة في منطقة اليورو. سيتم تقييم المشتريات	2010/05/10	SMP
انتهى CBPP: تنتهي عمليات الشراء في الموعد المحدد؛ سيتم الاحتفاظ بالسندات المشتراة حتى تاريخ الاستحقاق	2010/06/30	CBPP
أعلن CBPP2: سيقوم البنك المركزي الأوروبي بشراء 40 مليار يورو من السندات المغطاة المقومة باليورو.	2011/10/06	CBPP2
توسيع عمليات إعادة التمويل الطويلة الأجل: الإعلان عن عمليات إعادة التمويل الطويلة الأجل لمدة 36 شهرًا؛ مع توسيع الضمانات المؤهلة.		
البنك المركزي الأوروبي يخفض السعر الرئيسي وسعر الفائدة على إعادة التمويل بنسبة 0.25% إلى 1%، وسعر الفائدة على تسهيل الإقراض الهامشي بنسبة 0.25% إلى 1.75%.	2011/12/08	LTRO
أشار رئيس البنك المركزي الأوروبي ماريو دراغي إلى أن البنك المركزي الأوروبي سوف يقوم بتوسيع مشتريات الديون السيادية.	2012/08/02	OMT
إعلان OMTs: البلدان التي تتقدم بطلب إلى آلية الاستقرار الأوروبية (ESM) ⁽¹⁾ للحصول على المساعدة وتلتزم بشروط وأحكام الآلية، ستكون مؤهلة لشراء ديونها بمبالغ غير محدودة في السوق الثانوية من قبل البنك المركزي الأوروبي	2012/09/06	OMT

المصدر: اعداد الطالب بالاعتماد على (Fawley & Neely, 2013, p. 62)

ومن مجمل ما تقدم ذكره، أضاف كل من كلاوديو وديساتات (2009)، تقييماً لسياسة التسهيل الكمي من زاوية سياسة الميزانية العمومية للبنوك المركزية، حيث يرى السالفي الذكر أنه يمكن اعتبار استجابة سياسة بنك اليابان مزيجاً من سياسة إدارة شبه الديون وسياسة احتياطات البنك. ومع الزيادة الكبيرة في مشتريات السندات الحكومية، فإنها تلي معايير نية أشباه الديون في تغيير تركيبة المطالبات التي يملكها القطاع الخاص. كما يعتبران سياسة احتياطات

1 - ESM: "European Stabilization Mechanism"

البنوك هي الشكل الأكثر شمولاً للتدخل وينصب تركيز بنك اليابان على تخفيف تشديد شروط الائتمان من خلال توسيع الميزانية العمومية، وهو ما يعادل زيادة القاعدة النقدية.

أما بخصوص البنك المركزي الأوروبي، فيرى الخبيران، أنه البنك الوحيد الذي نفذ سياسة احتياطات البنوك السلبية إلى حد ما، مع التركيز على سياسة ائتمانية صارمة. في ذات السياق اعتبرا تخفيف التوترات في سوق ما بين البنوك وتقليص الفوارق كان جانباً مهماً من برنامج التيسير الكمي للبنك المركزي الأوروبي وكانت سياسة الائتمان وسيلة لتحقيق هذه الغاية.

أما بشأن توسيع الضمانات المؤهلة، وإطالة آجال استحقاق عمليات إعادة التمويل، وإنشاء خطوط المبادلة، فقد كانت حسب السالفي الذكر، أنها خطوات مهمة اتخذها البنك المركزي الأوروبي لتنفيذ تدفق ثابت لاحتياطات البنوك.

في حين وضحا أيضاً، أن بنك إنجلترا اعتمد على الائتمان وإدارة شبه الديون من خلال المشتريات المباشرة للأوراق المالية للقطاعين العام والخاص، لخفض العائدات والديون الحكومية. كما اهتم ذات البنك، بسياسة احتياطات البنوك أين تحولت أداة السياسة النقدية نحو كمية الأموال بدلاً من سعر الفائدة. أما عن تنفيذ التيسير الكمي من قبل الاحتياطي الفيدرالي-حسب كلاوديو وديساتات- فقد اعتمد بكل رئيسي على سياسة إدارة شبه الديون، من خلال المشتريات المباشرة للديون الحكومية، كما نفذ بنك الاحتياطي الفيدرالي سياسة الائتمان إلى حد كبير وخاصة خلال المرحلة الأولى من التيسير الكمي، مباشرة بعد انهيار النظام المالي جراء سقوط ليمان براذرز. وتم استخدام سياسة الائتمان لتخفيف هذه الظروف من خلال شراء الأصول في المرحلة الأولى من التيسير الكمي، واستمرار تنفيذ هذا الاجراء من خلال التيسير الكمي الثاني والثالث.

لم يستخدم الاحتياطي الفيدرالي سياسة احتياطات البنوك على عكس البنوك المركزية الأخرى بسبب إصرار البنوك على أنها تستخدم التيسير الائتماني بدلاً من التيسير الكمي. لكي يتم اعتبارها سياسة احتياطات البنك، كما يجب تحديد هدف محدد لاحتياطات البنك، ولم يفعل بنك الاحتياطي الفيدرالي ذلك. وكان تركيزه على كل قطاع من قطاعات السوق، مثل سوق الإسكان، والسلوك الاستثماري، وما إلى ذلك، ولكن ليس على زيادة أو خفض الاحتياطات نفسها. (Claudio & Piti, 2009, pp. 22-24)

خلاصة الفصل

تم التطرق في هذا الفصل إلى مفهوم التسهيل الكمي بوصفه، أنه حتى لو يقترب سعر الفائدة القصير الأجل من الصفر ولم تعد تخفيضاته الإضافية مرغوبة، قد يقوم البنك المركزي بتحفيز الاقتصاد بتحويل تركيزه على القروض طويلة الأجل. ومن خلال عمليات شراء واسعة النطاق للأصول ذات آجال استحقاق متوسطة إلى طويلة الأجل، حيث يهدف البنك المركزي إلى خفض عوائدها طويلة الأجل وبالتالي خلق ضغط تصاعدي على أسعارها، مما ينبغي تشجيعاً على زيادة الاستهلاك والإنفاق.

ثم تطرقنا إلى الخلفية التاريخية لهذه الاداة بداية من ثلاثينيات القرن العشرين من قبل الاحتياطي الفيدرالي، وبنك اليابان في التسعينات ثم اعاد انتهاج ذات الاسلوب النقدي بداية من 2001، ومؤخراً من قبل بنك إنجلترا وفي العديد من دول العالم.

وبشكل عام، يهدف البنك المركزي من خلال سياسة التسهيل الكمي إلى زيادة معدل التضخم المتوقع لتخفيض معدل الفائدة الحقيقي، حتى يتمكن الأفراد والشركات من الرفع من مستوى حجم الاستهلاك والتوجه لسوق الاستثمار الحقيقي. أين تم تصميم المحفزات الناجمة عن هذه السياسة للتأثير بشكل إيجابي على الاقتصاد. والمتمثلة عموماً في الأدبيات الاقتصادية في قنوات: الإشارات، إعادة توازن المحفظة، وعلاوة السيولة.

في ذات السياق، قد تتوقف فعالية التسهيل الكمي، ولا تكون لهذا الأسلوب قيمة إلا بقدر ما يفيد أو بقدر ما يتولد عنه من مخاطر، ومن أجل الحد من المخاوف بشأن التضخم ومخاطر سحب السيولة قبل الأوان في حين لا يزال التعافي هشاً، فسوف تحتاج السلطات النقدية إلى توصيل استراتيجيات الخروج الخاصة بها إلى الأسواق بوضوح. كون البنوك المركزية لديها أدوات كافية للسيطرة على الظروف النقدية أثناء الخروج.

في ختام الفصل، تم التطرق لتجارب بنوك مركزية رائدة انتهجت هذا الأسلوب، حيث ما تمت ملاحظته في هذا الشأن، هو تباين واختلاف برامج التيسير الكمي التي قام به كل بنك.

نجد في كل من اقتصادات الولايات المتحدة والمملكة المتحدة، أسواق السندات أكثر أهمية من البنوك في حين تلعب البنوك دوراً أكثر أهمية في أوروبا واليابان.

وبالتالي اختار كل بنك مركزي أساليبه لتوفير السيولة ودعم النظام المالي الذي يعكس هيكل اقتصاده.

الفصل الرابع:

تطبيق التسهيل الكمي في الجزائر

تمهيد

1. المسار التشريعي لأهداف وأدوات السياسة النقدية في الجزائر.
2. دوافع وأسباب انتهاج سياسة التسهيل الكمي في الجزائر.
3. التفعيل الاقتصادي لآلية التسهيل الكمي في الاقتصاد الجزائري.
4. سقف الاصدار النقدي الجديد وفق التشريع المصرفي الجزائري.
5. مجالات استخدام التمويل غير التقليدي في الجزائر.
6. تحديات تطبيق سياسة التسهيل الكمي في الجزائر.

خلاصة الفصل

تمهيد

يعتمد الاقتصاد الجزائري على قطاع المحروقات كمصدر رئيسي للإيرادات بنسبة تتجاوز 95%، لذلك بقي اقتصادها مرهونا بالتغيرات الحاصلة في أسعار النفط، بالرغم من محاولات الحكومة الحديثة لتنويع مصادر الثروة.

أين قامت بتغيير اتجاه سياستها الاقتصادية من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق، الأمر الذي تطلب منها مواكبة هذا التوجه بسياسات مالية ونقدية لتحفيز الطلب الكلي، وهو ما انبثق عنه العديد من الإصلاحات خاصة في القوانين المصرفية، قصد الوصول إلى سلطة نقدية مستقلة تضمن فعالية السياسة النقدية على المؤشرات الكلية بما يرغب في تحقيقه من الأهداف الاقتصادية.

ومع تداعيات الأزمة النفطية لسنة 2014، أصبح يشكل العجز الموازي ضغطا كبيرا على نمو الاقتصاد الجزائري، نتيجة الارتفاع المستمر للإنفاق العام وما يقابله من تراجع في إيرادات الجباية المتأتية من قطاع المحروقات، الأمر الذي انعكس سلبا على الوضع المالي للبلاد. فلم تجد الجزائر أمامها خيارا أفضل لضمان استمرارية تمويل نموذجها التنموي إلا بانتهاجها سياسة التسهيل الكمي كآلية للتمويل غير التقليدي وذلك من خلال تميم قانون النقد والقرض 90-10 بموجب القانون 17-10 الصادر في 11 أكتوبر 2017 المتمم للأمر 03-11 الصادر في 26 أوت 2003، ويظهر التعديل من خلال إدراج المادة 45 مكرر من القانون 17-10 التي أعطت شكلا جديدا للعملية التمويلية المرتبطة بين بنك الجزائر والخزينة العمومية، بالرغم من ما طالها من اعتراض بسبب الآثار السلبية المحتمل توقعها على الاقتصاد الجزائري، نظرا لاختلاف اقتصاديات الدولة المتقدمة التي طبقت هذا الأسلوب عن الاقتصاد الجزائري.

وبالتالي سنحاول من خلال هذا الفصل، الانطلاق من تشخيص وتحليل مسار السياسة النقدية في الجزائر، ثم الإلمام بالظروف والأسباب التي مهدت ودفعت بالحكومة الجزائرية إلى انتهاج سياسة التسهيل الكمي، يلها التطرق إلى التفعيل الاقتصادي لهذه الأسلوب النقدي المتطرف مجالات الاستخدام وتحديات تطبيقه، ليختتم الفصل بنمذجة قياسية استشرافية لأثر التسهيل الكمي في الاقتصاد الجزائري.

1. المسار التشريعي لأهداف وأدوات السياسة النقدية في الجزائر

من أجل الوصول إلى الأهداف المسطرة من قبل السلطات النقدية، يقتضي الأمر على الأقل تغييرا في إحدى أدوات السياسة النقدية المطبقة من قبل البنك المركزي، حتى يتمكن من تغيير اتجاه السياسة النقدية من سياسة نقدية توسعية إلى سياسة نقدية انكماشية، أو العكس، وذلك حسب مقتضيات ومتطلبات الوضع الاقتصادي السائد، بغية الوصول إلى الهدف و/أو الأهداف المسطرة من طرف السلطة النقدية.

على هذا النحو، شهد الاقتصاد الجزائري عدة تقلبات خلال الفترة الممتدة من بداية صدور القانون رقم 90-10 المتعلق بالنقد والقرض، إلى غاية إعلان الحكومة الجزائرية تبنيها سياسة التمويل غير التقليدي سنة 2017، الأمر الذي جعل السياسة النقدية المطبقة من طرف بنك الجزائر تغيير اتجاهها حسب الوضعية الاقتصادية السائدة، لذا نجد أنه من الضروري التطرف في بداية الأمر لعرض أهداف السياسة النقدية الواردة في التشريع الجزائري المتعلق بالجانب المصرفي قصد معرفة السبب الذي من أجله تم تطبيق الاداة و/أو الأدوات النقدية، ولو شمل التحليل السنوات القليلة اللاحقة وذلك حسب مقتضيات الدراسة.

1.1 مسار الإطار التشريعي لأهداف السياسة النقدية في الجزائر

يعتبر صدور القانون رقم 90-10 المتعلق بالنقد والقرض المؤرخ في 14 أبريل 1990، بمثابة وثبة نوعية لتجسيد عمليات الإصلاح الاقتصادي التي تبنتها الجزائر للانتقال من الاقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق، حيث جاء هذا القانون من أجل إصلاح النظام المصرفي واعطاء المهام الحقيقية لكل من بنك الجزائر، الخزينة العمومية والبنوك التجارية.

أما بخصوص أهداف السياسة النقدية لبنك الجزائر، فقد تم تحديدها بموجب نص المادة 55 من القانون السالف الذكر كالاتي: " تتمثل مهمة البنك المركزي في مجال النقد والصرف في توفير أفضل الشروط لنمو منتظم للاقتصاد الوطني والحفاظ عليها بإنماء الطاقات الإنتاجية الوطنية مع السهر على الاستقرار الداخلي والخارجي للنقد" (الجريدة الرسمية-العدد 16، 1990) حيث بتحليل محتوى نص هذه المادة، يمكن القول أن الأهداف النهائية المسطرة من قبل بنك الجزائر تتمثل في:

أولاً: تحقيق النمو المنتظم للاقتصاد الوطني

ثانياً: هدف التشغيل الكامل

ثالثاً: هدف المحافظة على الاستقرار الداخلي والخارجي للنقد

إلا أنه غالباً لما تعدد الأهداف، تضارب فيما بينها، ويستحيل تحقيق جميعها في آن واحد وهو ما جعل الاقتصاد الجزائري في ظل قانون 90-10 يشهد بنسب مرتفعة في معدلات التضخم والبطالة مع انخفاض في قيمة العملة، الأمر الذي جعل من السلطة النقدية في الجزائر أن تعيد النظر في صياغة هذه الأهداف.

على هذا النحو، جاء أول تعديل بموجب نصب المادة 35 من الأمر 03-11، الصادر في 26 أوت 2003 المعدل والمتمم لقانون النقد والقرض على أنه " تتمثل مهمة بنك الجزائر في ميادين النقد والقرض والصرف في توفير أفضل الشروط والحفاظ عليها لنمو سريع للاقتصاد مع السهر على الاستقرار الداخلي والخارجي للنقد" (الجريدة الرسمية العدد 52، 2003)

بقراءة محتوى هذه المادة، نجد أنه تم تغيير المصطلح الكيفي "منتظم" المذكور سابقاً في المادة 55 من القانون 90-10، بمصطلح "سريع" الذي يحمل دلالة كمية، حيث يعكس هذا التغيير "أن وظيفة التفضيل لصانع السياسات فقدت طابعها الاستراتيجي الطويل الأجل. وبالرغم من أن هناك احتمال كبير لأن يكون اقتصار الرؤية الاستراتيجية المستقبلية لتنمية الاقتصاد الوطني، تحت تأثير ظروف الركود في عشرية التسعينات، لصالح إنعاش النمو الاقتصادي، والذي سيكون في أسرع وقت ممكن. لكن في مقابل ذلك، أُخْتُزِلَ هدف التنمية الطويل الأجل في تحقيق هدف قصير أو متوسط الأجل ممثلاً في النمو الاقتصادي السريع. يترتب على ذلك، أن تكون الأهداف النهائية للسياسة النقدية هي استقرار الأسعار وسعر الصرف، بما يتوافق مع معدلات النمو الأعلى الممكن تحقيقها لتعزيز التنمية السريعة للاقتصاد" (عميروش شلغوم، 2017، صفحة 36)

في ذات السياق، أبقى الأمر 03-11 على تعدد الأهداف النهائية للسياسة النقدية من خلال المحافظة على الاستقرار الداخلي والخارجي للنقد، "أي لم يستفد من التطور الحاصل في المجال النقدي في عدة دول، والذي حصر أهداف السياسة النقدية في استقرار المستوى العام للأسعار فضلاً على ذلك، يتمثل الهدف الرئيسي للسياسة النقدية في الواقع العملي في استقرار الأسعار، إذ احتفظ به بنك الجزائر بصراحة، كهدف رئيسي وحيد منذ 2001 من دون رد فعل أية هيئة. حيث تعكس هذه الحالة، وجود مشكلة في التناسق والمصدقية المؤسسية وأهميتهما لحسن سير المرحلة الانتقالية". (عميروش شلغوم، 2017، صفحة 37)، بينما ورد في التقرير السنوي لبنك الجزائر لسنة 2002 أن الهدف النهائي للسياسة النقدية هو استقرار الأسعار، والذي يعرف على أنه ارتفاع محدود في مؤشر أسعار المستهلكين (Banque d'Algérie, Rapport Annuel, 2002, p. 65) بينما ورد في التقرير السنوي لبنك الجزائر سنة 2003 أن الهدف النهائي للسياسة النقدية هو الحفاظ على استقرار النقدي من خلال استقرار الأسعار، الذي يعرف بأنه زيادة محدودة في مؤشر أسعار المستهلكين (Banque d'Algérie, Rapport Annuel, 2003, p. 91)، وفي هذا السياق، اتبع بنك

الجزائر سياسة تثبيت سعر الصرف الفعلي الحقيقي للدينار، وذلك تماشيا مع سلوك السياسة النقدية الرامية إلى الحفاظ على مستوى منخفض للتضخم (أقل من 3%) (Banque d'algérie, Rapport Annuel, 2003, p. 34)

علاوة على ذلك، استمر بنك الجزائر بالتصريح بنسبة أقل من 3% لمعدل التضخم كهدف نهائي للسياسة النقدية حتى نهاية سنة 2006، بينما في سنتي 2007 و2008 صرح بمجال لمعدل التضخم ما بين 3% و 4% (Banque d'algérie, Rapport Annuel, 2008, p. 42). أما في سنة 2009 فقد أصبح معدل التضخم مستهدف في حدود 4% (Banque d'algérie, Rapport Annuel, 2009, p. 166)

ما نستشفه مما سبق، أن بنك الجزائر بعدما صرح باستقرار الأسعار كهدف نهائي، انتقل إلى تحديد معدل مستهدف للتضخم، ثم مجال ليستهدف سنة 2009 معدل 4%، وهو الامر الذي يتعارض مع الاهداف النهائية التي جاء بها محتوى المادة 35 من الأمر 03-11، كونها استئنبت استقرار أسعار الصرف وكذا هدف النمو السريع للاقتصاد، حيث بقي هذا الوضع مستمرا إلى غاية تعديل وتتميم المادة 35 من الأمر السالف الذكر بموجب المادة 02 من الأمر 04-10 الصادر بتاريخ 26 أوت 2010 والتي نصت على " تتمثل مهمة بنك الجزائر في الحرص على استقرار الأسعار كهدف نهائي للسياسة النقدية، وفي توفير أفضل الشروط في ميادين النقد والقرض والصرف والحفاظ على عليها لنمو مدعم للاقتصاد مع السهر على الاستقرار النقدي والمالي " (الجريدة الرسمية-العدد 50، 2010، صفحة 11)

يتضح من خلال نص المادة 02 من الأمر 04-10، " أن استقرار المستوى العام للأسعار هو الهدف النهائي الوحيد للسياسة النقدية، وبالتالي، فإن هذا التعديل تجاوز القصور الوارد في الأمر 03-11 والمتمثل في تعدد أهداف السياسة النقدية. حيث سمح هذا التعديل بتجاوز مشكلة قصور الرؤية الاستراتيجية لواضعي السياسات، بالتأكيد على أن مساهمة السياسة النقدية (مع باقي أدوات السياسة الاقتصادية) ستكون بتوفير أفضل الشروط في ميادين النقد، والقرض والصرف والحفاظ عليها لتحقيق نمو مدعم (بدلا من سريع) للاقتصاد، والذي سيكون نموا منتظما ومستمرا في المدى الطويل. في حين، يدل إضافة هدف الاستقرار النقدي والمالي على أن بنك الجزائر أخذ بعين الاعتبار تطورات الفكر المصرفي والنقدي بعد أزمة الرهن العقاري، والتي استوجب أن تتضمن أهداف البنك المركزي هدف الاستقرار المالي " (عميروش شلغوم، 2017، الصفحات 37-38)

2.1 مسار تطور الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في الجزائر

تحولت السياسة النقدية في الجزائر من اتجاه انكماشى إلى آخر توسعي، وبالتالي كان لزاما على السلطة النقدية أن تعمل على تغيير الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية حسب الوضع والحالة الاقتصادية، خاصة بعد صدور قانون النقد والقرض 10-90 الذي أعطى للسلطة النقدية الاستقلالية مع إلزامية تطبيق هذه الأدوات في مراقبة النقد والائتمان.

و"لبلوغ أهداف السياسة النقدية المسطرة من طرف مجلس النقد والقرض عند بداية كل سنة مالية، يتوفر لدى بنك الجزائر أدوات السياسة النقدية التالية؛ عمليات إعادة الخصم الاحتياطي الاجباري، عمليات السوق المفتوحة والتسهيلات الدائمة" (بنك الجزائر-النظام رقم 09-02، 2009).

1.2.1 أداة إعادة الخصم

تعد هذه الاداة من أقدم الأدوات التي كانت السلطة النقدية في الجزائر تعتمد عليها من أجل التحكم في القروض وحجم الودائع لدى البنوك التجارية، وكذا مقدرتها على خلق الائتمان. وبعد صدور القانون المذكور أعلاه، تغيرت تقنيات أداة إعادة الخصم، "حيث كان فيما سبق تغيير معدل إعادة الخصم لا يتم كل سنة ولكن مع صدور قانون النقد والقرض السالف الذكر، صار هذا المعدل يعدل تقريبا كل عام، بفعل النمو الشديد للكتلة النقدية والذي يرجع إلى تحرير الأسعار وتحقيق البنك المركزي لأهدافه خاصة منها التخفيف من حدة التضخم" (دوفي و عيساوي، 2000، صفحة 24)

في هذا السياق، وضح قانون النقد والقرض 10-90 شروط استخدام هذه الأداة من قبل البنك المركزي من خلال مواده (69-70-71-72) وعدد ذلك في الآتي:

- يمكن أن يعيد الخصم أو يأخذ تحت نظام الأمانة من البنوك سندات مضمونة، تمثل عمليات تجارية.

- يمكن أن يخصم ثمانية لمدة 6 أشهر على الأكثر من البنوك مستندات تمويل تمثل قروض موسمية أو قروض تمويل قصيرة الأجل.

- يمكن أن يخصم ثمانية لمدة أقصاها 6 أشهر من البنوك، سندات مصدرة أساسا لإحداث قروض متوسطة الأجل.

- يمكن خصم السندات العمومية التي تصدرها الدولة لصالح البنوك والمؤسسات المالية، لا تتعدى الفترة المتبقية حتى استحقاقها ثلاثة أشهر. (الجريدة الرسمية-العدد16، 1990، الصفحات 529-528)

بينما وضح النظام رقم 01-2000 المؤرخ في 13 فيفري 2000 المتعلق بعمليات إعادة الخصم والقروض الممنوحة للبنوك والمؤسسات المالية. وبشكل أحسن المعايير والشروط المتعلقة بعمليات إعادة خصم السندات العمومية والخاصة، حيث بموجب المادة 02 منه، " يمكن أن يقوم بنك الجزائر بإعادة خصم السندات الممثلة لعمليات تجارية وكذا سندات التمويل والسندات التي تمثل قروضا متوسطة الأجل لصالح البنوك والمؤسسات المالية، على أن تستوفي هذه السندات شروط الشكل والمضمون المنصوص عليها في القانون التجاري، وأن تكون مطابقة لأحكام القانون 90-10 كما يجب أن تكون مقومة بالعملة الوطنية ومبالغها مطابقة تماما للقروض المستعملة فعلا من طرف المستفيد" على أن "يحدد مجلس النقد والقرض دوريا قائمة السندات العمومية المقبولة للخصم من قبل بنك الجزائر" حسب نص المادة 03 من ذات النظام. (بنك الجزائر-النظام رقم 01-2000، 2000)، وهو الأمر الذي تم تأكيده فيما بعد بموجب نص المادة 41 من الأمر 03-11.

في حين وضحت المادة 03 منه، أنه " يمكن بنك الجزائر أيضا، أن يخصم السندات العمومية الصادرة أو المضمونة من قبل الدولة، لا سيما سندات الخزينة القصيرة الأجل التي تساوي أو تقل عن السنة الواحدة، وسندات الخزينة المتوسطة الأجل التي تتراوح مدتها بين سنتين وخمسة سنوات و السندات طويلة الأجل التي تفوق مدتها 5سنوات." علما أنه بموجب المادة 06 منه "لا يمكن أن يتجاوز في أي وقت من الأوقات المبلغ الكلي القائم للعمليات الخاصة بالسندات المحصنة من طرف بنك الجزائر 20% من الإيرادات العادية للدولة المسجلة خلال السنة المالية السابقة" (بنك الجزائر-النظام رقم 01-2000، 2000)

أما بصدور "النظام رقم 01-15 المؤرخ في 19 فيفري 2015 المتعلق بعمليات خصم السندات العمومية، إعادة خصم السندات الخاصة، التسبيقات والقروض للبنوك والمؤسسات المالية"، تم تحديد القواعد والشروط والاجراءات التي يطبقها بنك الجزائر في هذا الشأن كالآتي:

بالنسبة لخصم السندات العمومية، وضحة المادة 06 من النظام 01-15، أن عمليات الخصم تخص السندات القابلة للتداول المصرفي ذات أجال استحقاق عن ثلاثة أشهر، كما تخص أيضا السندات ذات أجال استحقاق اعتيادية تفوق ثلاثة أشهر وتقل أو تساوي ثلاثة سنوات لمدة لا تتجاوز ستون يوما، فيحين لا يمكن لإقراض بنك الجائر بموجب هذه الفئة من السندات أن يتجاوز 90% من القيمة الاسمية لها. أما بخصوص إعادة خصم السندات الخاصة فقد تضمن محتوى المادة 09 من ذات النظام أنه تمثل السندات الخاصة القابلة لإعادة الخصم العمليات

التجارية التي لا تتجاوز المدة المتبقية لاستحقاقها ستة أشهر، أما بشأن تسقيف سلفيات بنك الجزائر بخصوص عمليات إعادة الخصم، فقد تم تحديده بموجب المادة 13 من ذات النظام حسب جودة السندات المقدمة، بواقع 70% بالنسبة للسندات التجارية و 50% من القيمة الاسمية بالنسبة إلى العمليات الأخرى. (بنك الجزائر-النظام رقم 01-15، 2015)

علاوة على ذلك، شهد معدل إعادة الخصم ارتفاعا مستمرا بداية من سنة 1990، فبعد أن كانت نسبته 10.5% بلغت 15% سنة 1994، ومرد ذلك السياسة النقدية الصارمة التي يتبعها بنك الجزائر من أجل التحكم في التضخم، وبداية من صيف 1995 حتى نهاية سنة 2020، تراجع معدل إعادة الخصم وعرف انخفاضا مستمرا ومتواصلا، نظر للتحكم في التضخم، أما في مطلع سنة 2002 ظهر فائض في السيولة¹، أين تراجع عمل هذه الأداة، فانخفض لجوء البنوك التجارية للإعادة التمويل لدى بنك الجزائر من (170,5 مليار دج) سنة 2000 إلى (102,9 مليار دج) في شهر جوان 2001، الأمر الذي أدى إلى انخفاض نمو الكتلة النقدية وبالتالي تسببت السيولة الفائضة في ارتفاع ودائع البنوك التجارية لدى بنك الجزائر من (611 مليار دج) سنة 2003 إلى (673 مليار دج) سنة 2004 لتواصل الارتفاع إلى غاية سنة 2009 أين بلغت (1849,8 مليار دج). أما بداية من سنة 2004 إلى غاية 2006 فقد عرفت أداة إعادة الخصم مرحلة استقرار بمعدل 4% بعدما كان في الثلاثي الأول من سنة 2004 يقدر بـ 4,50% لينخفض إلى 3,5% منذ نهاية سنة 2016 ويثبت عند هذا المستوى، وبالتالي يمكن القول أن أداة إعادة الخصم همشت ولم تكون فعالة، بسبب السيولة الفائضة في الاقتصاد وعدم لجوء البنوك التجارية لإعادة التمويل لدى البنك المركزي وبداية من السداسي الثاني لسنة 2017 ألغي دور أداة إعادة الخصم وتحول لتطبيق عمليات السوق المفتوحة لضخ السيولة وإدخال معدل الفائدة التوجيهي (سامية، 2022، الصفحات 164-165)

2.2.1 أداة الاحتياطي الإلزامي

تعتبر هذه الأداة من أهم الأدوات النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية للتحكم في سيولة البنوك التجارية، حيث بموجبها تلزم البنوك التجارية بوضع جزء من ودائعها وأصولها النقدية على شكل رصيد دائم لدى البنك المركزي، وحسب حالة الاقتصاد يتم التغيير في قيم معدل أداة الاحتياطي الاجباري، وذلك من خلال رفع المعدل في حالة رغبة السلطة النقدية في تقليص المعروض النقدي، وخفضه في حالة الرغبة في زيادة حجم المعروض النقدي.

¹ - فائض السيولة: "هو الفرق بين إجمالي الودائع في البنوك التجارية وإجمالي القروض التي منحها"

بينما وضحت المادة 93 من القانون، 90-10، أنه يحق للبنك المركزي الجزائري ان يفرض على البنوك أن تودع لديه في حساب مجمد ينتج فوائد أو لا ينتجها، احتياطا يحسب على مجموع ودائعها، يدعى هذا الأخير بالاحتياطي الالزامي، لا يمكن ان يتعدى 28% من البالغ المعتمدة كأساس لاحتمسابه إلا في حالات الضرورة المثبتة قانونا (الجريدة الرسمية-العدد16، 1990، صفحة 531)

وبموجب تعليمة صادرة عن بنك الجزائر تحت رقم 94-73 بتاريخ 28 نوفمبر 1994 تتعلق بنظام الاحتياطيات الإلزامية، يسري تكوين الاحتياطيات من اليوم الخامس عشر من كل شهر إلى اليوم الرابع عشر من الشهر التالي، على جميع الودائع بالدينار على اختلاف أنواعها (الودائع تحت الطلب، الودائع لأجل، حسابات التوفير، شهادات الادخار وغيرها) لدى البنوك والمؤسسات المالية. التي بدورها ترسل إلى بنك الجزائر في أجل 10 أيام التالية لنهاية الفترة المشار إليها أعلاه، التصريح عن الودائع عن الشهر الموافق لبداية فترة تكوين الاحتياطي المعني، بحيث يقوم بنك الجزائر بتقييم الاحتياطيات الإلزامية التي سيتم تكوينها، على أساس ودائع الشهر السابق. على هذا النحو، يتم تكوين الاحتياطيات على فترات شهرية على أساس عناصر الشهر الحالي لبدء فترة تكوين الاحتياطي المعني بنسبة 2.5% على جميع الودائع المبينة أعلاه. وفي حالة عدم قيام البنك أو المؤسسة المالية بتكوين احتياطيات كافية خلال الآجال المحددة، وجب تقديم توضيح لمحافظ بنك الجزائر الذي يجوز له منح هذا البنك أو المؤسسة المالية بشكل استثنائي فترة من الوقت لتكوينها، أو اقتراح عقوبات إدارية على اللجنة المصرفية. (Banque d'Algérie-Instruction N°73-94, 1994)

ومع ذلك لم يتم التطبيق الفعلي لهذه الأداة إلا في سنة 2001 بموجب التعليمة رقم 2001-01 المؤرخة في 11 فيفري 2001 المتعلقة بنظام الاحتياطي الإلزامي (Banque d'Algérie-Instruction N°01-01, 2001)، ويعود هذا إلى ضعف سيولة البنوك التجارية سنوات التسعينات، أما سبب تجسيدها الفعلي على أرض الواقع بداية من سنة 2001 مرده بالدرجة الأولى لارتفاع احتياطات الصرف الأجنبي الناتجة عن تحسن أسعار البترول. وبالتالي اصبحت هذه الأداة محل اهتمام السلطات النقدية في الجزائر، التي تراها تتماشى ورغبة البنك المركزي الجزائري في امتصاص حجم السيولة ذات الاتجاه التصاعدي من خلال الرفع من نسبة الأداة إلى 4% (Banque d'Algérie-Instruction N°01-01, 2001)، ثم إلى 4.25% اعتبارا من 15 ديسمبر 2001 (Banque d'Algérie-Instruction N°06-01, 2001)، ثم إلى 6.25% اعتبارا من 15 ديسمبر 2002 (Banque d'Algérie-Instruction N°06-02, 2002)، لتعرف بعدها استقرارا عند نسبة 6,5% خلال الفترة 2004-2007، (Banque d'Algérie-Instruction N°02-04, 2004)، أما في كل من 2008 و2009 فقد بلغت نسبة الأداة 8%، لترتفع بعدها إلى 9% سنتي 2010 و2011 (بنك الجزائر-النشرة الفصلية رقم 18، 2012، صفحة 17)

علاوة على ذلك، ارتفعت نسبة أداة الاحتياطي الالزامي إلى 11% سنة 2012، لتستقر عند 12% في الفترة 2013-2015، لتشهد نسبة الأداة انخفاضاً متسارعاً في سنة 2016 إلى 8%، ثم إلى 4% بداية من شهر أوت 2017 (بنك الجزائر-النشرة الفصلية رقم 42، 2018، صفحة 17)

ومرد ذلك تراجع حجم السيولة لدى البنوك التجارية بسبب انخفاض أسعار النفط في الأسواق العالمية

وبداية من شهر جانفي 2018 تم الرفع في نسبة الأداة من جديد إلى 10% واستقرت عند هذه النسبة في سنة 2019، ومرد ذلك ارتفاع حجم السيولة لدى البنوك التجارية بسبب التحسن الذي شهدته أسعار المحروقات، أما في سنة 2020 وما تسببت فيه جائحة كورونا من آثار اقتصادية، قام بنك الجزائر من أجل مجابهة تداعيات هذه الأزمة بتخفيض أداة الاحتياطي الإلزامي إلى 3% قصد الرفع من قدرة البنوك على منح الائتمان من أجل التشجيع على الاستثمار. (بنك الجزائر-النشرة الفصلية رقم 56، 2021، صفحة 17)

3.2.1 عمليات السوق المفتوحة

تم التطرق لهذه الآلية من خلال المادة 76 من قانون 90-10 التي حملت في طياتها أنه يمكن لبنك الجزائر التدخل في السوق النقدي كمشتري أو بائع على الخو سندات عامة تستحق في أقل من 6 أشهر، وسندات خاصة تكون موجهة للخصم أو لمنح القروض، وفق الشروط التي يحددها مجلس النقد والقرض، ولا يمكن أن تتم هذه العمليات لصالح الخزينة أو لصالح الجهات المصدرة للسندات، بينما وحت المادة 77 من ذات القانون أنه لا يجوز أن يتعدى المبلغ الاجمالي للعمليات التي يجريها البنك المركزي على السندات العمومية 20% من الايرادات العادية للدولة المثبتة في ميزانية السنة المالية السابقة. (الجريدة الرسمية-العدد 16، 1990، صفحة 529) في حين، أزال الامر 03-11 من خلال مادته 41 شرط هذا التسقيف. بينما تمت أول عملية سوق مفتوحة في الجزائر بتاريخ 30 ديسمبر 1996، عندما أقدم بنك الجزائر على شراء سندات عمومية لا تتجاوز 6 أشهر بمبلغ (4 ملايين دج) بمعدل فائدة قدره 14,94%. (صباح عجلان، 2019، صفحة 291)

فضلا على ذلك، تتم عمليات السوق المفتوحة في السوق النقدية بمبادرة من بنك الجزائر على فترات نضج من سبعة أيام إلى إثني عشر شهرا، وتنقسم الأدوات التي يمكن استعمالها ضمن عمليات السوق المفتوحة إلى ثلاثة فئات؛ تتمثل الفئة الأولى في عمليات التنازل المؤقت التي يقوم بها بنك الجزائر على سبيل الأمانة أو في شكل مستحقات خاصة مقبولة بموجب اتفاقيات نموذجية بين هذا الاخير والبنوك التجارية. أما الفئة الثانية فتتعلق بالعمليات المسماة النهائية (شراء وبيع أوراق عمومية)، وهي العمليات التي يقوم من خلالها بنك الجزائر بشراء أو بيع نهائي في سوق السندات المقبولة ولا تتم هذه العمليات إلا لأهداف هيكلية أو لغرض الضبط الدقيق ويمكن لهذه

العمليات أن تأخذ شكل مساهمة بالسيولة (شراء نهائي) أو سحب للسيولة (بيع نهائي)، وتقام هذه العمليات عن طريق الاعلانات عن المناقصة أو وفق إجراءات ثنائية. (بنك الجزائر-النظام رقم 09-02، 2009)

في حين خصلت الفئة الثالثة في استرجاع السيولة على بياض من خلال إعلان البنوك مناقصات لدى بنك الجزائر الذي يعود له الضبط الدقيق للسيولة البنكية وفق تاريخ استحقاق ثابت بفائدة. (بنك الجزائر-النظام رقم 02-09، 2009)، بينما وضحت التعليمات 02-02 المؤرخة في 11 أبريل 2002 المتعلقة باسترجاع السيولة من السوق النقدية، على أنه يخول بنك الجزائر استرجاع السيولة على بياض في أي مرة يراها ضرورية من خلال نداءات العرض الأنية في أجل يقدر بـ 2 ساعة بين الإعلان والتسجيل لنتائج عملية، كما يمكن لبنك الجزائر استدعاء البنوك لوضع السيولة لديه على شكل ودائع لـ 24 ساعة أو لأجل، بسعر فائدة بسيط يحسب على أساس العدد الفعلي للأيام / 360، تدفع الفائدة عند استحقاق الوديعة. (Banque d'Algérie-Instruction N°02-02، 2002)

ونظرا لما عرفته السيولة المصرفية في الجزائر من فوائض معتبرة بداية من 2001 إلى غاية 2012 بسبب تراكم الموجودات الخارجية، (بنك الجزائر، التقرير السنوي، 2012) الأمر الذي دفع لبنك الجزائر أن يعمل على تكييف وسائل السياسة النقدية مع هذه الظروف وفي هذه الفترة، لمنع انفلات التضخم. (بنك الجزائر-النشرة الفصلية رقم 56، 2021، صفحة 17)

ومن أجل استرجاع السيولة اعتمد بنك الجزائر على أداة استرجاع السيولة لمدة 7 أيام بداية من سنة 2002 بمعدل فائدة 2.75% ثم تخفيض هذا المعدل إلى 1.75% و 0.75% على التوالي سنتي 2003 و 2004، ليشهد معدل الفائدة ارتفاعا إلى 1.75% سنة 2005 ويبقى على هذه الوتيرة إلى غاية سنة 2008، وعلى ذكر سنة 2005 فقد أدرج بنك الجزائر لذات الغرض، أداة استرجاع السيولة لمدة 3 أشهر بمعدل فائدة 1.9% ليرفعه إلى 2% سنة 2006، وهو ذات المعدل سنة 2008 بعدما كان هذا المعدل في سنة 2007 عند نسبة 2.5% (Banque d'Algérie Bulletin trimestriel N°1، 2007، p. 19)، (بنك الجزائر-النشرة الفصلية رقم 20، 2012، صفحة 17)

في مارس 2009 قام بنك الجزائر بتخفيض معدلات الفائدة على استرجاع السيولة لمدة 7 أيام وكذا لمدة 3 أشهر على التوالي إلى؛ 0.75% و 1.25% وبقيت هذه النسب ثابتة إلى غاية سنة 2016 في ذات الشأن، أدرج بنك الجزائر أداة جديدة لاسترجاع السيولة لمدة 6 أشهر بمعدل فائدة ثابت 1.5% بداية من سنة 2013، لتوقف العمل بجميع هذه الأدوات في شهر مارس سنة 2017. (بنك الجزائر-النشرة الفصلية رقم 20، 2012، صفحة 17)، (بنك الجزائر-النشرة الفصلية رقم 40، 2017، صفحة 17)

وبسبب ظهور فائض سيولة بداية من سنة 2018 أدرجت من جديد أداة استرجاع السيولة لمدة 7 أيام من دون سواها، بمعدل فائدة 3,5% واستمر الاعتماد على هذه الاداة بنفس المعدل في سنة 2019 ليتم التوقع عن العمل بها مطلع سنة 2020 بسبب انخفاض السيولة المحلية الراجع إلى تداعيات انخفاض أسعار البترول التي كانت سببا في انخفاض صافي الأصول الخارجية وكذا جائحة كورونا (بنك الجزائر-النشرة الفصلية رقم 56، 2021، صفحة 17)

وقد ترافق عمليات السوق المفتوحة داخل السوق النقدية أدوات أخرى نوجزها في الآتي:

- الامانات (اتفاقية اعادة الشراء)

"نظام الامانات هي عمليات مضمونة تعتمد على تسليم أو التنازل مؤقتا عن سندات مقابل دين، أي قروض ممنوحة لمدة معينة منذ يوم اجراء العملية، وتكون هذه القروض مضمونة لمدة القرض، عند انقضاء اجل القرض يرجع البنك المقرض السندات للبنك المقترض" (صباح عجلان، 2019، صفحة 290).

-مزادات سندات الخزينة

"استحدث هذا النظام في اكتوبر 1995 ومن خلاله تقوم الخزينة العمومية بإصدار سندات عمومية وتطرحها عن طريق بنك الجزائر في السوق النقدية للمناقصة، بعرض تغطية احتياجاتها من التمويل، ويتعلق الامر بأذونات قصيرة الاجل لـ: (13، 26، 52) أسبوعا ، وأذونات خزينة لسنة و سنتين و خمس سنوات". (صباح عجلان، 2019، صفحة 290).

- مزادات القروض

"تمت أول عملية اعادة تمويل بتاريخ 22 ماي 1995 بعد صدور التعليم 95-28 بتاريخ 22 أفريل من نفس السنة، المتعلقة بتنظيم السوق النقدي . وفي عملية المزاد يعلن البنك المركزي رغبته في شراء بعض أنواع السندات الخاصة أو العامة، حيث يتحدد سعر كمية هذه العملية حسب استجابة البنوك لهذه المناقصة". (صباح عجلان، 2019، صفحة 291).

مع العلم، أن تدخل بنك الجزائر بهذه الادوات في السوق النقدية قد توقف منذ شهر ماي 2001 وهذا بسبب عدم تعهد البنوك في مزادات القروض وعدم لجوئها الى أخذ الامانات على 24 ساعة ولأجل. (صباح عجلان، 2019، صفحة 291) ناهيك عن المشاكل التي تواجهها من السوق المالية غير المتطورة وكذا السوق النقدية الضعيفة وهو ما أضعف من دورها في التأثير على حجم الائتمان.

تجدر الإشارة، أنه بعد التوقف الطويل لعمليات السوق المفتوحة للمدد (7 أيام، 3 أشهر، 6 أشهر و 12 شهرا)، اعتمدها بنك الجزائر من جديد وذلك بداية من شهر مارس 2017، كون هذه

الأداة تعمل على حسب الأوراق المالية التي في حوزة بنك الجزائر وكذا مقدرته على بيعها بأسعار متدنية من أجل رفع الطلب عليها، لتشهد نسبة هذه الأداة التي تتغير بشكل شهري انخفاضا إلى 3.00% نهاية سنة 2020 (بنك الجزائر-النشرة الفصلية رقم 56، 2021، صفحة 17)

4.2.1 أداة التسهيلات الدائمة

خُصت هذه الأداة بموجب المادة 26 من النظام 02-09 لتمويل البنوك بالسيولة أو سحبها منها، وهي عمليات تتم بمبادرة من البنوك في شكل، تسهيلات القرض الهامشي وتسهيلات الودائع المغلة للفائدة (بنك الجزائر-النظام رقم 02-09، 2009)

أما بخصوص آلية تسهيلة الوديعة المغلة للفائدة، فقد جاء تطبيقها انعكاسا لاستمرار ظاهرة فائض السيولة في النظام المصرفي الجزائري، بموجب التعليم رقم 05-04 الصادر في 14 جوان 2005 (Banque d'Algérie Instruction N°04-05, 2005)، وهي عبارة عن عملية إيداع لدى بنك الجزائر لمدة 24 ساعة، بحيث يمكن دخول البنوك المؤهلة قانونا إلى هذه التسهيلة في كل يوم عمل بناء على طلب يقدم لبنك الجزائر قبل اغلاق نظام الدفع بـ 30 دقيقة، في حين يحدد أجل استحقاق هذه الودائع عند افتتاح نظام الدفع في يوم العمل الموالي (بنك الجزائر-النظام رقم 02-09، 2009)

تعد هذه الأداة الأكثر فعالية ونشاطا منذ 2008 وهذا لامتناسها لجزء كبير من السيولة الفائضة، بالرغم من أن معدلات الفائدة عليها منخفضة مقارنة بأداة استرجاع السيولة. كما أنها تميزت بثبات معدلها عند 0.3% على طول فترة تطبيقها، ماعدا في سنتي 2007 و 2008 أين تم الرفع في هذا المعدل إلى 0.75% وبالتالي تعتبر هذه الأداة نشطة في امتصاص فائض السيولة بالرغم من أن معدلات الفائدة كانت منخفضة. (Banque d'Algérie Bulletin trimestriel N°1, 2007, p. 19)، (بنك الجزائر-النشرة الفصلية رقم 20، 2012، صفحة 17)، (بنك الجزائر-النشرة الفصلية رقم 40، 2017، صفحة 17)

بداية من سنة 2009 فقدت هذه الأداة نشاطها بسبب انخفاض فائض السيولة، أين تراجع معدل نمو الودائع المغلة للفائدة في ذات السنة إلى -27% ثم إلى -29.8% في سنة 2012 وإلى 31.18% - في سنة 2015 (سامية، 2022، صفحة 179)

تم التوقف عن العمل بهذه الأداة في شهر أكتوبر 2016 (بنك الجزائر-النشرة الفصلية رقم 37، 2017، صفحة 17)، أين تم التوجه نحو أدوات السياسة النقدية الأخرى التي تعمل على ضخ السيولة، بسبب ما تم تسجيله من تراجع في أسعار المحروقات، التي بدورها كانت سببا في تراجع حجم الاحتياطات الخارجية، مما انعكس على السيولة وتسبب في انخفاضها.

بينما تسهيلة القرض الهامشي هي عملية يمكن من خلالها لبنك ما أن يحصل على سيولة من بنك الجزائر لمدة 24 ساعة بمعدل محدد مسبقا، وذلك بتقديم طلب لدى بنك الجزائر في أي وقت من أيام العمل في أجل أقاه 30 دقيقة قبل إغلاق نظام الدفع، بشرط تقديم الأوراق الكافية المأخوذة على سبيل الضمان، حيث يسد القرض الممنوح في إطار هذه التسهيلة في يوم العمل الموالي بمجرد افتتاح نظام الدفع، وكذا نظام تسليم السندات عند الاقتضاء (بنك الجزائر-النظام رقم 02-09، 2009)

في حين بدأ العمل بهذه الآلية تزامنا مع بداية ظهور السيولة خاصة سنة 2018 أي كان هناك تحسن في السيولة بسبب الارتفاع الطفيف لأسعار المحروقات، قصد استرجاع جزء من السيولة الفائضة فكان تدخل هذه الآلية بمعدل 5.50% منذ سنة 2017 وإلى غاية 2019 بتغيرات شهرية، أما ابتداء من ماي 2020 فقد تم تخفيض المعدل إلى 5% بسبب التراجع في حجم السيولة (Banque d'Algérie Notes de conjoncture 1er semestre, 2017)، (Banque d'Algérie Notes de conjoncture 1er semestre, 2021)

2. دوافع وأسباب انتهاج سياسة التسهيل الكمي في الجزائر

من أجل الامام بالظروف والأسباب التي مهدت ودفعت بالحكومة الجزائرية إلى انتهاج سياسة التسهيل الكمي بالمفهوم الاقتصادي العالمي، وما يصطلح عليه في الساحة الجزائرية بالتمويل غير التقليدي، سنحاول تحليل بعض المؤشرات المالية، النقدية و متغيرات الاقتصاد الكلي في الجزائر من خلال تسليط الضوء على الفترة الممتدة من الازمة المالية 2008 إلى غاية اعلانها عن التطبيق الفعلي لهذا الأسلوب في سياستها النقدية سنة 2017، وإن زادت هذه الفترة أو قلت حسب ما يقتضيه التحليل.

1.2 مؤشرات الوضعية المالية للاقتصاد الجزائري

شهدت الجزائر بعد سنة 2000 انتعاشا اقتصاديا بسبب ارتفاع النفط في السوق العالمية، ما تولد عنه فوائض مالية بأحجام كبيرة، فبادرت الحكومة الجزائرية بتدارك كل ما هو متردي من أوضاع في البلاد، خاصة تلك التي خلفتها العشرية السوداء.

وبالاعتماد على التوسع في الانفاق الحكومي، اطلقت الجزائر العديد من البرامج التنموية المتتابعة على غرار: برنامج دعم الانعاش الاقتصادي خلال الفترة (2001-2004) رصد له (525 مليار دج)، يليه برنامج تكميلي لدعم نمو الاقتصاد خلال الفترة (2005-2009) بغلاف مالي قيمته (4202,7 مليار دج)، ثم برنامج توطيد النمو الاقتصادي خلال الفترة (2010-2014) خصص

له (21214 مليار دج)، أما المخطط الخماسي للتنمية خلال الفترة (2015-2019) فقد رصد له غلاف مالي قدره (5973,8 مليار دج) (بن محمد، 2020)

أما في الواقع المعاش، تبقى المبالغ المالية الضخمة التي تم رصدها للبرامج التنموية المذكورة أعلاه، محل رهان، بسبب الاعتماد المفرط على العوائد النفطية المعرضة للصدمات بين فترة وأخرى، والتي سرعان ما ظهر انعكاسها السلبي على المؤشرات المالية، نتيجة الصدمة البترولية وتراجع أسعار النفط في سنة 2014. وهذا ما يتطلب حتمية التنوع في الاقتصاد من خلال إصلاحات اقتصادية عميقة من شأنها أن تخلق الثروة خارج قطاع المحروقات

1.1.2 رصيد الميزانية العامة للدولة وصندوق ضبط الإيرادات

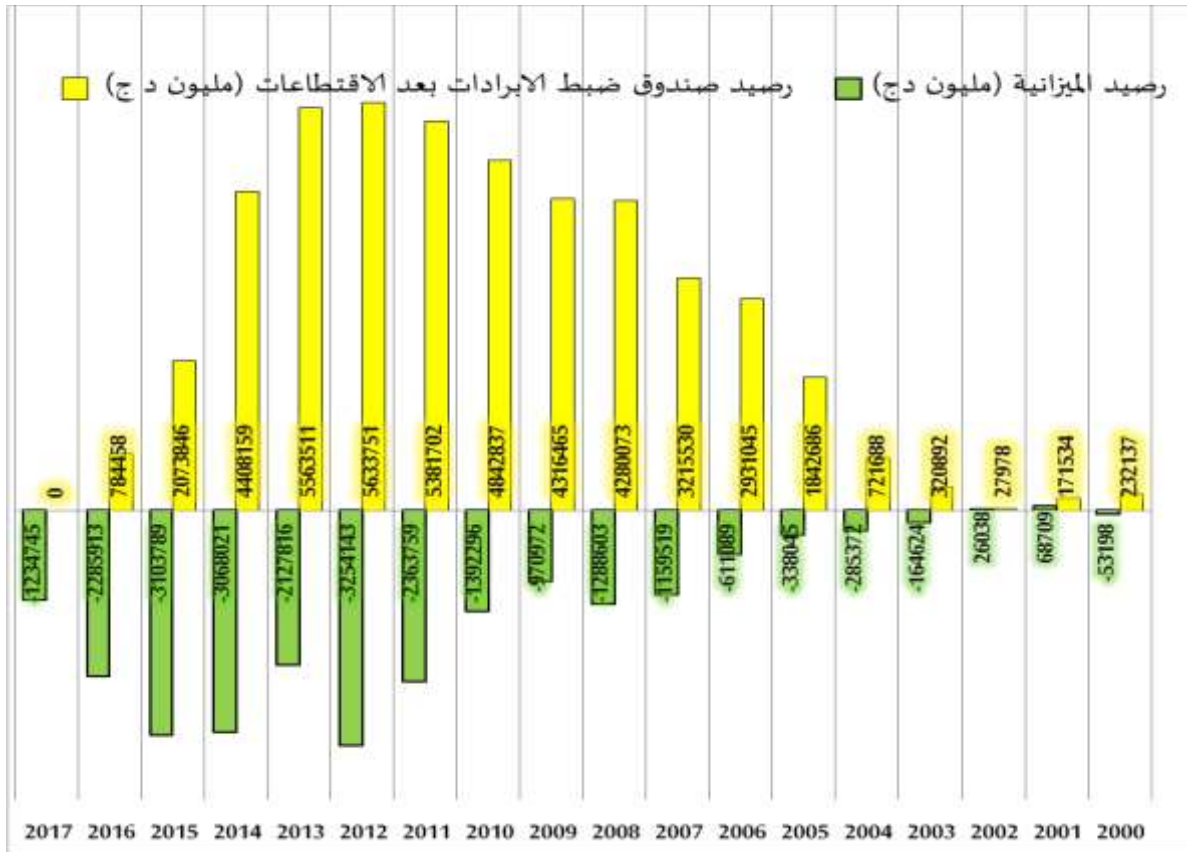
المتعارف عليه بين أوساط الباحثين الاقتصاديين خاصة الجزائريين منهم، اعتماد الميزانية العامة للدولة الجزائرية وبشكل مباشر على إيرادات المتأتية من الجباية البترولية كمصدر رئيسي للتمويل وبنسبة 60% من مجمل الإيرادات العامة تقريبا، أين تمثل الصادرات النفطية 90% من إجمالي صادرات الجزائر.

على هذا الأساس، ومن أجل الاستفادة من الفوائد الناتجة عن ارتفاع أسعار النفط واستعمالها عند الحاجة للحفاظ على استقرار الميزانية العامة للدولة، تم انشاء صندوق كنتيجة لارتفاع العوائد النفطية بمقتضى المادة 10 من القانون رقم 02-2000 المؤرخ في 27 جوان سنة 2000 المتضمن قانون المالية التكميلي سنة 2000، يفتح في حسابات الخزينة حساب خاص رقم 302-103 بعنوان صندوق ضبط الموارد يقيد فيهم من جانب الإيرادات فائض جباية المحروقات الناتجة عن ارتفاع أسعار المحروقات مقارنة بتلك المتوقعة في قانون المالية بالإضافة إلى الإيرادات الأخرى المتعلقة بسير الصندوق (الجريدة الرسمية-العدد 37، 2000، صفحة 7)

ومع ذلك، كل انخفاض في أسعار البترول في السوق العالمية، يولد أثرا سلبيا على المؤشرات المالية في الاقتصاد الجزائري، نتيجة انخفاض مداخيل قطاع المحروقات من الجباية البترولية التي تعد كما ذكرنا سابقا من أهم المصادر التمويلية.

والشكل الموالي يوضح تطور رصيد كل من الميزانية وصندوق ضبط الإيرادات.

الشكل رقم (4-1): تطور رصيد كل من الميزانية العامة وصندوق ضبط الموارد (2000-2017)



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات وزارة المالية <https://www.mf.gov.dz>

شهد رصيد الميزانية العامة للدولة عجزا مستمرا خلال الفترة (2000-2017) باستثناء السنتين المتتاليتين 2001 و 2002، أين تم تسجيل رصيد إيجابي يقدر على التوالي (68709 مليون دج و 26038 مليون دج)، في حين بلغ العجز قيمة (53198 مليون دج) سنة 2000.

منذ حلول سنة 2003 عرف رصيد الميزانية عجزا متزايدا إلى غاية سنة 2008 أين انتقل العجز على الترتيب من (164624 مليون دج) إلى (1288603 مليون دج)، بينما في سنة 2009 تراجع العجز وبلغ ما قيمته (970972 مليون دج)، ليبلغ الذروة سنة 2012 بقيمة (3254143 مليون دج).

أما في سنة 2013 فقد تراجع العجز إلى (2127816 مليون دج)، ليتسع من جديد سنة 2014 إلى (3068021 مليون دج) و سنة 2015 إلى (3103789 مليون دج)، ومع ذلك تراجع سنة 2016 و سنة 2017 أين أصبحت قيمة العجز تقدر على الترتيب بـ (2285913 مليون دج) و (1234745 مليون دج).

عموما يمكن إرجاع العجز الحاصل في الميزانية العمومية للدولة إلى سببين رئيسيين؛ تعلق أولهما بتنامي حجم النفقات وبأحجام كبيرة وذلك نظرا للبرامج التنموية التي اطلقتها الدولة بداية من سنة 2000.

في حين تمثل السبب الثاني في اعتماد الدولة وبشكل مباشر على عائدات الجباية المتأتية من قطاع المحروقات، الذي يتأثر سلبا مع تقلبات أسعار النفط في السوق العالمية.

ومن أجل تمويل العجز الحاصل في المالية العامة كان يتم الاقتطاع من صندوق ضبط الإيرادات، الذي عرف تطورات عديدة منذ نشأته، حيث عرف تراجعاً خلال السنوات الأولى، أين انتقل الرصيد من (232137 مليون دج) سنة 2000 إلى ما قيمته (171534 مليون دج) سنة 2001 ليبلغ ما قدره (27978 مليون دج) سنة 2003، نتيجة انخفاض فائض الجباية البترولية.

فضلا على ذلك، سجل رصيد صندوق ضبط الإيرادات ارتفاعاً متزايداً بداية من سنة 2004 من (721688 مليون دج)، ليبلغ الذروة سنة 2013 ما يقدر بـ (5633751 مليون دج)، ليعرف انخفاضا ملموساً إلى (5563511 مليون دج) سنة 2013. ومع انخفاض أسعار البترول سنة 2014 أصبح رصيد صندوق ضبط الإيرادات في تراجع مستمر خلال السنوات اللاحقة، أين انتقل منه (4408159 مليون دج) سنة 2014، إلى (2073846 مليون دج) سنة 2015، ليبلغ الرصيد نهاية سنة 2016 ما قيمته (784458 مليون دج) ليستنفذ كليا سنة 2017

2.1.2 الخزينة العمومية

يرجع استمرار العجز الحاصل في رصيد الميزانية العامة للدولة، إلى الفارق بين النفقات المتزايدة والإيرادات المتناقصة، حيث ما نلتمسه من خلال الجدول المبين أدناه، أنه خلال سنة 2000 كانت نسبة تغطية الإيرادات العامة لإجمالي النفقات تقدر بـ 95,48%، ومع تحسن الجباية البترولية سنتي 2001 و 2002، أدى الأمر إلى تحسن في حجم الإيرادات العامة مقارنة من النفقات العامة. أما في سنة 2003 فقد انخفضت نسبة التغطية إلى 90,26%، لتصبح سنتي 2006 و 2007 على التوالي بـ 75,09% و 62,70%، في حين ارتفعت إلى 69,25% سنة 2008 و نسبة 77,13%، سنة 2009، لتبقى متذبذبة ما بين 55% و 70% إلى غاية سنة 2017 أين ارتفعت من جديد لتصل 83,05%.

جدول رقم (4-1): وضعية عمليات الخزينة العمومية خلال الفترة 2000-2017

الوحدة: مليون دج

	نفقات			الإيرادات		
	النفقات العامة	التجهيز	التسيير	اجمالي الإيرادات	العادية	البتروولية
2000	1178122	321929	856193	1124924	404924	720000
2001	1321028	357395	963633	1389737	549137	840600
2002	1550646	452930	1097716	1576684	660284	916400
2003	1690175	567414	1122761	1525551	689491	836060
2004	1891769	640714	1251055	1606397	744197	862200
2005	2052037	806905	1245132	1713992	814992	899000
2006	2453014	1015144	1437870	1841925	925925	916000
2007	3108569	1434638	1673931	1949050	976050	973000
2008	4191051	1973276	2217775	2902448	1187048	1715400
2009	4246334	1946311	2300023	3275362	1348362	1927000
2010	4466940	1807862	2659078	3074644	1572944	1501700
2011	5853569	1974363	3879206	3489810	1969410	1520400
2012	7058173	2275539	4782634	3804030	2284990	1519040
2013	6023131	1891595	4131536	3895315	2279415	1615900
2014	6995769	2501442	4494327	3927748	2350018	1577730
2015	7656331	3039322	4617009	4552542	2829602	1722940
2016	7297494	2711930	4585564	5011581	3329031	1682550
2017	7282630	2605448	4677182	6047885	3920898	2126987

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات وزارة المالية <https://www.mf.gov.dz>

نلاحظ من خلال الجدول الارتفاع المستمر للإيرادات العادية، حيث يعود سبب هذا الارتفاع إلى "الإيرادات غير الضريبية المتمثلة في مجملها في أرباح بنك الجزائر التي انتقلت من (5,610 مليار دج) في سنة 2016 إلى (8,919 مليار دج) سنة 2017، أما بالنسبة لمساهمة الإيرادات الضريبية فقد شهدت ارتفاعا بنسبة 7,3% في سنة 2017 مقابل 5,4% في سنة 2016 منتقلة من (2,482,2 مليار دج) إلى (1,266,3 مليار دج) سنة 2017". (بنك الجزائر، التقرير السنوي، 2017، صفحة 145)

أما بخصوص النفقات العامة، نلاحظ من خلال ذات الجدول، أنها هي الأخرى سجلت تطورا ملحوظا وبوتيرة متزايدة من (1178122 مليون دج) سنة 2000 إلى (7058173 مليون دج) سنة 2012، لتسجل انخفاضا سنة 2013 بقيمة (1035042 مليون دج) مقارنة مع السنة التي

تسبقها، وأصبح حجم النفقات العامة يقدر بـ (6023131 مليون دج)، ومع ذلك، سجلت النفقات العامة ارتفاعا ملموسا من جديد أين انتقل حجمها سنة 2014 إلى ما قدره (6995769 مليون دج) ثم إلى (7656331 مليون دج) سنة 2015.

علاوة على ذلك، شهدت النفقات العامة انخفاضا سنة 2017 بقيمة (14864 مليون دج) بعدما كان حجمها يقدر بـ (7297494 مليون دج) سنة 2016 وأصبحت قيمته (7282630 مليون دج) سنة 2017. ومرد هذا الارتفاع المسجل في حجم النفقات العامة، إلى نفقات التسيير التي ارتفعت وبشكل ملفت للانتباه مقابل انخفاض نفقات التجهيز، وذلك بداية من سنة 2010 إذا ما تمت مقارنتها بمعطيات السنوات التي سبقتها.

وبالتالي يمكن القول، أن التذبذب المسجل على جانب الإيرادات العامة بداية من سنة 2000 إلى غاية 2017، مرده إلى الاعتماد وبصفة كلية على الجباية البترولية، الأمر الذي جعل مداخل الجزائر، رهينة لتغيرات وصدمات أسعار النفط في السوق العالمية.

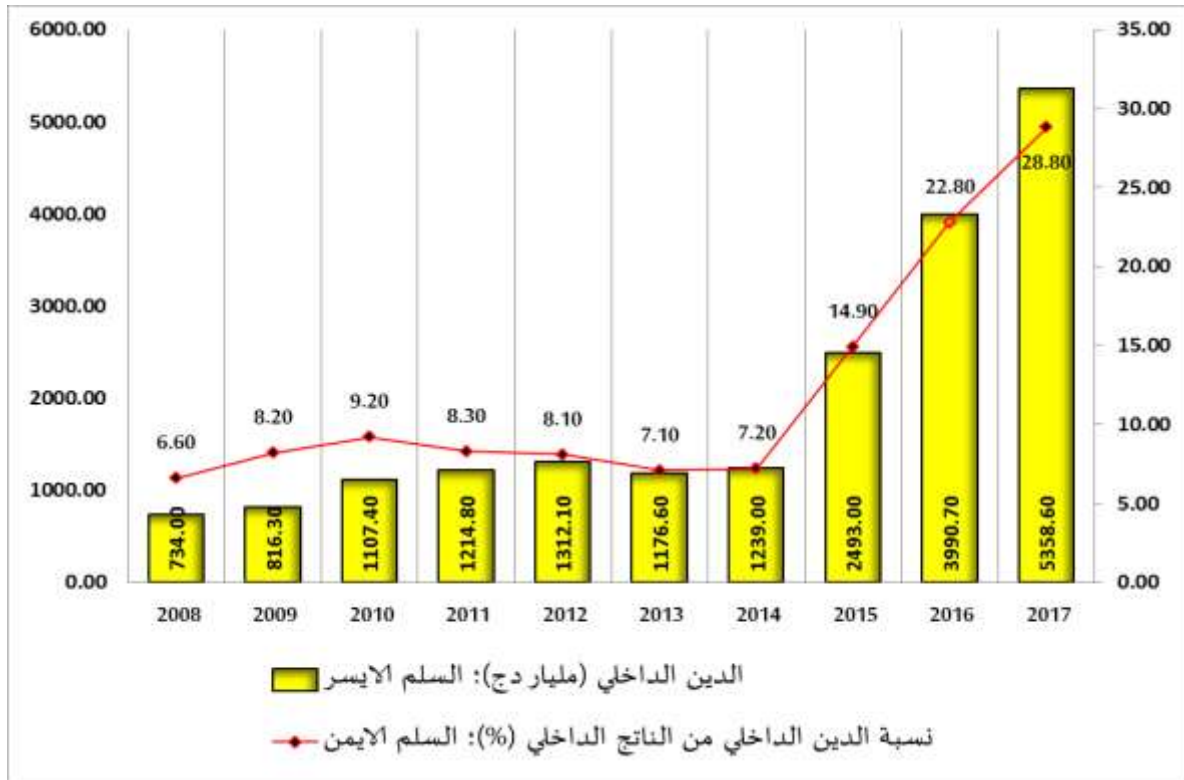
ومن جانب وصف النفقات العامة، فقد شهت هي الأخرى تذبذبا مستمرا، بداية من سنة 2000 إلا أنها شهدت استقرارا نسبيا بداية من سنة 2014 إلى غاية سنة 2017، (4494327 مليون دج) سنة 2014، (4617009 مليون دج) سنة 2015، (4585564 مليون دج) سنة 2016 و(4677182 مليون دج) سنة 2017، نتيجة تحكم الدولة في هذه النفقات، من خلال تجميد التقاعد النسبي المسبق، وكذا تقليص المناصب المالية المتعلقة بالتوظيف في القطاع العام ناهيك عن تجميد بعض المشاريع التنموية غير المستعلة التي كانت مبرمجة في المخطط الخماسي للتنمية خلال الفترة (2015-2019).

3.1.2 الدين الداخلي

رغم تراكم العجز على مستوى الميزانية العامة للدولة، إلا أن الحكومة الجزائرية "راهننت على المواصلة في توسيع سياستها المالية، نتيجة التزاماتها الاجتماعية خاصة ما تعلق بسياسة الدعم الاجتماعي، حيث حافظت الحكومة على قيمة التحويلات الاجتماعية التي رصدت لها مبالغ معنوية قدر مبلغ التحويلات سنة 2014 ما قيمته (1.609,123 مليار دج)، أما في سنتي 2015 و 2016 فقد قدر مبلغ التحويلات على الترتيب (1.830,341 مليار دج) و (1.841,570 مليار دج)، بينما في سنة 2017 بلغت التحويلات الاجتماعية قيمة (1.642,923 مليار دج)، كما تم رصد مبلغ بقيمة 65 مليار دولار ضمن برنامج الاستثمار العمومي في قطاع البناء، الهادف إلى انجاز 1,6 مليون وحدة سكنية في حدود سنة 2019 (أحمد ونسيمة، 2017، صفحة 174)

وهو الأمر الذي زاد من حدة الوضع الاقتصادي وتفاقم الأزمة المالية، حيث ارتفع الدين الداخلي من (734 مليار دج) سنة 2008 ما يمثل نسبة 6,60% من الناتج الداخلي الاجمالي إلى من (1107,40 مليار دج) سنة 2010، بنسبة 9,20% من الناتج الداخلي الاجمالي، في حين سجل انخفاضا تدريجيا في هذه النسبة بداية من الى غاية سنة 2013. ومع ذلك، عرفت سنوات 2014 و 2015، 2016 و 2017 ارتفاعا متسارعا في حجم الدين الداخلي حيث انتقل من (1239 مليار دج) سنة 2014 إلى (5358,6 مليار دج) سنة 2017، كما هو موضح بالشكل الموالي.

الشكل رقم (2-4) : تطور الدين الداخلي خلال الفترة (2008-2017)



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على التقريرين السنويين لبنك الجزائر لسنتي 2014 و 2017

أمام الوضعية المالية الصعبة التي حلت بالحكومة الجزائرية، التي تأمل في أن تتعافى أسعار النفط في وقت سريع وعاجل، "لجات الحكومة إلى مجموعة من الادوات النقدية والمالية من أجل تعبئة موارد إضافية، بداية من أموال دفع فوائد بنك الجزائر للخزينة العمومية والتي قدرت بـ 610 مليار دينار و 919 مليار دينار على التوالي في كل من سنة 2015 و سنة 2016 ؛ فضلا عن، تسبيقات من بنك الجزائر لفائدة الخزينة العمومية والتي قدرت بـ 276 مليار دينار في سنة 2015 و 280 مليار دينار في 2016، والأموال المحصلة في عملية القرض السندي للنمو الاقتصادي (580 مليار دينار) ، زيادة على قرض خارجي لدى البنك الإفريقي للتنمية (105 مليار دينار)، بالإضافة إلى ترشيد الانفاق

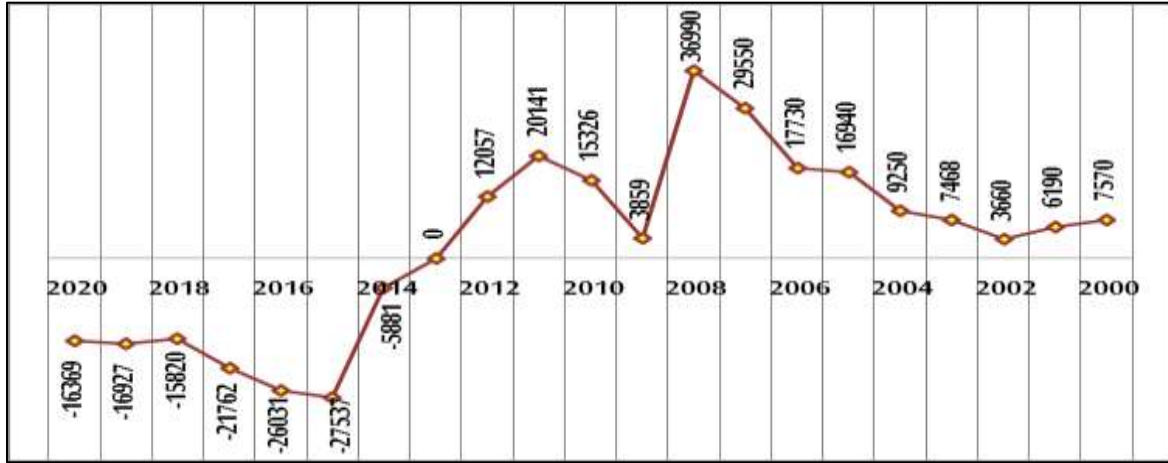
لحكومي في جميع القطاعات خاصة العمومية منها" (وكالة الأنباء الجزائرية، 2017) إلا أن هذه التدابير لم تكن مجدية واستمر العجز على مستوى المالية العامة.

4.1.2 ميزان المدفوعات

من أجل تحليل تطور مسار رصيد ميزان المدفوعات الجزائري، نستعين بالتمثيل البياني الآتي

الشكل رقم (3-4): تطور رصيد ميزان المدفوعات (2000-2020)

الوحدة: مليون دولار



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات بنك الجزائر

<https://www.bank-of-algeria.dz/statistiques>

نلاحظ من خلال الشكل البياني المبين أعلاه، أن رصيد ميزان المدفوعات غلب عليه الفائض على طول الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى غاية سنة 2013، أين بلغ الفائض في سنة 2001 قيمة (6190 مليون دولار)، لينخفض سنة 2002 إلى (3660 مليون دولار)، وعاود ارتفاع رصيده من جديد ليبلغ أعلى مستوى له سنة 2008 بفائض قدره (36990 مليون دولار)، وذلك راجع لارتفاع أسعار البترول في السوق العالمية، ليشهد سنة 2009 انخفاضا في رصيده إلى (3859 مليون دولار) ويرجع هذا إلى الأزمة البترولية وما تولد عليها من انخفاض في أسعار البترول.

أما في سنتي 2010 و 2011 عاود رصيد ميزان المدفوعات في الارتفاع، ومع ذلك شهد أدنى مستوى له سنة 2013، بقيمة (133 مليون دولار). وهنا تنتهي مرحلة الفوائض المالية على مستوى رصيد ميزان المدفوعات، وتبدأ مرحلة جديد بداية من سنة 2014، شهدت عجزا في ميزان المدفوعات، أين ارتفع هذا العجز من (5881 مليون دولار) سنة 2014 إلى (27537 مليون دولار) سنة 2015، وبالرغم من انخفاض هذا العجز في السنوات اللاحقة إلا أن ميزان المدفوعات بقي متأثرا بشكل أساسي بانخفاض أسعار البترول، وبالتالي انخفاض قيمة وحصيلة الصادرات الجزائرية في هذه المرحلة. علما أن التنوع السلعي للصادرات خارج قطاع المحروقات لا يزال يحتل

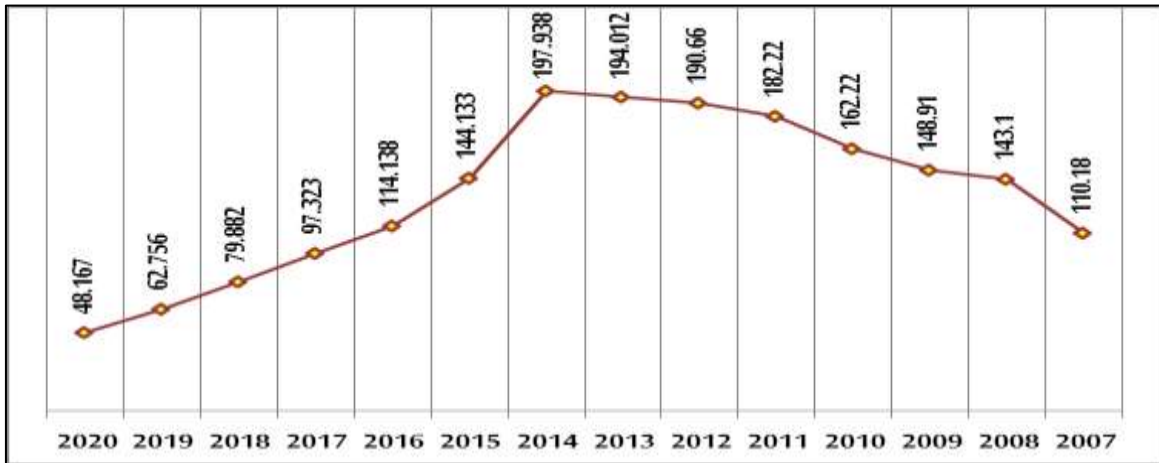
نسبة ضعيفة جدا لم تتعدى في أقصى تقديراتها نسبة 5% من اجمالي الصادرات، بسبب ضعف الهياكل الانتاجية والادوار الداعمة التي من شأنها أن ترافق وتوجه المؤسسات (صغيرة كانت أو متوسطة) القادرة على الإنتاج والمنافسة في بعض القطاعات، التي تتميز بها الجزائر عن غيرها من بلدان العالم.

5.1.2 احتياطي الصرف

عرفت الجزائر خلال الفترة (2000-2008) تحسنا في الوضعية المالية الخارجية، فإذا شهد ميزان المدفوعات خلال هذه الفترة فائضا وبشكل مستمر متنامي، فإنه من الجدير أن نتطرق لاحتياطات الصرف الأجنبي التي هي الأخرى ارتفعت وبقوة، وهو الأمر الذي سمح للاقتصاد الجزائري أن يكون قادرا على مقاومة الأزمات المالية الدولية. في ظل غياب إنتاج وطني له القدرة على تغطية الواردات، وبالتالي تعد الاحتياطات من الصرف الأجنبي ملاذا و جدار أمان للاقتصاد الجزائري على مجابهة الأزمات خاصة تلك المتولدة عن تراجع أسعار النفط.

الشكل رقم (4-4): تطور احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر (2007-2020)

الوحدة: مليار دولار



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات بنك الجزائر

<https://www.bank-of-algeria.dz/statistiques>

يبين الشكل أعلاه، تطور مستوى احتياطات الصرف في الجزائر، حيث شهدت هذه الاحتياطات تراكما جد معتبرا وصل إلى ما قيمته (197,937 مليار دولار) سنة 2014، بعد أن كانت في سنة 2007 تقدر بـ (110,18 مليار دولار)، إلا أن العجز المستمرة في ميزان المدفوعات بداية من سنة 2014، أدى إلى تآكل احتياطي الصرف وتراجعها في ظل انخفاض أسعار البترول، ومع استمرار تآكل احتياطات الصرف انتقلت إلى (144,133 مليار دولار) في سنة 2015 لتصبح (114,138 مليار دولار) في نهاية 2016 ثم إلى (79,882 مليار دولار) في سنة 2018. وهو ما يغطي الواردات من السلع والخدمات لمدة تقل عن 16 شهرا قادمة، حسب تقرير بنك الجزائر لسنة 2018.

في وضعية تتميز بضعف مستويات الاستثمار الأجنبي المباشر وغياب التمويل الخارجي للاستثمارات المحلية (الدين الخارجي)، تم تمويل هذه العجوزات بشكل شبه حصري عن طريق السحب من احتياطات الصرف. وهذا ما يفسر التآكل السريع لهذه الاحتياطات، التي انخفض مخزونها بنسبة تقارب 60% بين نهاية سنة 2013 ونهاية سنة 2018. (بنك الجزائر، التقرير السنوي، 2018، صفحة 39)

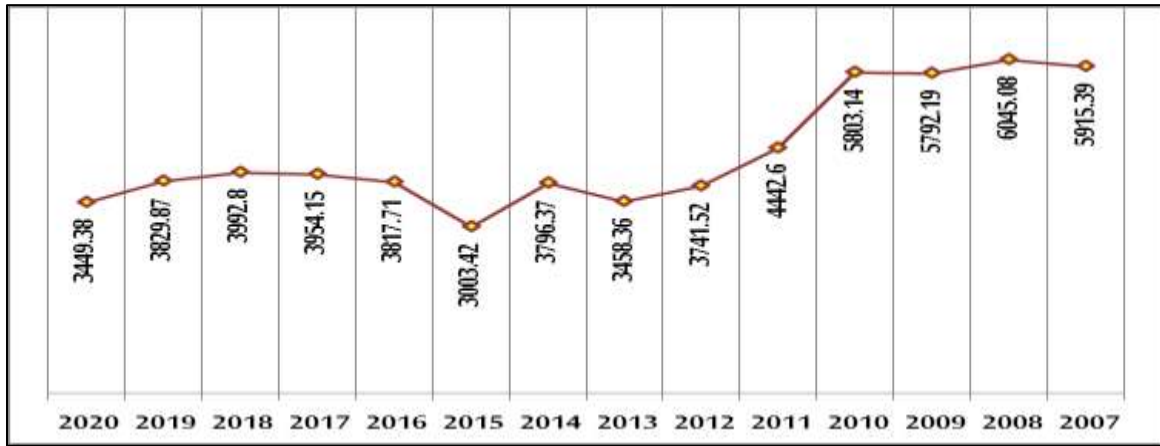
وبالتالي، وجب على أصحاب القرار العمل على تنمية احتياطات الصرف قبل أن يتم توجيهها نحو تمويل الواردات السلعية والخدماتية، التي تساهم في نمو حجم الاستثمار الإنتاجي، باعتباره الضامن الوحيد لتنوع الاقتصاد والرفع من الصادرات خارج قطاع المحروقات.

6.1.2 الدين الخارجي

بعد أزمة الدين الخارجي التي أدت بالجزائر إلى إعادة جدولة هذا بين 1994 و1998 من خلال انتهاجها لاستراتيجية تقليص المديونية الخارجية عن طريق التسديدات المسبقة، خصوصا خلال الفترة (2004-2006) أي الفترة التي تسبق بداية الأزمة المالية الدولية، أين سجلت الجزائر سجلت انخفاضا قويا للدين العمومي الخارجي (بنك الجزائر، التقرير السنوي، 2012، صفحة 78)

الشكل رقم (4-5): تطور الدين الخارجي (2007-2020)

الوحدة: مليون دولار



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات بنك الجزائر

<https://www.bank-of-algeria.dz/statistiques>

نلاحظ من خلال الشكل المبين اعلاه، تحسن ملمس في مؤشرات الدين العمومي الخارجي وهذا ما يعكس قدرة الدولة الجزائرية على تسديد ديونها وكذا القدرة على تحمل أعباء المتولدة عن هذه الديون، حيث تراجع حجم الدين العمومي الخارجي من (5792.19 مليون دولار) سنة 2008

إلى (5792.19 مليون دولار) سنة 2009 ، لتعاود الارتفاع سنة 2010 نتيجة تراجع صادرات المحروقات، ومع ذلك شهدت السنوات اللاحقة تراجع في حجم الدين الخارجي وذلك لتحسن أسعار المحروقات وكذا التغيرات الحاصلة على أسعار الدولار أمام اليورو. فضلا على ذلك، سجل إجمالي الدين الخارجي أدنى مستوى له سنة 2015 (3003.42 مليون دولار)، ليشهد بعدها ارتفاعا طفيفا وصل الى (3954.15 مليون دولار) سنة 2017، مقابل (3817.71 مليون دولار) سنة 2016، أما في سنة 2018 فقد ارتفع الدين الخارجي إلى (3392.8 مليون دولار).

من خلال تحليل الوضعية المالية للاقتصاد الجزائري، خلال الفترة التي سبقت انتهاج أسلوب التمويل غير التقليدي، نجد أنه في ظل الوفرة المالية التي مردها ارتفاع أسعار النفط، عمدت الجزائر إلى تبني المقاربة الكينزية التي تدعو إلى تحفيز الطلب الكلي، إلا أن عملية التنفيذ تمت بشكل خاطئ، حيث عمدت إلى تحفيز الطلب الكلي من الجانب الاستهلاكي فقط مع إهمال الجانب الاستثماري، وهو ما تم تجسيده في البرامج التنموية المتوالية التي استنزفت خزينة الدولة باعتبارها الممول الوحيد لهذه البرامج.

علاوة على ذلك، جل المشاريع التي أنشئت في ظل البرامج التنموية المتعاقبة، تم توجيهها للبنى التحتية ذات الطابع الاجتماعي، فلم تقدم للاقتصاد الوطني أي قيمة مضافة، نتيجة عدة أسباب من بينها: تأخر انجاز المشروع في آجاله القانونية، الأمر الذي يتطلب ضخ أرصدة مالية إضافية في إطار إعادة التقييم، ناهيك عن إهمال معايير النجاعة والمردودية

2.2 مؤشرات الوضعية النقدية للاقتصاد الجزائري

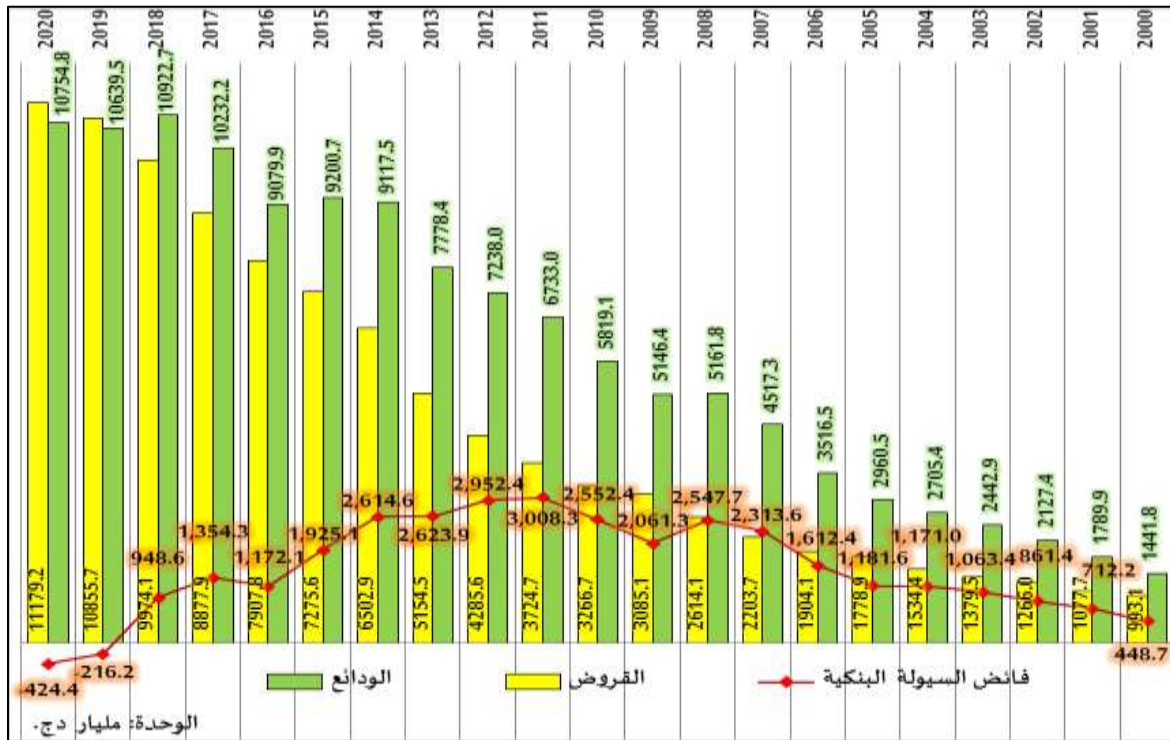
بمقتضى القانون رقم 62-144 المؤرخ في 13 ديسمبر سنة 1962، تم إنشاء البنك المركزي الجزائري وتحديد نظامه الأساسي، تبعها اجراء بعض التعديلات خلال السبعينيات وبداية الثمانينيات، ومع ذلك أصبح إصلاح المنظومة المالية، سواء في طريقة إدارتها أو في خصائصها، أمراً ضرورياً. في حين يمثل "القانون رقم 86-12 المؤرخ في 19 أوت 1986، الخاص بالنظام المصرفي بداية الإصلاح الشامل للنظام المصرفي الجزائري. وبذلك، يستعيد البنك المركزي صلاحياته من حيث تحديد وتطبيق السياسة النقدية والقرض، في نفس الوقت الذي تمت فيه مراجعة علاقاته مع الخزينة العمومية. ومع ذلك، ثبت أن هذه التطورات لم تتكيف بشكل جيد مع السياق الاجتماعي والاقتصادي الجديد الذي يتسم بإصلاحات عميقة". (الجريدة الرسمية-العدد 34، 1986، صفحة 1425). أما مع صدور "قانون 90-10 المؤرخ في 14 أفريل 1990، المتعلق بالنقد والقرض، تم اسناد الدور الرئيسي لبنك الجزائر في إدارة السياسة النقدية والإشراف عليها، حيث بموجب هذا القانون تم 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 وأجنبية" (الجريدة الرسمية-العدد16، 1990، صفحة 520)

1.2.2 وضعية السيولة البنكية

بداية سنوات التسعينات إلى غاية سنة 2001 كان بنك الجزائر يوجه سياسته النقدية لتوفير السيولة من خلال سياسة إعادة التمويل التي اعتبرت حينها أهم مصدر لتوفير السيولة، بيد أنه منذ سنة 2001 تواصل ارتفاع فائض السيولة البنكية في الجزائر، وأصبح فائض السيولة في البنوك التجارية يتسم بصفة الهيكلية، حيث إضافة إلى احتياطات النظام البنكي (الاحتفاظ بالسيولة بصفة احترازية) تعتبر الفرص المحدودة للاستثمار بالنسبة لهذه الأخيرة، والصدمات الخارجية مسببا خارجيا لفائض السيولة لدى هذه البنوك. (Beguy, 2012, p. 11)، والشكل الموالي يمثل مسار فائض السيولة للجهاز البنكي في الجزائر.

الشكل رقم (4-6): تطور فائض السيولة البنكية للفترة (2000-2020)



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2004 - 2020)

<https://www.bank-of-algeria.dz/rappports-annuels>

نلاحظ من خلال التمثيل البياني المبين أعلاه، أن فائض السيولة في ارتفاع مستمر بداية من سنة 2001 إلى غاية سنة 2008، حيث وصل الفائض إلى (2547.7 مليار دج) خلال سنة 2008، وذلك مرده إلى ارتفاع حجم العوامل المستقلة للسيولة البنكية¹، فضلا على ذلك، لم تلجأ البنوك التجارية لإعادة التمويل لدى بنك الجزائر، الأمر الذي يؤكد صفة الهيكلية للفائض في السوق النقدية، مما دفع ببنك الجزائر لوضع أدوات يمتص من خلالها فائض السيولة على مستوى السوق النقدية. وهو ما تمت ملاحظة نتائجه في سنة 2009، أين انخفض فائض السيولة إلى (2061,3 مليار دج) "بسبب الصدمة الخارجية الناجمة عن الأزمة الاقتصادية العالمية، أين انخفضت إجمالي الودائع في سنة 2009 بـ 0.3% مقارنة بسنة 2008، مع ارتفاع إجمالي القروض الممنوحة في سنة 2009 بـ 18% مقارنة بسنة 2008، وبعدها توجه فائض السيولة للارتفاع تحت تأثير عودة تراكم الموجودات الخارجية (ارتفاع الموجودات الخارجية الصافية لبنك الجزائر بـ 1139,74 مليار دج) الناتجة أساسا من عائدات صادرات المحروقات، والتي حفزت من جديد السيولة البنكية. أين وصلت إلى أعلى قيمة لها في سنة 2011 بمعدل توسع قدره 11.59% مقارنة بسنة 2010، تحت تأثير تراكم الموجودات الخارجية وارتفاع ودائع المؤسسات والأسر، وكان حجم الودائع التي تحصلت عليها البنوك مرتفعا مقارنة بالقروض التي منحتها في تلك السنة، فالودائع ارتفعت في سنة 2011 بنسبة 15.7% مقارنة بسنة 2010، كما ارتفعت القروض بنسبة 14.02% مقارنة بسنة 2010" (أدبوب، 2020، صفحة 45)

أما بعد سنة 2011، نلاحظ من خلال التمثيل البياني توجه قيمة فائض السيولة نحو الانخفاض، أين تقلصت السيولة البنكية في نهاية 2013 بنسبة 6.4%، بسبب "تراجع تراكم صافي الموجودات الخارجية، رغم الارتفاع الطفيف لودائع المؤسسات والأسر واحتواء نفقات الميزانية" (بنك الجزائر، التقرير السنوي، 2013، صفحة 123)، علاوة على ذلك، استمر فائض السيولة في الانخفاض أين وصل إلى (1952,1 مليار دج) سنة 2015 في ظل تراجع أسعار النفط وكذا ارتفاع حجم العجز في ميزان المدفوعات.

أمام الاتجاه التنازلي لفائض السيولة كما هو مبين بالشكل أعلاه، قام بنك الجزائر "ابتداء من سنة 2016 بإيقاف عمليات استرجاع السيولة، بعد قيامه بالتخفيض التدريجي لاعتبات الامتصاص وإلغاء تسعيرة عمليات تسهيلية الودائع، مما يحفز البنوك على ضخ فوائضها من الموارد

¹ - العوامل المستقلة للسيولة البنكية هي: "صافي الأصول الخارجية (يكون تطورها بعلاقة طردية مع السيولة البنكية) والقروض الموجهة للدولة (زيادة حقوق الدولة على البنك المركزي تؤدي إلى خفض السيولة البنكية) والنقود المتداولة (زيادة تداول النقد الورقي خارج بنك الجزائر تمثل عاملا مستقلا لتراجع السيولة البنكية)"

على مستوى السوق النقدية ما بين البنوك. فضلا على ذلك، قام بتخفيض معدلات الاحتياطات الالزامية من 12% إلى 8% مع إعادة تنشيط عمليات إعادة خصم السندات الخاصة والعمومية وخفض معدلها من 4% إلى 3.5%". (بنك الجزائر، التقرير السنوي، 2016، صفحة 98)

ومع ذلك، واصل فائض السيولة البنكية في الانخفاض ليصل في نهاية سنة 2016 إلى (1172,1 مليار دج)، إلا أنه خلال سنة 2017 ومع استئناف بنك الجزائر عملية إعادة التمويل ارتفع مستوى السيولة إلى (1354,3 مليار دج) في نهاية سنة، بمعدل نمو 84.45% مقارنة بمستواها المسجل في نهاية 2016، وهذا في ظل عمليات ضخ السيولة بعد "إصدار بنك الجزائر لمبلغ (2185,00 مليار دج) نتيجة للتمويل غير التقليدي" (بنك الجزائر، التقرير السنوي، 2018، صفحة 129)

2.2.2 تطور القاعدة النقدية والكتلة النقدية M2

يبين الكل البياني الموضح أدناه أن حجم القاعدة النقدية المتكونة من التداول الائتماني وودائع البنوك والمؤسسات المالية، في زيادة مستمرة حيث انتقل من (777,8 مليار دج) في سنة 2001 إلى (1925,5 مليار دج) في سنة 2008، ثم إلى (4673 مليار دج) و (6176,7 مليار دج) على التوالي في 2014 و 2017 ليبلغ حجم القاعدة النقدية في نهاية سنة 2008 قيمة (6205,5 مليار دج)، في حين يشكل التداول الائتماني الجزء المهيمن في تكوين القاعدة النقدية.

الشكل رقم (4-7): تطور القاعدة النقدية (بالمليار دج: في نهاية المدة) للفترة (2000-2020)

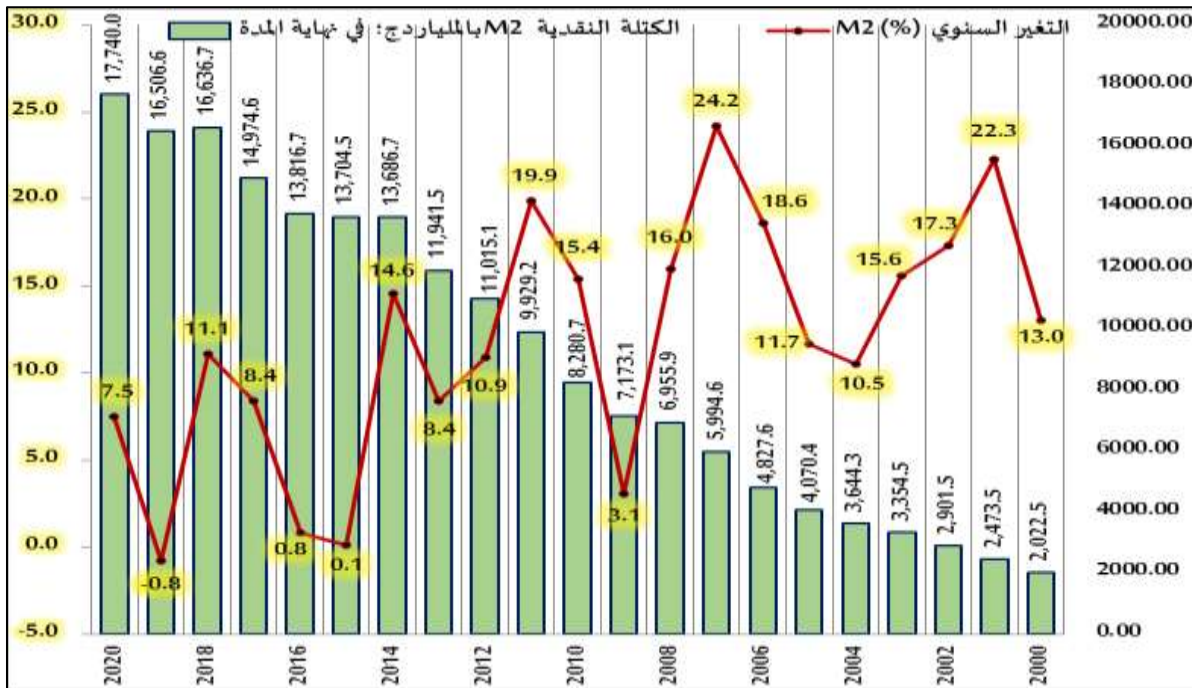


المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2004 - 2020)

<https://www.bank-of-algeria.dz/rappports-annuels>

أما بخصوص الكتلة النقدية M2، فقد عرقت تطورا متسارعا، أين شهدت انتقالا من (2000 سنة) إلى من (6955,9 مليار دج) سنة 2008 ثم إلى (13686,7 مليار دج) سنة 2014 نتيجة ارتفاع المداخل المتأتية من قطاع المحروقات، في ظل السياسة النقدية المنتهجة من قبل بنك الجزائر المتماشية مع البرامج التنموية المتتابة التي شرعت الحكومة في انجازها بداية من سنة 2001، والتي رصدت لها مبالغ ضخمة تقارب (31915,5 مليار دج) مجتمعة مع بعض وما رافقها كذلك من عمليات منح قروض وبشكل موسع، ناهيك عن مراجعة أجور العمال والمستخدمين وبأثر رجعي بداية من سنة 2008.

الشكل رقم (4-8): تطور الكتلة النقدية M2 للفترة (2000-2020)



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2004 - 2020)

<https://www.bank-of-algeria.dz/rappports-annuels>

في حين لم تشهد السنوات اللاحقة 2015، 2016 و 2017 نمو سريعا للكتلة النقدية M2، "فبعد سنتين من شبه استقرار (2015 و 2016) تزايدت الكتلة النقدية M2 بـ 8,4% في 2017 و 11,1% في 2018 نجم هذا الارتفاع في الأرصدة النقدية عن الارتفاع القوي للودائع تحت الطلب على مستوى المصارف، حيث ارتفعت بـ 19% (في سنة 2017) مقابل 11,1% فيما يخص الودائع لأجل، وبـ 4,5% فيما يتعلق بتداول النقد الورقي. حيث يعود سبب الارتفاع القوي في الودائع تحت الطلب على مستوى المصارف، بنسبة تقارب 68% إلى تزايد الودائع تحت الطلب (لدى المصارف و لدى بنك الجزائر) للشركة الوطنية للمحروقات والتي استفادت في 2018 من تسديد جزء من

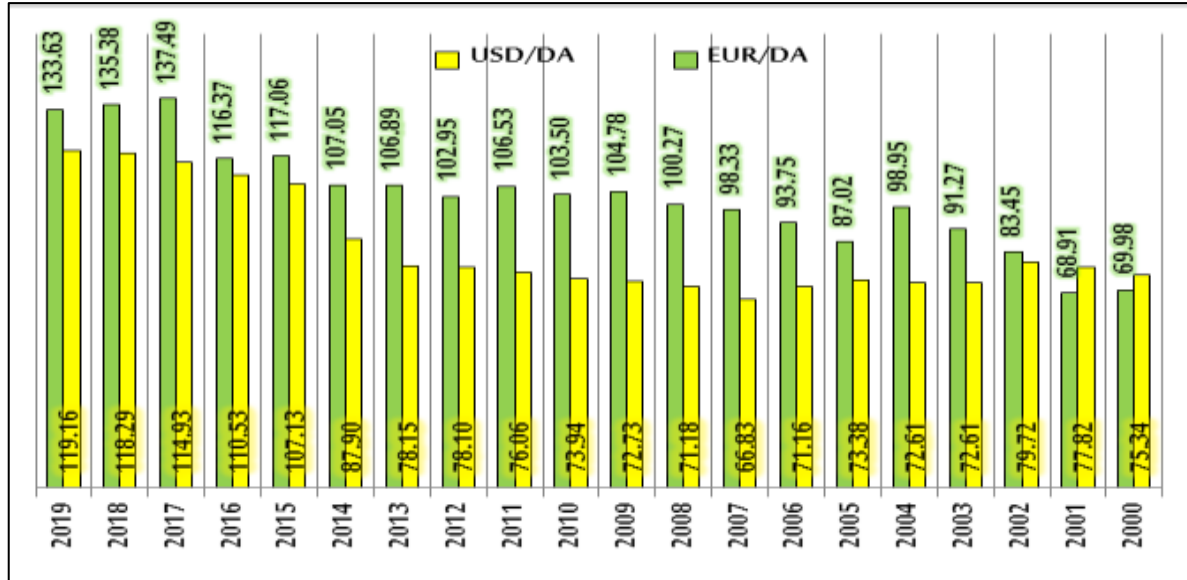
مستحققاتها على الخزينة العمومية (452 مليار دينار) تم اصدارها في إطار برنامج التمويل غير التقليدي. وبالتالي، باستثناء ودائع قطاع المحروقات، بلغ التوسع النقدي 7,7% فقط" (بنك الجزائر، التقرير السنوي، 2018، صفحة 133)

3.2.2 تطور سعر صرف الدينار الجزائري مقابل اليورو والدولار

طلية السنوات التي طبق فيها برنامج التعديل الهيكلي، لم تتحسن قيمة الدينار الجزائري، بل على العكس، تواصل تخفيض قيمة الدينار، على سبيل المثال، انتقل سعر صرفه مقابل الدولار سنة 1996 من 54.75 إلى 75.34 نهاية سنة 2000، ولتوضيح مسار تطور سعر صرف الدينار نستعين بالشكل البياني الآتي:

الشكل رقم (4-9): تطور أسعار صرف الدينار الجزائري للفترة (2000-2020)

القيم: في نهاية المدة



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات بنك الجزائر

<https://www.bank-of-algeria.dz/taux-de-change-3/>

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه، أن سعر صرف الدينار مقابل الدولار شهدت من بداية سنة 2000 إلى غاية سنة 2013 استقرارا نسبيا، حيث انحصر سعر صرف ما بين (65 و 80) دينار لكل دولار، وترجع الأسباب إلى التحسن الكبير الذي شهده ميزان المدفوعات الجزائري، بسبب ارتفاع أسعار النفط، وقيام بنك الجزائر بتطبيق سياسة استقرار سعر الصرف الفعلي الحقيقي للدينار بالتوازي مع تطبيق سياسة نقدية تهدف إلى الحفاظ على مستوى تضخم ضعيف في ظل نظام التعويم المدار. (بنك الجزائر، التقرير السنوي، 2013، صفحة 58)

في حين، أدى تراجع أسعار النفط في سنة 2014 وتفاقم العجز في الميزانية وفي ميزان المدفوعات وكذا توسع فارق التضخم بين الجزائر وشركائها التجاريين الرئيسيين في سياق انخفاض حاد لعملات الشركاء التجاريين للجزائر مقابل الدولار الأمريكي، بالإضافة إلى تراجع احتياطي الصرف وصندوق ضبط الإيرادات، إلى تعمد السلطات تخفيض قيمة الدينار مقابل الدولار بهدف تضخيم مداخيل النفط، مع الحرص على بقاء مستوى سعر الصرف الفعلي الحقيقي للدينار فوق مستواه التوازني، أمام هذا الوضع، واصل بنك الجزائر تدخله (بنك الجزائر، التقرير السنوي، 2015، صفحة 72)، حيث انتقل سعر صرف الدينار من 78.15 دينار للدولار الواحد سنة 2013 إلى 87.90 دينار سنة 2014 بانخفاض قدره 11.09%، ثم إلى 107.13 سنة 2015 بتراجع قدره 17.95%، وعلى نحو مماثل تراجع سعر صرف الدينار الجزائري مقابل اليورو من 106.89 إلى 107.05، ثم إلى 117.06 سنة 2015 مقابل انخفاض بنسبة 8.55% سنة 2015

علاوة على ذلك، شهدت السنوات اللاحقة انخفاضا جديدا في قيمة سعر صرف الدينار الجزائري ولكن بوتيرة أضعف من تلك المسجلة في سنة 2015، حيث شهد سعر الصرف في سنة 2016 قيمة 110.53 دينار للدولار بانخفاض قدره 3.07%، بينما في السنوات 2017، 2018 و2019 فقد انتقل سعر الصرف (على التوالي) إلى 114.93، 118.29 و 119.16 بانخفاض قدره 0.73% سنة 2019.

أما مقارنة باليورو، فقد شهد سعر الصرف انخفاضا سنة 2017 قدره 15.36%، بينما في سنتي 2018 و2019 تحسنت قيمة الدينار الجزائري مقابل اليورو مسجلة على الترتيب قيمة 153.38 و133.63 دينارا لليورو الواحد.

وختاما يمكن القول، أن تواصل أثار انخفاض أسعار النفط والارتفاع الدائم لقيمة اليورو مقابل الدولار في الأسواق المالية العالمية، واستمرار نمو حجم الانفاق العام، ناهيك عن الاختلالات التي شهدتها الحسابات العمومية والخارجية في الجزائر، بالإضافة إلى اعتماد بنك الجزائر على سياسة التعويم الموجه للعملة الوطنية قصد الرفع من قيمة الإيرادات المتأتية من الصادرات النفطية عند تحويلها للعملة الوطنية، ضف إلى ذلك، فارق التضخم بين الجزائر وشركائها التجاريين الرئيسيين، وما يسبب السوق الموازي من ضغوطات على قيمة الدينار الجزائري، كل هذه العوامل سبب تراجعها وتقهرها في قيمة العملة المحلية.

بالنظر إلى حجم الاختلالات الداخلية والخارجية (العجز في الميزانية العامة وميزان المدفوعات)، فإنه لا يمكن لسعر الصرف أن يُشكل المتغير التعديلي الوحيد؛ بل من الضروري أيضا بذل جهود موازية من حيث ضبط أوضاع المالية العامة، وكذا من حيث الإصلاحات الهيكلية لغرض تنويع الاقتصاد ورفع الصادرات خارج المحروقات.

4.2.2 مؤشرات الوساطة المصرفية

يتكون "النظام المصرفي في الجزائر من عشرين مصرفاً وثمانية مؤسسات مالية حسب طبيعة نشاطهم، حيث تتوزع المصارف والمؤسسات المالية إلى:

- ستة مصارف عمومية منها صندوقاً للتوفير، وأربعة عشر مصرفاً خاصاً ذات رؤوس أموال أجنبية.
- مؤسستين ماليتين عموميتين، وخمسة مؤسسات متخصصة في الإيجار المالي من بينها ثلاثة عمومية
- تعاقدية واحدة للتأمين الفلاحي معتمدة ومرخصة للقيام بالعمليات المصرفية، حيث اتخذت في نهاية 2009 صفة (هيئة) مؤسسة مالية.

بينما قدر عدد الوكالات المصرفية بـ 1578 منها 1184 وكالة تخص المصارف العمومية مقابل 394 وكالة بالنسبة للمصارف الخاصة، أما فيما يخص المؤسسات المالية، بلغ عدد وكالاتها 96 وكالة" (بنك الجزائر، التقرير السنوي، 2020، الصفحات 77-78)، وعليه لم يتأثر النظام البنكي الجزائري بالأزمة المالية العالمية باعتباره نظاماً مالياً مغلقاً 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. حيث في ظل غياب أسواق مالية متطورة، تضمن القروض المباشرة تقريباً كلياً تمويل الاقتصاد بواقع 98.2% (بنك الجزائر، التقرير السنوي، 2017، صفحة 78) وبالتالي، يعد القطاع المصرفي الجزائري أقل حساسية للصدمات الخارجية بالمقارنة مع غيره في البلدان النامية أو المتطورة. ومن ناحية أخرى، نجد السوق المالي مقتصرًا فقط على سوق السندات في حين أن سوق الأسهم تكاد تكون معدومة، فهي توفر حجم تمويل جد ضعيف وبعيد كل البعد عن المأمول منه.

إضافة لكل ذلك فإن تمويل السوق متاح فعلياً فقط للشركات العامة الكبيرة وعدد قليل من الشركات الخاصة، بينما تجد الشركات الصغيرة والمتوسطة (شركات عائلية) صعوبة في القيام بذلك بسبب عدم كفاية شفافية حساباتها وإدارتها ومساهمها.

على هذا النحو، يمكن القول بأن القطاع المالي في الجزائر غير مدمج تماماً في الأسواق المالية الدولية لأسباب عدة أهمها:

- لا تودع البنوك الأجنبية أموالاً في البنوك الجزائرية باستثناء بعض الدعم من الشركات الأم لفروعها في الجزائر؛

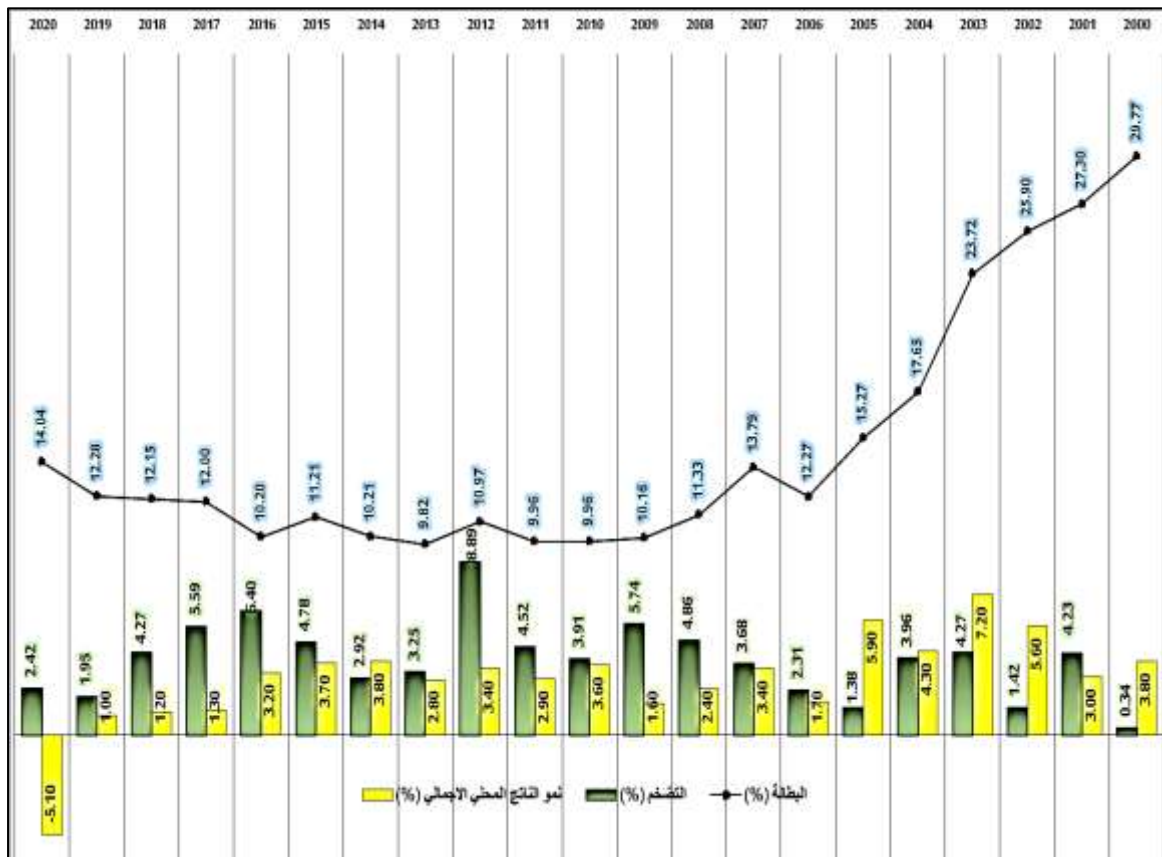
- عدم تدخل البنوك الجزائرية في الأسواق المالية الدولية بسبب الأنظمة المعمول بها، وبالتالي فهي لا تحوز أية أوراق مالية سامة، من شأنها أن تؤثر على ملاءتها المالية من خلال الخسائر المتولدة عن اضمحلال القيمة، أي أنها لا تخضع لتقلبات الأسواق المالية الدولية؛

- عدم وجود استثمارات لرأس المال الأجنبي في السوق المالي الجزائري، ومع ذلك، قد تتعرض البنوك الأجنبية العاملة في الجزائر لخطر التأثير بأي صعوبات تواجهها الشركات الأم كصعوبات في العثور على الموارد، وقرار إعادة التركيز على سوق بلد المنشأ وغيرها. (محسن، 2021، صفحة 112)

3.2 متغيرات الاقتصاد الكلي الجزائري

من جانب وصف وتحليل بعض متغيرات الاقتصاد الكلي، التي دفعت بالحكومة الجزائرية إلى انتهاج سياسة التسهيل الكمي، نستعين بالتمثيل البياني الموالي الذي يوضح مسارات تطور كل من "البطالة، معدل النمو الحقيقي للناج الداخلي الخام ومعدلات التضخم في الجزائر خلال الفترة 2000-2020".

الشكل رقم (4-10): مسارات المتغيرات الكلية للاقتصاد الجزائري للفترة (2000-2020)



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات بنك الجزائر

<https://www.bank-of-algeria.dz/statistiques/>

1.3.2 مؤشّر معدلات البطالة

من بين أهداف السياسة النقدية في الجزائر، هدف التشغيل الذي يرتبط بشكل مباشر بهدف النمو الاقتصادي، وبالتالي عدم تحقيق هذا الهدف ينعكس سلباً على هدف التشغيل، مما يحمل السلطة النقدية في الجزائر انتكاسة أخرى من خلال تنامي معدلات البطالة، التي بلغت أعلى مستوياتها بنسبة 29.77% سنة 2000، ومرد ذلك للإصلاحات التي تبنتها الدولة الجزائرية في تسعينات القرن العشرين، وتوجيه النظام الاشتراكي إلى الرأسمالي، وما تولد عن هذا التوجه من تسريح للعمال نتيجة غلق المؤسسات، إلا أنه الوضع سرعان ما تغير وبدأت معدلات البطالة في تراجع، فبلغت سنة 2001 نسبة 27.30%، واستمرت في الانخفاض لتبلغ سنتي 2007 و2008 على التوالي 13.79% و 11.33%، في حين شهدت سنة 2009 معدل بطالة قدره 10.16%. ومرد ذلك لأطلاق الحكومة الجزائرية في الفترة 2001-2009 "برنامج الانعاش الاقتصادي و البرنامج التكميلي لدعم النمو" وما تم انجازه من مشاريع، بالإضافة لاعتماد الحكومة سياسة التوظيف عن طريق عقود تتميز بأنها مؤقتة وذات أجر منخفض، على غرار عقود الشبكة الاجتماعية، عقود ما قبل التشغيل وعقود الدمج المهني. إلا أن ما تمت ملاحظته من خلال الشكل البياني، أن معدلات البطالة عاودت الارتفاع من جديد، وتجاوزت نسبة 12% بداية من سنة 2017 بعد أن سجلت أدنى مستوى لها سنة 2013 بمعدل قدره 9.82%.

استمرت معدلات البطالة فيفي الارتفاع حيث بلغت سنة 2018 معدل 12.15% وهذا راجع للتدابير الاحترازية التي اعتمدها الحكومة الجزائرية من خلال سياسة تقشفية انكماشية لمواجهة آثار انخفاض أسعار النفط في السوق العالمية وما انجر عنها من تقليص في حجم النفقات العمومية وبالتالي التقليل من الاستثمار العمومي وتجميد عمليات التوظيف العديد من القطاعات، في ظل عدم وجود أو غياب قطاع إنتاجي قادر على خلق قيمة مضافة.

أما في سنة 2020، فقد ستمرت معدلات البطالة في الارتفاع، أبن بلغت 14.04%، وهذا راجع بالإضافة للأسباب التي سبق سرد، إلى سبب رئيس تمثل في القيود التي فرضتها جائحة كورونا (COVID19) وبالتالي لم تتحقق الأهداف التي كانت مرجوة من السياسة النقدية في الجزائر، التي كان من المفترض ان نشهد فيها حركية في التوظيف.

2.3.2 مؤشّر النمو الاقتصادي

يعتبر النمو الاقتصادي من بين الأهداف المسطرة من قبل السلطة النقدية والتي نص عليها صراحة قانون النقد والقرض 90-10، فعن مسار نمو الناتج المحلي الاجمالي في الجزائر خلال

الفترة 2000-2020، يمكن القول أنه عرف عدة مراحل تزامنت مع مختلف البرامج التنموية التي تم تطبيقها في الجزائر .

- الفترة 2001-2004: عرفت معدلات النمو الاقتصادي ارتفاعا، وصلت اعلى مستوى لها سنة 2003 بمعدل 7.20% بعد أن قدرت في سنة 2002 معدل 5.60%، ومرد ذلك تطبيق برنامج الانعاش الاقتصادي الذي رصد له مبلغ (525 مليار دج) بهدف توفير قرابة 850 ألف منصب شغل وتحقيق معدل نمو لا يقل عن 5% .

- الفترة 2005-2009: حافظت معدلات النمو الاقتصادي على قيمها الموجبة، حيث سجل في هذه المرحلة المتزامنة مع البرنامج التكميلي لدعم النمو، اعلى معدل في سنة 2005 بنسبة 5.90%، ثم بدأ معدل النمو الاقتصادي ليصل سنة 2009 إلى 1.60%، نتيجة تداعيات أزمة الرهن العقاري وما تولد عنها من انخفاض في أسعار البترول وهو ما أثر على معدلات النمو في الجزائر.

- الفترة 2010-2014: تزامنت هذه الفترة مع تطبيق برنامج توطيد النمو الاقتصادي، حيث عرف معدلات النمو الاقتصادي ثباتا وارتفاعا بالمقارنة مع الفترة السابقة وذلك راجع إلى ارتفاع وتحسن اسعار النفط من جديد، حيث بلغ معدل النمو خلال هذه الفترة اعلى مستوى سنة 2014 بمعدل 3.80%

- الفترة 2015-2020: بسبب انخفاض اسعار البترول، شهدت هذه المرحلة انخفاض مستمر في معدلات النمو، انتقل من 3.70% سنة 2015 إلى 1.00% سنة 2019 ليسجل في ظل القيود التي فرضتها جائحة كورونا، أدنى مستوى له وبقيمة سالبة سنة 2020 بمعدل -5.10%.

3.3.2 مؤشر استقرار الاسعار

أعاد بنك الجزائر في فيفري 2011، تنشيط أداة الاحتياطي الإلزامي، وذلك لتوجيه البنوك نحو تفسير جيد للسيولة وتفادي الأثر السلبي للصدّات الخارجية على السيولة المصرفية، وبصدور الأمر رقم 11-03 المؤرخ في 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد والقرض، تعزز دور السياسة النقدية في ضبط معدلات التضخم، وأصبح الهدف النهائي للسياسة النقدية يتمثل في الاستقرار النقدي، من خلال ضمان استقرار الاسعار (عبد اللطيف، 2008، صفحة 119)

حيث نلاحظ من خلال الشكل البياني السابق، انخفاض في معدلات التضخم إلى أدنى مستوياتها سنة 2000 وذلك بعد انتهاء برنامج التعديل الهيكلي، أين وصل إلى 0.34%، اما في سنة 2011 فقد ارتفع مستوى التضخم من جديد ليصل إلى 4.23% ومرد ذلك نمو الكتلة النقدية (M2) بمقدار 22.3%، ليتراجع في سنة 2002 إلى 1.42% بسبب انخفاض معدل نمو (M2) إلى 17.3% كما تم توضيحه في الشكل رقم (4-8): المتعلق بتطور الكتلة النقدية M2. ليرتفع معدل التضخم

من جديد سنة 2003 عند 4.27% ثم تراجع سنّي 2004 و2005 مسجلا على التوالي 3.96% و1.38% ومردده هذا التحسن إلى استقرار الاقتصاد الجزائري خلال فترة تطبيق برنامج الانعاش الاقتصادي.

في ذات السياق، نلاحظ أنه خلال الفترة 2006 و2009 والمتزامنة مع البرنامج التكميلي لدعم النمو بقيت معدلات التضخم في ارتفاع مستمر انتقلت على الترتيب من 2.31% إلى 5.74%، وذلك بسبب ارتفاع معدلات التضخم المستورد المتولد عن الأزمة المالية 2008، حتى بلغ التضخم أعلى مستوى له سنة 2012 بنسبة 8.89%، بسبب الزيادات المعتبرة في الاجور، التي بدورها ساهمت في زيادة الطلب على السلع وما تولد عليه من ارتفاع في أسعارها، في ظل ارتفاع تكاليف الانتاج والاستيراد. وعلى نحو مخالف، انخفض مستوى التضخم عند 2.92% سنة 2014، ليرتفع من جديد مسجلا نسبة 6.40% سنة 2016، بسبب الصدمة النفطية التي أثرت سلبا على أسعار الصرف بالإضافة لارتفاع الاسعار المتعلقة بالسلع المحددة من قبل السلطات الوصية كأسعار الكهرباء الغاز، البنزين والنقل وغيرها.

ومن جانب وصف معدلات التضخم بداية من سنة 2017، نجدها قد تراجعت في ذات السنة إلى 5.59% ثم إلى 1.95% سنة 2019، أما في سنة 2020 فقد بلغ مستوى التضخم 2.42% ويعود سبب هذا التراجع إلى انخفاض وتيرة التضخم المرتبط بسلع الصناعات المعملية، فضلا على ذلك، فقد "حدث هذا التباطؤ المسجل على مستوى معدلات التضخم في ظرف ارتفاع عال للتوسع النقدي (التمويل غير التقليدي) وتفسير هذه التطورات غير النمطية إلى حد كبير، بكثرة نشوء توقعات تضخمية قليلة الرشادة في ل استمرار الاختلالات في التنظيم والوضعيات المهيمنة في غالبية أسواق السلع الاستهلاكية" (حمداني وبناني، 2021، صفحة 61)، علاوة على ذلك، يرى العديد من خبراء الاقتصاد في الجزائر أن المعدلات المحتسبة للتضخم لا تعكس القيم الحقيقية له، نظرا للمواد الاستهلاكية المدعومة من طرف الدولة، وبالتالي قد يتجاوز التضخم الحقيقي نسبة 10% على الأقل.

ومن خلال تحليل المؤشرات السابقة والمتعلقة بالوضعيات المالية والنقدية في الاقتصاد الجزائري، نجد أن السياسة النقدية المنتهجة من قبل بنك الجزائر لم يكن لها لأثر الإيجابي المنتظر على مؤشرات الاقتصاد الكلي الجزائري (البطالة، النمو الاقتصادي والتضخم)، كما أنها لم تحقق الاهداف المرجوة وذلك لعدة أسباب أهمها:

- 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 المحروقات وضعف هياكل الإنتاج مما زاد من تبعيته للخارج؛
-ضعف السوق النقدي وغياب السوق المالي حالاً دون تحقيق الأدوات النقدية لمهامها.

وبالتالي ليس المشكل في أدوات السياسة النقدية التي يستخدمها بنك الجزائر في تحقيق أهدافه المسطرة لتحسين المؤشرات النقدية والمالية ومتغيرات الاقتصاد الكلي في ظل السياسة النقدية الحالية التي فرضت على الاقتصاد الجزائري كحل ترقيعي لحل مشكلة ظرفية وليست مشكلة هيكلية، كون الاقتصاد الجزائري لا يزال رهينا للصددمات خارجية المتمثلة أساساً في تقلبات أسعار النفط ، إنما المشكل في الاقتصاد الجزائري الذي دوماً يا يثبت هشاشته أمام الصدمات النفطية في العديد من جوانبه التي غطتها الوفورات المالية السابقة، ومن بين ما يعانيه الاقتصاد الجزائري نذكر:

- "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 دوماً تخصيص أظرفة مالية إضافية لاستكمالها؛

- انعدام المناخ الملائم لاستدامة الاستثمار المنتج مع إهمال عنصر العامل البشري". (عبد المجيد قدي، 2017، الصفحات 386-387)

من مجمل ما تقدم، يمكن حصر الأسباب والظروف التي مهدت لانتهاج آلية التسهيل الكمي في الجزائر إلى الآتي:

- العجز المستمر في ميزانية الدولة من جهة ومواصلة الحكومة تمويل ودعم الاستثمارات العمومية من جهة ثانية، الأمر الذي انعكس سلباً على عملية التوظيف التي جمدت في العديد من القطاعات؛

- التراجع المستمر لفائض السيولة البنكية بداية من سنة 2011 (3,008.3 مليار دج) إلى (2,614.6 مليار دج) سنة 2014، ثم إلى (1,354.3 مليار دج) سنة 2017، للإشارة أنه بلغ أدنى مستوياته (- 424.4 مليار دج) في سنة 2020 ؛

- التراجع المستمر لقيمة الدينار الجزائري أمام اليورو والدولار، في ظل اعتماد بنك الجزائر على سياسة التعويم الموجه للعملة الوطنية قصد الرفع من قيمة الإيرادات المتأتية من الصادرات النفطية عند تحويلها للعملة الوطنية، ضف إلى ذلك، فارق التضخم بين الجزائر وشركائها التجاريين الرئيسيين، وما يسبب السوق الموازي من ضغوطات على قيمة الدينار الجزائري، أدى كل ذلك إلى إضعاف القدرة الشرائية للمواطن وهو ما نلمسه من خلال ارتفاع المعدلات الحقيقية للتضخم التي قد تتجاوز نسبة 10% على الأقل من وجهة نظر العديد من خبراء الاقتصاد في الجزائر؛

- انخفاض المتواصل لأسعار النفط الجزائري في الأسواق العالمية بداية من سنة 2014 وبالمقارنة مع السعر المرجعي لبرميل النفط عند إعداد الميزانية أدى إلى تقلص الإيرادات وبالتالي زيادة العجز الموازي.

- تراجع أسعار النفط بداية من سنة 2014 وضعف الإنتاج المحلي وعدم تنوع الصادرات خارج قطاع المحروقات في ظل ارتفاع حجم الواردات، وهو الأمر الذي سبب عجزا في ميزان المدفوعات؛
- اعتماد الاقتصاد الجزائري في عملية التمويل على المداخل المتأتية من الصادرات النفطية، جعله رهينا بالصدمات الخارجية.

- تآكل احتياطات الصرف من النقد الاجنبي، قلص من هامش التصدي للصدمات والأزمات الخارجية؛

بالإضافة لامتلاك الجزائر لتجارب قاسية مع الاستدانة الخارجية، الأمر الذي جعل الحكومة تلجأ إلى سياسة التسهيل الكمي بالمفهوم الاقتصادي العالمي، وما يصطلح عليه في الساحة الجزائرية بالتمويل غير التقليدي، وذلك في إطار الاحتياجات التمويلية الملحة، خاصة بعد نفاذ صندوق ضبط الإيرادات مطلع سنة 2017.

3. التفعيل الاقتصادي لآلية التسهيل الكمي في الاقتصاد الجزائري

للأسباب المذكورة آنفا، لجأت الجزائر لانتهاج سياسة التسهيل الكمي أو ما يصطلح عليه في الساحة الجزائرية بالتمويل غير التقليدي، بعد تميم قانون 90-10 المتعلق بالنقد والقرض بموجب القانون رقم 17-10 الصادر في 11 أكتوبر 2017 المتمم للأمر 03-11 الصادر في 26 أوت 2003، من

خلال إدراج مادة واحدة ووحيدة وهي المادة 45 مكرر من القانون 10-17 (الجريدة الرسمية العدد 57، 2017، صفحة 4)

حملت المادة 45 مكرر في طياتها أنه " بغض النظر عن كل حكم مخالف، يقوم بنك الجزائر، ابتداء من دخول هذا الحكم حيز التنفيذ بشكل استثنائي ولمدة خمس سنوات، بشراء، مباشرة عن الخزينة، السندات المالية التي تصدرها هذه الأخيرة، من أجل المساهمة على وجه الخصوص، في:

- تغطية احتياجات تمويل الخزينة.
- تمويل الدين العمومي الداخلي.
- تمويل الصندوق الوطني للاستثمار.

توضع هذه الآلية حيز التنفيذ لمرافقة إنجاز برنامج الإصلاحات الهيكلية الاقتصادية والميزانية التي ينبغي أن تفضي في نهاية فترة الخمس سنوات كأقصى تقدير، إلى استعادة:

- توازنات خزينة الدولة.
- توازن ميزان المدفوعات.

تحدد آلية متابعة تنفيذ هذا الحكم من طرف الخزينة وبنك الجزائر، عن طريق التنظيم" (الجريدة الرسمية العدد 57، 2017، صفحة 4)

باستقراء هذه المادة يمكن القول؛ أن سياسة التسهيل الكمي أو التمويل غير التقليدي تتمثل في قيام بنك الجزائر بطباعة النقود دون مقابل، من أجل توفير سيولة للخزينة العمومية بهدف تغطية احتياجاتها التنموية بموجب رخصة استثنائية لمدة 5 سنوات غير محددة السقف وغير محددة آجال الاستحقاق.

بينما سابقا وبموجب المادة 46 من الأمر رقم 03-11 المتخذ بالنقد والقرض، " يمكن لبنك الجزائر أن يمنح الخزينة العمومية مكشوفات بالحساب الجاري لا تتجاوز مدتها 240 يوما متتاليا أو غير متتال أثناء سنة تقويمية، وذلك على أساس تعاقدية، في حدود حد أقصى يعادل عشرة في المائة 10% من الإيرادات العامة للدولة، المثبتة خلال السنة الميزانية السابقة" (الجريدة الرسمية العدد 52، 2003، صفحة 8)

فعلي سبيل المثال، "لم يكن باستطاعة الخزينة العمومية اقتراض سوى ما لا يتجاوز 343.5 مليون دج سنة 2017 بناء على حجم إجمالي الإيرادات لسنة 2016 والتي تم رصدها في الميزانية بمبلغ 3435 مليار دج دون احتساب إيرادات الضرائب النفطية، ولكن مع التعديل الجديد فقد تم إعفاء الخزينة من هذا الشرط، وأصبح بإمكانها فتح حساب جاري على المكشوف دون سقف

للائتمان وبشروط أكثر يسرا، وبهذا الإعفاء من التسقيف تكون الخزينة العمومية قد استفادت من مورد مالي جديد وغير تقليدي" (شاوش اخوان، شعباني، وهادف، 2020، صفحة 144)

في ذات السياق، نصت المادة 45 من الأمر رقم 03 - 11 على أنه "يمكن بنك الجزائر، ضمن الحدود ووفق الشروط التي يحددها مجلس النقد والقرض، أن يتدخل في سوق النقد وأن يشتري ويبيع على الخصوص سندات عمومية وسندات خاصة يمكن قبولها لإعادة الخصم أو لمنح التسبيقات. ولا يجوز، بأي حال من الأحوال، أن تتم هذه العمليات لصالح الخزينة أو الجماعات المحمية المصدرة لمسندات" (الجريدة الرسمية العدد 52، 2003، صفحة 8)، أي أنه بموجب المادة السالفة الذكر، كان لا يسمح لبنك الجزائر أن يشتري سندات الخزينة العمومية، إلا في سوق التداول ومن البنوك التجارية والمؤسسات المالية، في حين سمح التعديل الجديد لبنك الجزائر بشراء هذه السندات مباشرة في السوق الأولية، وهذا ما يعتبر بعدا غير تقليديا في عمليات التمويل المباشرة، مقارنة بما كان معمولا به سابقا.

بينما نصت المادة 38 من الأمر 11-03 "يصدر بنك الجزائر العملة النقدية، ضمن شروط التغطية المحددة عن طريق التنظيم المتخذ وفقا للفقرة "أ" من المادة 62 أدناه" (الجريدة الرسمية العدد 52، 2003، صفحة 7)، أي أنه فيما سبق، كان لا يسمح لبنك الجزائر بطباعة عملات إضافية إلا وفق حسابات اقتصادية دقيقة حول وضعية الاقتصاد، أما وفق التعديل الجديد أصبح بإمكان بنك الجزائر طباعة المزيد من العملات الوطنية جديدة من دون قيد، قصد تلبية حاجيات الخزينة العمومية، وبالتالي يعد هذا الاجراء مصدرا تمويليا غير تقليديا للاقتصاد.

علاوة على ذلك، "كان البنك المركزي لا يكتبب إلا الأوراق المالية عالية الجودة فقط، فهو ووفق قوانين استقلالية البنك المركزي يعتبر متعاملا اقتصاديا يتعامل في السوق النقدي وفق الأساليب الاستثمارية المعمول بها، مما جعله يعزف عن اقتناء سندات الخزينة نظرا لحالتها غير الجيدة، فهي فيغالبها أصول ذات جودة اقل، ولكن في ظل اعتماد هذا النمط التمويل غير التقليدي فان بنك الجزائر سوف يقوم بشراء الأصول المالية للخزينة العمومية الجزائرية بغض النظر عن معدل المخاطر المرتبط بها، ودون اعتبار لجودتها المالية، وهو ما سيوفر سيولة هائلة للخزينة تمكنها من دفع ما عليها وتغطية العجز ودعم موارد صندوق الاستثمار الوطني" (بختة، 2019، صفحة 41)

4. سقف الاصدار النقدي الجديد وفق التشريع المصرفي الجزائري

يمكن التعرف على الحالات التي تمكن بنك الجزائر من إصدار أو طباعة المزيد من العملة الوطنية (إصدار نقدي جديد)، بموجب قانون 90-10 المتعلق بالنقد والقرض وما تبعه من تعديلات، والتي نوجها في الآتي:

1.4 الذهب والعملات الأجنبية

تتم تسوية عملية التبادل التجاري بين الدول عن طريق العملات الصعبة والذهب النقدي وينتج عن ذلك فوائض لدى الدول المصدرة، غير أن هذه الفوائض سواء من الذهب النقدي أو العملات الأجنبية لا يتم تداولها محليا، وعليه تقوم البنوك المركزية بتحويل هذه الفوائض إلى عملة وطنية، أي يتم إصدار مقابل نقدي محلي للفوائض المحققة، وهو ما يعني أنه يتم طبع نقود جديدة بغطاء الفائض من الذهب النقدي والعملات الأجنبية. (بوجلال، 2020، صفحة 255)

وبالتالي، فقد كان يتخذ ما يتم تحقيقه من فوائض قبل قانون 17-11، كسقف إصدار للنقود الجديدة (العملة الوطنية)، أي أن سقف إصدار النقود وفق نظام التغطية بفوائض الذهب النقدي والعملات الأجنبية هي القيمة الكلية لهذه الفوائض. (الجريدة الرسمية العدد 52، 2003، الصفحات 7-8)

2.4 سندات الخزينة

تحتاج الخزينة العمومية أثناء تسييرها للنفقات العمومية إلى تمويل الأنشطة الحكومية، ويحدث أن تفوق إيرادات الخزينة النفقات الإجمالية في وقت معين، وهو ما يستوجب حصولها على تمويل من البنك المركزي، ففي الجزائر تطلب الخزينة تسبيقات من بنك الجزائر لتغطية العجز في الميزانية العمومية والذي يظهر حين تتجاوز النفقات المستمرة قيمة الإيرادات المتقطعة عبر الزمن. (رملي، 2018، صفحة 216)

أما فيما يتعلق بسقف الإصدار النقدي مقابل هذه التسبيقات، فقد حددت المادة 46 من الأمر رقم 03-11، قيمته بـ 10% من الإيرادات العادية للدولة المثبتة خلال للسنة الماضية، بشرط أن لا يتجاوز استحقاق هذه الأموال مدة 240 يوما، فضلا على ذلك، يقوم بنك الجزائر بعملية شراء لسندات الخزينة بهذه القيمة من خلال السوق ما بين البنوك. (الجريدة الرسمية العدد 52، 2003، صفحة 8)

3.4 إعادة الخصم

يعتبر البنك المركزي الملجأ الأخير للإقراض عند البنوك التجارية، وتتم هذه العملية عن طريق تقديم بعض الأصول التي تملكها هذه البنوك للبنك المركزي، وتتمثل هذه الأصول أساسا في السندات التجارية، والتي تحصل عليها البنوك التجارية عن طريق عمليات الخصم، وتسمى عملية الإقراض هذه بإعادة الخصم، فالبنك المركزي يحصل على مقابل أو عمولة مقابل خصم هذه السندات المخصوصة سلفا من طرف البنوك ويمكن تسمية هذه العملية بالاقراض الوطني (محسن، 2021، صفحة 124)

في حين، لم تفصل القوانين الجزائرية المتعلقة بالجانب المصرفية في الأوراق المقبولة لعملية الخصم من قبل بنك الجزائر، وتبقى تقدير بنك الجزائر لسقف الإصدار مقابل هذه الأوراق بما يراه مناسباً للوضع الاقتصادية السائدة، وقراءته للسياسة النقدية الواجب إتباعها في ظل هذه الأوضاع، وبالتالي، يقودنا القول؛ أن سقف الإصدار النقدي في هذه الحالة يرجع إلى تقديرات بنك الجزائر والسياسات المنتهجة. حيث في هذا الشأن، صدرت تعليمة رقم 02-2016 المؤرخة في 24 مارس 2016، "المحددة لكيفية تطبيق عمليات الخصم وإعادة الخصم للسندات العمومية والخاصة لفائدة البنوك والمؤسسات المالية والتسبيقات والقروض للبنوك"، تهدف إلى تحديد القواعد والاجراءات لتعبئة السندات العمومية والخاصة القابلة لعمليات الخصم وإعادة الخصم لفائدة البنوك والمؤسسات المالية، حيث حددت المدة المنيّة الدنيا لخصم أو إعادة خصم السندات العمومية والخاصة بثمانية أيام. (بنك الجزائر التعليمة رقم 02-16، 2016)

أما في ما يتعلق بالسندات العمومية، فتمثل على وجه الخصوص في "سندات الخزينة قصيرة الأجل التي تساوي مدتها أو تقل عن سنة واحدة، بالإضافة إلى سندات الخزينة متوسط الأجل التي تتراوح مدتها بين سنتين وخمس سنوات، حيث تشمل عمليات الخصم السندات القابلة للتداول المصرفي من طرف بنك الجزائر والتي نوردتها في الآتي:

- السندات ذات أجل استحقاق تساوي أو تقل عن ثلاثة أشهر؛
- السندات ذات أجل استحقاق تفوق ثلاثة أشهر أو تقل عن ثلاثة سنوات لمدة اعتيادية لا تتجاوز ستين يوما؛

أين يسقف إقراض بنك الجزائر بالنسبة لهذه الفئة الثانية من السندات عند 90% من قيمتها الاسمية". (بنك الجزائر التعليمة رقم 02-16، 2016)

ومن جانب عمليات إعادة خصم السندات الخاصة، فيمكن لبنك الجزائر إعادة خصم ثلاثة فئات من السندات نوجزها في ما يلي:

- السندات الخاصة المتمثلة لعمليات تجارية على الجائر أو على الخارج والتي لا تتجاوز المدة المتبقية لاستحقاقها سنة أشهر؛
- سندات التمويل المتمثلة لقروض الخزينة القابلة لإعادة الخصم لفترة ستة أشهر دون أن تتجاوز المدة الكاملة لسلفية بنك الجزائر اثني عشر شهرا؛
- سندات التمويل المتمثلة للقروض المتوسطة الأجل القابلة لإعادة الخصم لفترات من ستة أشهر دون أن تتجاوز المدة الكاملة لسلفية بنك الجزائر ثلاثة سنوات.

حيث تسقف هذه السنوات بواقع 70% من القيمة الاسمية بالنسبة للعمليات التجارية وواقع 50% بالنسبة لعمليات القرض الأخرى" (بنك الجزائر التعلية رقم 02-16، 2016)

4.4 سقف الاصدار النقدي بعد صدور قانون 10-17

بموجب هذا القانون لجئت الحكومة إلى التسهيل الكمي أو التمويل غير تقليدي القائم على طباعة النقود بدون تغطية، أين يقوم بنك الجزائر بموجبه بإقراض الخزينة العمومية مباشرة من أجل تمويل عجز ميزانية الدولة، تمويل الدين العمومي الداخلي وتوفير موارد مالية للصندوق الوطني للاستثمار.

امتدت عملية التسهيل الكمي في الجزائر من منتصف شهر نوفمبر 2017 إلى غاية شهر أفريل 2019، حيث تم اصدار 2185 مليار دج سنة 2017 و3371 مليار دج سنة 2018 وفي سنة 2019 تم اصدار 1000 مليار دج، للتوقف عملية الإصدار في شهر أفريل لسنة 2019 عند مبلغ 6556.2 مليار دينار جزائري. تم توجيهه على النحو التالي: (Banque d'Algérie-Communiqués de presse, 2019, p. 3)

- تم استخدام مبلغ 2470 مليار دج لتمويل عجز الخزينة لسنة 2017 و2018 وجزئيا لسنة 2019؛

- ساهم مبلغ 1813 مليار دج في تسديد الدين العمومي المتعلق بالشركات العمومية (سوناطراك وسونلغاز) بالإضافة إلى تسديد القرض المستندي؛

- وجه مبلغ 500 مليار إلى الصندوق الوطني للتقاعد لتسديد دينه لدى الصندوق الوطني للتأمينات الاجتماعية؛

- وضع مبلغ 1773.2 مليار دج، لدى الصندوق الوطني للاستثمار لتمويل برامج عدل وتمويل عجز الصندوق الوطني للتقاعد والمشاريع الهيكلية؛ (Banque d'Algérie-Communiqués de presse, 2019, p. 4)

5. مجالات استخدام التمويل غير التقليدي في الجزائر

ومن حيث الاستخدام، من أصل المبلغ الإجمالي الجاري البالغ 6.556.2 مليار دينار، تم إبرام اتفاقيات بين الخزينة العمومية وبنك الجزائر، ووفق كل اتفاقية تبرمها المديرية العامة للخزينة يتم إرسالها المديرية العامة للمحاسبة، التي بدورها تصدر تعليمة بشأن محتوى الاتفاقية، تحدد من خلالها الكيفيات المحاسبية لعمليات اكتتاب وصدار السندات المصدرة في هذا الإطار، تحديد مدتها الدنيا والقصوى، وكذا مبالغ وتواريخ استحقاقها ونسبة الفائدة المطبقة والتي قدرت بـ 0.5%، حيث جاءت مجالات هذا التمويل وفق التعليمات الصادرة من أجل:

1.5 تغطية احتياجات تمويل الخزينة بعنوان السنة المالية 2017

وضح محتوى التعليمة رقم 21 الصادرة بتاريخ 26 نوفمبر 2017، أن المديرية العامة للخزينة أصدرت سندات مالية لفائدة بنك الجزائر بمبلغ يقدر بـ 570 مليار دج، لأجل تغطية احتياجات تمويل الخزينة بعنوان السنة المالية 2017، يبدأ سريان إصدار هذه السندات اعتباراً من تاريخ توقيع الاتفاقية رقم 14 المؤرخة في 29 أكتوبر 2017 المتضمنة إصدار سندات الخزينة لفائدة بنك الجزائر، حيث جاءت هذه الأخيرة على نحو خمسة فئات كالآتي:

جدول رقم (4-2): السندات المصدرة لتغطية احتياجات تمويل الخزينة للسنة المالية 2017

بمبلغ	تاريخ استحقاق الدفع	مدة تطابق سند الخزينة	الفئة
40 مليار دج	29 أكتوبر 2022	05 سنوات	الفئة 01
70 مليار دج	29 أكتوبر 2024	07 سنوات	الفئة 02
110 مليار دج	29 أكتوبر 2027	10 سنوات	الفئة 03
170 مليار دج	29 أكتوبر 2032	15 سنة	الفئة 04
180 مليار دج	29 أكتوبر 2037	20 سنة	الفئة 05
570 مليار دج	المجموع		

المصدر: إعداد الطالب بالاعتماد على (وزارة المالية، النشرة الرسمية رقم 04، 2017، الصفحات 234-235)

2.5 تغطية احتياجات تسيير الدين العمومي

تضمنت التعليمة رقم 22 الصادرة بتاريخ 30 نوفمبر 2017، أن المديرية العامة للخزينة أصدرت سندات مالية لفائدة بنك الجزائر بمبلغ يقدر بـ 452 مليار دج، لأجل تغطية احتياجات الدين العمومي، يبدأ سريان إصدار هذه السندات اعتباراً من تاريخ توقيع الاتفاقية رقم 16 المؤرخة في 07 نوفمبر 2017 المتضمنة إصدار سندات الخزينة لفائدة بنك الجزائر، حيث شملت ستة فئات كالآتي:

جدول رقم (3-4): السندات المصدرة لتغطية احتياجات تسيير الدين العمومي

بمبلغ	تاريخ استحقاق الدفع	مدة تطابق سند الخزينة	
52 مليار دج	08 نوفمبر 2024	07 سنوات	الفئة 01
70 مليار دج	08 نوفمبر 2027	10 سنوات	الفئة 02
100 مليار دج	08 نوفمبر 2032	15 سنوات	الفئة 03
100 مليار دج	08 نوفمبر 2037	20 سنة	الفئة 04
80 مليار دج	08 نوفمبر 2042	25 سنة	الفئة 05
50 مليار دج	08 نوفمبر 2047	30 سنة	الفئة 06
452 مليار دج	المجموع		

المصدر: إعداد الطالب بالاعتماد على (وزارة المالية، النشرة الرسمية رقم 04، 2017، الصفحات 237-238)

3.5 تعبئة الموارد لصالح الصندوق الوطني للاستثمار

نصت التعليمية رقم 23 الصادرة بتاريخ 30 نوفمبر 2017، أن المديرية العامة للخزينة أصدرت سندات مالية لفائدة بنك الجزائر بمبلغ يقدر بـ 200 مليار دج، لأجل تعبئة الموارد لصالح الصندوق الوطني للاستثمار، يبدأ سريان إصدار هذه السندات اعتباراً من تاريخ توقيع الاتفاقية رقم 17 المؤرخة في 07 نوفمبر 2017 المتضمنة إصدار سندات الخزينة لفائدة بنك الجزائر، حيث شملت هذه الأخيرة ستة فئات كالآتي:

جدول رقم (4-4): السندات المصدرة في إطار تعبئة الموارد لصالح الصندوق الوطني للاستثمار

بمبلغ	تاريخ استحقاق الدفع	مدة تطابق سند الخزينة	
10 مليار دج	08 نوفمبر 2024	07 سنوات	الفئة 01
20 مليار دج	08 نوفمبر 2027	10 سنوات	الفئة 02
30 مليار دج	08 نوفمبر 2032	15 سنوات	الفئة 03
50 مليار دج	08 نوفمبر 2037	20 سنة	الفئة 04
50 مليار دج	08 نوفمبر 2042	25 سنة	الفئة 05
40 مليار دج	08 نوفمبر 2047	30 سنة	الفئة 06
200 مليار دج	المجموع		

المصدر: إعداد الطالب بالاعتماد على (وزارة المالية، النشرة الرسمية رقم 04، 2017، الصفحات 240-241)

4.5 تمويل برنامج إنشاء سكنات عدل

حملت التعليمية رقم 24 الصادرة بتاريخ 19 ديسمبر 2017 في طياتها، أن المديرية العامة للخزينة أصدرت سندات مالية لفائدة بنك الجزائر بمبلغ يقدر بـ 154 مليار دج، لأجل تمويل برنامج إنشاء سكنات عدل، حيث يبدأ سريان إصدار هذه السندات اعتباراً من تاريخ توقيع

الاتفاقية رقم 22 المؤرخة في 12 نوفمبر 2017 المتضمنة إصدار سندات الخزينة لفائدة بنك الجزائر، والموضحة في الجدول الموالي:

جدول رقم (4-5): السندات المصدرة في إطار تمويل برنامج إنشاء سكنات عدل

بمبلغ	تاريخ استحقاق الدفع	مدة تطابق سند الخزينة	
14 مليار دج	13 نوفمبر 2024	07 سنوات	الفئة 01
20 مليار دج	13 نوفمبر 2027	10 سنوات	الفئة 02
30 مليار دج	13 نوفمبر 2032	15 سنوات	الفئة 03
40 مليار دج	13 نوفمبر 2037	20 سنة	الفئة 04
30 مليار دج	13 نوفمبر 2042	25 سنة	الفئة 05
20 مليار دج	13 نوفمبر 2047	30 سنة	الفئة 06
154 مليار دج	المجموع		

المصدر: إعداد الطالب بالاعتماد على (وزارة المالية، النشرة الرسمية رقم 04، 2017، الصفحات 243-244)

5.5 تغطية تسير الدين العمومي (سندات سونلغاز)

تضمنت التعليمات رقم 26 الصادرة بتاريخ 21 ديسمبر 2017، أن المديرية العامة للخزينة أصدرت سندات مالية لفائدة بنك الجزائر بمبلغ يقدر بـ 545 مليار دج، لأجل تغطية تسير الدين العمومي (سندات سونلغاز)، وذلك بداية من تاريخ توقيع الاتفاقية رقم 20 المؤرخة في 12 نوفمبر 2017 المتضمنة إصدار سندات الخزينة لفائدة بنك الجزائر. ويمكن توضيح السندات المصدرة في هذا الإطار بالجدول الآتي:

جدول رقم (4-6): السندات المصدرة لتغطية تسير الدين العمومي (سندات سونلغاز)

بمبلغ	تاريخ استحقاق الدفع	مدة تطابق سند الخزينة	
45 مليار دج	13 نوفمبر 2024	07 سنوات	الفئة 01
70 مليار دج	13 نوفمبر 2027	10 سنوات	الفئة 02
120 مليار دج	13 نوفمبر 2032	15 سنوات	الفئة 03
120 مليار دج	13 نوفمبر 2037	20 سنة	الفئة 04
120 مليار دج	13 نوفمبر 2042	25 سنة	الفئة 05
70 مليار دج	13 نوفمبر 2047	30 سنة	الفئة 06
545 مليار دج	المجموع		

المصدر: إعداد الطالب بالاعتماد على (وزارة المالية، النشرة الرسمية رقم 04، 2017، الصفحات 248-249)

6.5 تغطية تسيير الدين العمومي (القرض الوطني للنمو الاقتصادي)

جاء ضمن محتوى التعليمات رقم 27 الصادرة بتاريخ 21 ديسمبر 2017 ، أن المديرية العامة للخزينة أصدرت سندات مالية لفائدة بنك الجزائر بمبلغ يقدر بـ 264 مليار دج، لأجل تغطية تسيير الدين العمومي (القرض الوطني للنمو الاقتصادي)، ويسري ذلك بداية من تاريخ توقيع الاتفاقية رقم 21 المؤرخة في 12 نوفمبر 2017 المتضمنة إصدار سندات الخزينة لفائدة بنك الجزائر.

جدول رقم (4-7): السندات المصدرة لتغطية تسيير الدين العمومي (القرض الوطني للنمو)

بمبلغ	تاريخ استحقاق الدفع	مدة تطابق سند الخزينة	
14 مليار دج	13 نوفمبر 2024	07 سنوات	الفئة 01
30 مليار دج	13 نوفمبر 2027	10 سنوات	الفئة 02
60 مليار دج	13 نوفمبر 2032	15 سنوات	الفئة 03
70 مليار دج	13 نوفمبر 2037	20 سنة	الفئة 04
50 مليار دج	13 نوفمبر 2042	25 سنة	الفئة 05
40 مليار دج	13 نوفمبر 2047	30 سنة	الفئة 06
264 مليار دج	المجموع		

المصدر: إعداد الطالب بالاعتماد على (وزارة المالية، النشرة الرسمية رقم 04، 2017، الصفحات 251-252)

7.5 تعويض مديونية الصندوق الوطني للتقاعد إزاء الصندوق الوطني للتأمينات الاجتماعية

تضمنت التعليمات رقم 01 الصادرة بتاريخ 29 جانفي 2018 ، أن المديرية العامة للخزينة أصدرت سندات مالية لفائدة بنك الجزائر بمبلغ يقدر بـ 500 مليار دج، لأجل تعويض مديونية الصندوق الوطني للتقاعد (CNR) إزاء الصندوق الوطني للتأمينات الاجتماعية (CNAS)، وذلك بداية من تاريخ توقيع الاتفاقية رقم 02 المؤرخة في 17 جانفي 2018 المتضمنة إصدار سندات الخزينة لفائدة بنك الجزائر. كما هو مبين بالجدول الموالي:

جدول رقم (4-8): السندات المصدرة لتغطية تعويض مديونية (CNR) إزاء (CNAS)

بمبلغ	تاريخ استحقاق الدفع	مدة تطابق سند الخزينة	
100 مليار دج	11 جانفي 2025	07 سنوات	الفئة 01
100 مليار دج	11 جانفي 2028	10 سنوات	الفئة 02
100 مليار دج	11 جانفي 2033	15 سنوات	الفئة 03
100 مليار دج	11 جانفي 2038	20 سنة	الفئة 04
100 مليار دج	11 جانفي 2048	30 سنة	الفئة 05
500 مليار دج	المجموع		

المصدر: إعداد الطالب بالاعتماد على (وزارة المالية، النشرة الرسمية رقم 05، 2018، الصفحات 127-128)

في المجممل، من أصل المبلغ الإجمالي الذي تم تعبئته وهو 6.556.2 مليار دج، لم يتم ضخ سوى مبلغ 3.114.4 مليار دج في الاقتصاد. حيث رصد مبلغ رصيد قدره 945.1 مليار دج موجود في حساب الخزينة لدى بنك الجزائر، وبالتالي لم يتم ضخه بعد في الاقتصاد. مع إيداع مبلغ قدره 656,7 مليار دج في حساب الصندوق الوطني للاستثمار لدى الخزينة بهدف استغلاله حسب الاحتياجات المؤكدة. أما المبلغ المتبقي والمقدر بـ1.830 مليار دج، فقررت السلطة النقدية في الجزائر أن يخضع للتعقيم من طرف بنك الجزائر عبر مختلف أدواته. (Banque d'Algérie-Communiqués de presse, 2019, p. 4)

6. تحديات تطبيق سياسة التسهيل الكمي في الجزائر

يتمثل التحدي الرئيسي في مواصلة ضمان استقرار الأسعار في بيئة تتسم بفوائض كبيرة ومستمرة في السيولة. وقد تم تنفيذ الأدوات المناسبة لإدارة السيولة المتاحة لبنك الجزائر. حيث في 8 يناير 2018، بدأت عمليات استعادة السيولة. التي تم تنفيذها على شكل ودائع لأجل لمدة 7 أيام. أين يتم تحديد المبالغ التي سيتم استيعابها من قبل بنك الجزائر، ثم منحها من خلال مزادات بأسعار فائدة متغيرة بحد أقصى قريب من السعر الرئيسي. بالإضافة إلى ذلك، في 15 يناير 2018 مع بداية الفترة الأولى لإنشاء الاحتياطي الإجمالي، قام بنك الجزائر برفع نسبة الأخير من 4% إلى 8%. وبالتالي يعد الاستخدام المناسب لهذه الأدوات جعل من الممكن تعقيم السيولة الفائضة الناتجة عن برنامج التمويل النقدي. (Banque d'Algérie-Communiqués de presse, 2019, p. 4)

ونتيجة لذلك، بلغ سعر الفائدة بين البنوك في سوق ما بين البنوك لمدة سبعة أيام حوالي 2.5%، وهو أقل قليلاً من سعر الفائدة الأساسي، كما كان متوقعاً في بيئة تتسم بفوائض كبير في السيولة. وبالتالي، يستمر سعر الفائدة في الإشارة إلى اتجاه السياسة النقدية بهدف الحفاظ على استقرار الأسعار، علاوة على ذلك، اتخذت السلطة النقدية في الجزائر إجراءات جديدة تمثلت في زيادة سعر الاحتياطي الإجمالي بمقدار مائتي (200) نقطة أساس، ليصل بذلك إلى 8% إلى 10%. مع تعديل بعض معايير الأدوات المتاحة (Banque d'Algérie-Communiqués de presse, 2019, p. 5)

في حين، يعد تطبيق إجراءات التسهيل الكمي الذي لجأت الجزائر إلى انتهاجه كحل استعجالي لاستعادة التوازنات واحتواء تداعيات الأزمة النفطية لسنة 2014، يختلف عن تلك الأداة المنتهجة في الدول المتقدمة لعدة عوامل، من أهمها:

- الاقتصاد الجزائري ريعي بالدرجة الأولى، يمثل فيه قطاع المحروقات المصدر الوحيد للثروة وبالتالي تختلف الأهداف المراد تحقيقها إزاء تطبيق هذا الأسلوب، حيث تطبق التسهيل الكمي في الدول المتقدمة من أجل تنشيط الاقتصاد وإخراجه من دوامة الانكماش من خلال تشجيع الائتمان

والإنفاق، بينما في حالة الجزائر تم انتاج التمويل غير التقليدي من أجل تمويل عجز الموازنة العامة للدولة؛

- تم اعتماد أداة التسهيل الكمي من طرف البنوك المركزية في الدول المتقدمة بعد عجز أدوات السياسة النقدية في شكلها التقليدي أمام الأزمة المالية لسنة 2008، والتي تسببت في إدخال الاقتصاد العالمي في حالة الانكماش، بينما في الجزائر تم انتاج هذه الأداة بسبب انخفاض أسعار البترول في السوق العالمية سنة 2014، مما أثر سلبا وبشكل كبير على سيولة الدولة.

- يشتري بنك الجزائر ولمدة خمس سنوات مباشرة، السندات التي تصدرها الخزينة لفائدته، بينما في الدول المتقدمة يتم شراء الأصول طويلة الأجل من السوق الثانوية؛

- الظروف المحيطة بتطبيق التيسير الكمي في الدول المتقدمة ملائمة لتوفر هذه البلدان على اقتصاد متنوع عملة قوية، نظام مصرفي متطور وأسواق مالية كفؤة وغيرها، على عكس الحالة في الجزائر؛

ومن ناحية أخرى، رافق تنفيذ برامج التسهيل الكمي عدم الاستقرار السياسي الذي شهدته الجزائر، وزاد من تعقيد وتأزم في الأوضاع الاقتصادية، "مع استمرار الحراك الشعبي الذي بدأ فعليا في 22 فيفري 2019، لكن مسبباته ودوافعه كانت في أكتوبر 2018، لأن الاقتصاد الجزائري هش ويعيش مشاكل مالية جمة ابتداء من فيفري 2017 عندما أصبح صندوق ضبط إيرادات الموازنة يساوي الصفر، ومع استمرار الحراك الشعبي ومطالبته برحيل النظام زادت معه الأزمة السياسية التي أثرت سلبا على اقتصاد البلاد مما زاد في عمق الأزمة المالية" (زريق، 2019)

ونظرا لضبابية رؤية التنمية الاقتصادية وتنوعها على المدى القريب، بسبب عدم استقرار الوضع السياسي وتغير الحكومة المتزامنة مع انتاج أداة التسهيل الكمي، جاءت توقعات بعض المختصين بالشأن الاقتصادي الجزائري، بتراجع النمو في النشاط الاقتصادي، مع انكماش الإنفاق الحكومي وكذا قلة الحلول التمويلية المشاريع التنموية، وهو ما يؤدي إلى صعوبة تتبع آثار سياسة التسهيل الكمي.

لم يتوقف الأمر على ما واجهته الجزائر تحديات صعبة مست بالاققتصاد، فبعد قرابة عام من الحراك الشعبي الذي رافقه عدم الاستقرار السياسي، تأثر الاقتصاد الجزائري بشكل كبير بسبب بتداعيات جائحة كورونا، التي طالب كل بلدان العالم، ونظرا لخصوصية الاقتصاد الجزائري، باعتباره اقتصاد ريعي قائم على المداخل المتأتبة من المحروقات، كان تأثير أزمة كورونا عليه مزدوجا بسبب تراجع الطلب على المحروقات وتهوي أسعارها في السوق العالمية، الأمر الذي دفع بالحكومة الجزائرية نحو إستجابة سريعة من أجل تخفيف الآثار الاقتصادية لهذه الجائحة من خلال اتخاذ حزمة من التدابير الاستثنائية والظرافية ذات الطابع الاستعجالي، عبر تفعيل أدوات

سياستها الاقتصادية المتاحة. ومن بين أهم الإجراءات التي اتخذها بنك الجزائر لمواجهة جائحة كورونا نجد:

- "تخفيض نسبة الاحتياطي القانون على الودائع إل 6% بدلا من 8% بهدف خفض التكلفة على القروض وتوفير السيولة في البنوك.

- تخفيض سعر الفائدة التوجيهي المطبق على عمليات إعادة التمويل ب 25 نقطة أساس ليصبح 3% عوض 3.25%.

- رفع عتبة إعادة التمويل للأوراق المالية القابلة للتداول ذات أجل استحقاق أقل من سنة إلى 95% بدلا من 90%، ومن 80% إلى 90% للأوراق المالية التي أجل استحقاقها من سنة إلى خمسة سنوات، أما الاوراق المالية التي لأجل استحقاقها أكثر من خمسة سنوات، فقد رفعت عتبة إعادة تمويلها من 70% إلى 85%. من أجل السماح للبنوك برفع قدرتها على إعادة التمويل لدى بنك الجزائر في حالة أزمة السيولة.

- دعوة البنوك والمؤسسات المالية لمنح قروض بأسعار معقولة لفائدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمؤسسات الناشئة والمستثمرين بشكل عام".

خلاصة الفصل

من خلال هذا الفصل تم التطرق لأهداف السياسة النقدية الواردة في التشريع الجزائري المتعلق بالجانب المصرفي، قصد معرفة السبب الذي من أجله تم تطبيق الاداة و/أو الأدوات النقدية، بداية صدور القانون رقم 90-10 المتعلق بالنقد والقرض، إلى غاية إعلان الحكومة الجزائرية تبنيها سياسة التمويل غير التقليدي سنة 2017 وذلك لما شهده الاقتصاد الجزائري من تقلبات خلال هذه الفترة.

من أجل الإلمام بالظروف والأسباب التي مهدت ودفعت بالحكومة الجزائرية إلى انتهاج سياسة التسهيل الكمي بالمفهوم الاقتصادي العالمي، وما يصطلح عليه في الساحة الجزائرية بالتمويل غير التقليدي، تم تحليل بعض المؤشرات المالية، النقدية ومتغيرات الاقتصاد الكلي في الجزائر مع تسليط الضوء على الفترة الممتدة من الازمة المالية 2008 إلى غاية إعلان الحكومة عن التطبيق الفعلي لهذا الأسلوب في سياستها النقدية سنة 2017، وإن زادت هذه الفترة أو قلت حسب ما يقتضيه التحليل.

اعتمدت الجزائر هذا الاسلوب المتطرف أواخر سنة 2017 نهاية كحل ظرفي واستثنائي أملته ظروف اقتصادية صعبة نتيجة تراكم العجزات وتآكل الاحتياطات، مع استمرار تراجع الإيرادات المتأتية من الجباية البترولية في ظل التزامات الحكومة الاجتماعية وضرورة استمرارها تمويل البرامج التنموية المسطرة، وذلك من خلال إجراء خلال تعديل على قانون النقد والقرض، بإضافة المادة 45 مكرر بموجب القانون 10-17 المؤرخ في 11 أكتوبر 2017 المتمم للأمر 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003.

فهذا التعديل أعطى شكلا جديدا لعملية الإصدار النقدي، حيث أتاح لبنك الجزائر بداية من صدور قانون 10-17 وبشكل استثنائي ولمدة خمس سنوات بالتوسع في اصدار النقود، من أجل المساهمة على وجه الخصوص، في تغطية احتياجات تمويل الخزينة. تمويل الدين العمومي الداخلي وتمويل الصندوق الوطني للاستثمار، إلا ان عملية الاصدار النقدي لم تستمر وتم توقيفها في شهر أفريل لسنة 2019. أين قامت الخزينة بتعبئة 6.556.2 مليار دينار من بنك الجزائر، لم يضح منه في الاقتصاد سوى مبلغ 3.114.4 مليار دينار. أما المبلغ المتبقي فقد اخضاعه للتعقيم من طرف بنك الجزائر عبر مختلف أدواته.

رغم انتهاج هذا الاسلوب التمويلي غير الاعتيادي في الجزائر، إلا أن المشهد الاقتصادي فيها لم يتحسن مما يوحي بأن المشكل أعمق من تطبيق سياسة التسهيل الكمي التمويلية الظرفية في ظل اختلافات هيكلية دائمة سببها الرئيسي الاعتماد على جباية قطاع المحروقات.

الفصل الخامس:

دراسة قياسية استشرافية لتجربة التسهيل الكمي في الجزائر.

تمهيد

1. منهجية الدراسة

1.1 تحديد النموذج المستخدم

2.1 مصدر المعطيات وفترة الدراسة

3.1 صياغة النموذج

4.1 التحليل بالإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

2. نتائج الدراسة ومناقشتها

1.2 نتائج الدراسة

2.2 مناقشة النتائج

3. محاكاة النموذج وتطبيق السيناريوهات الاستشرافية

1.3 المحاكاة التاريخية للنموذج

2.3 نتائج السيناريوهات ومناقشتها

خلاصة الفصل

تمهيد

لجأت الحكومة الجزائرية لسياسة التسهيل الكمي كآلية التمويل غير التقليدي كحل لمشكلة السيولة وتراكم عجز الموازنة، حيث من المفترض أن تساهم هذه الأداة في نهاية الفترة المعلن عنها بموجب التشريع أن تحقق توازن في خزينة الدولة و ميزان المدفوعات، وفق أهداف القانون 10-17 المتعلق بالنقد والقرض، إلا أن خشية أصحاب الخبرة من الاقتصاديين من استمرار الحكومة في استخدام هذا الأسلوب لفترات طويلة قد يدخل الجزائر في أزمة اقتصادية حادة باعتبار اقتصادها لا تقتصر فقط على المشاكل المترتبة على نقص السيولة والحجم المتزايد للإنفاق العام، بل تعد مشاكل هيكلية تتطلب إصلاحات جد عميقة تشمل كل القطاعات دون استثناء.

في ذات السياق، خالفت الحكومة الجزائرية كل التوقعات وجمدت سياستها التمويلية بشكلها غير التقليدي مطلع سنة 2019 بمبلغ إصدار نقدي قدره (6.556,2 مليار دج)، وبالتالي أصبحت مدة تطبيق هذه السياسة قصيرة، حيث كان من المفترض أن تمتد خمسة سنوات، الأمر الذي صعب تقييم أثرها على الاقتصاد الجزائري، إلا أن هذا لا يمنع أن يكون التقييم استشرافيا لأثر هذا الأسلوب على النشاط الاقتصادي بالجزائر. وهو ما سيتم التطرق إليه في هذا الفصل.

1. منهجية الدراسة

لم تتفق الدراسات السابقة على نموذج موحد، حيث نجد على سبيل المثال أن: Annette & Arvind، Hausken & Ncube و Altavilla & al اعتمدوا في أبحاثهم على دراسة الحدث.

في حين اعتمد Fuhrer & Olivei على نماذج Boston Fed VAR و FRB/US، بينما اكتفى كل من Bernanke و Chung & al بالإحصائيات الهيكلية والسلاسل الزمنية (نموذج FRB/US) علاوة على ذلك، طبق Falagiarda و Stefan & al نموذج التوازن العام الديناميكي DSGE.

في ذات السياق طبق كل من يحي آخرون تقدير نماذج ARIMA، على عكس رمضاني وكافي اللذان استخدموا نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL.

وعلى نحو مماثل، استخدم Joyce & al عمليات المحاكاة (large BVAR model)، مع التحقق منها باستخدام نهج (ARDL). أما Hausken & Ncube و Weale & Wieladek فاكتفوا باستخدام (BVAR)،

أما عن كل من Nam، Matousek & al، Jai Won & al و Koeda فقد استعانوا على الترتيب في دراساتهم على نماذج (VAR-X)، (Panel VAR)، (TVP VAR - Qual VAR) و (SVAR).

وبخصوص الدراسات المرتبطة بالتجربة الجزائرية، فقد اعتمد ريمي ورمضاني على نموذج ARIMA. بينما اعتمد جديدين في دراساته على نموذج ARDL، في حين أكد لبهزة وضيف الله على أهمية اعتماد عنصر الزمن في تفسير الظواهر الاقتصادية، لذلك اعتمدا على نموذج الإبطاء الزمني Almon و Koyck.

في المقابل، يرى صاحب الدراسة الحالية أن النموذج الأكثر ملاءمة لدراسة تحليل فعالية سياسة التسهيل الكمي المطبق في الجزائر ثم استشراف آثارها، هو نموذج سانت لويس باستخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين (2SLS)

1.1 تحديد النموذج المستخدم

لدراسة تحليل فعالية سياسة التسهيل الكمي المطبق في الجزائر ثم استشراف آثارها، قام الباحث تعديل نموذج شبيهه إلى حد كبير بنموذج سانت لويس (The St. Louis model) لوصف بنية الاقتصاد الجزائري وذلك لعدة اعتبارات من بينها: (Andersen & Carlson, 1974)

- نموذج سانت لويس من النماذج الأشهر في العالم التي تطبق السياسة النقدية، يتضمن مزيجا بين تأثيرات السياسة النقدية والسياسة المالية، مرن وقابل للتعديل، يمكن تكييفه مع الاقتصاد الجزائري.

- النموذج يتضمن أهم المتغيرات الاقتصادية (التضخم، البطالة، النمو)، ويتيح دراسة تأثيرات سياسة التسهيل الكمي بتوفره على المتغيرات المطلوبة كسعر الفائدة، عرض النقود والطلب على السندات.

ولتقدير النموذج تم استخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين "Two-Stage Least Squares" (2SLS) لكونها تعد من أفضل طرق تقدير المعادلات الآنية نظرا لبساطة استخدامها وعدم احتياجها لكامل المعلومات فضلا عن كون مقدراتها متسقة ومتقاربة، وأنها أقل حساسية لأخطاء التوصيف. (Bendib, 2001)

تستخدم هذه الطريقة، المتغير الوسيط الذي يسمى المتغير الأدواتي، حيث أنه لا توجد سببية بين المتغيرة الأدواتية وأي من المتغيرات الداخلية، فإن استخدامها يجنب النموذج مشكلة خرق فرضيات طريقة المربعات الصغرى العادية. (Verbeek, 2004)

ولإيجاد ذلك المتغير نستخدم طريقة (2SLS) من خلال إجراء انحدار كل متغير داخلي على كل المتغيرات الخارجية في النموذج الآني، ثم نستخدم مقدرات المتغيرات الداخلية (وهي المتغيرة الأدواتية) لتقدير المعادلات الهيكلية للنموذج.

وللتوضيح، نفترض أن النموذج يتكون من m متغير داخلي (تابع)، وعدد k متغير خارجي (مستقل) ومتغيرات الحد العشوائي موزعة توزيعاً طبيعياً:

$$b_{11}Y_{1t} + b_{12}Y_{2t} + \dots + b_{1m}Y_{mt} + C_{11}X_{1t} + C_{12}X_{2t} + \dots + C_{1k}X_{Kt} = \varepsilon_{1t}$$

$$b_{21}Y_{1t} + b_{22}Y_{2t} + \dots + b_{2m}Y_{mt} + C_{21}X_{1t} + C_{22}X_{2t} + \dots + C_{2k}X_{Kt} = \varepsilon_{2t}$$

.....

$$b_{m1}Y_{1t} + b_{m2}Y_{2t} + \dots + b_{mm}Y_{mt} + C_{m1}X_{1t} + C_{m2}X_{2t} + \dots + C_{mk}X_{Kt} = \varepsilon_{mt}$$

سميت هذه الطريقة بذات المرحلتين لأنها تمر بمرحلتين؛ أين يتم في المرحلة الأولى إجراء انحدار لكل متغير داخلي على مجموعه المتغيرات الخارجية الموجودة في النموذج الهيكلية. أي انحدار الصورة المختزلة:

$$Y_{1t} = \alpha_{11}X_{1t} + \alpha_{12}X_{2t} + \dots + \alpha_{1k}X_{Kt} + \mu_{1t}$$

$$Y_{2t} = \alpha_{21}X_{1t} + \alpha_{22}X_{2t} + \dots + \alpha_{2k}X_{Kt} + \mu_{2t}$$

.....

$$Y_{mt} = \alpha_{m1}X_{1t} + \alpha_{m2}X_{2t} + \dots + \alpha_{mk}X_{Kt} = \mu_{mt}$$

والذي يقود إلى قيمة مقدره المتغيرات الداخلية $Y_{1t}, Y_{2t}, \dots, Y_{mt}$ (محمد شيخي، 2012، صفحة 174)

أما المرحلة الثانية؛ فتتضمن استخدام القيم المقدره للمتغيرات الداخلية الموجودة على يمين المعادلة الهيكلية وذلك عوضا عن قيمها الأصلية في انحدار عادي ثان، ويعني ذلك استخدام القيم المقدره بدلا عن القيم الحقيقية لتلك المتغيرات عند اجراء الانحدار، حيث يتم تقدير المعادلات التالية باستخدام المربعات الصغرى العادية:

$$Y_{1t} = b_{12} \hat{Y}_{2t} + \dots + b_{1m} \hat{Y}_{mt} + C_{11}X_{1t} + C_{12}X_{2t} + \dots + C_{1k} X_{kt} + \varepsilon_{1t}$$

$$Y_{2t} = b_{21} \hat{Y}_{1t} + b_{23} \hat{Y}_{3t} + \dots + b_{2m} \hat{Y}_{mt} + C_{21}X_{1t} + C_{22}X_{2t} + \dots + C_{2k} X_{kt} + \varepsilon_{2t}$$

.....

$$Y_{mt} = b_{m1} \hat{Y}_{1t} + b_{m2} \hat{Y}_{2t} + \dots + C_{m1}X_{1t} + C_{m2}X_{2t} + \dots + C_{mk} X_{kt} + \varepsilon_{mt}$$

نلاحظ أن المتغير التابع مازال هو المتغير الداخلي الأصلي، لكن التغيير سيحدث في المتغيرات الداخلية الموجودة في الجانب الأيمن للمعادلة الهيكلية. (محمد شيخي، 2012، الصفحات 174-175)

كذلك يمكن الوصول الي مقدرات طريقة (2SLS) باستخدام طريقة المربعات الصغرى العامة "Generalized Least Squares" (GLS)، ولتوضيح هذه الطريقة بالصيغة الرياضية، نفرض أن لدينا N من المشاهدات، وأن المعادلة الهيكلية (i) المراد تقدير معالمها في منظومة المعادلات الأنية هي:

$$y_i = Y_i \gamma_i + X_i \beta_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

حيث:

y_i : هو متجه عمودي لمشاهدات المتغير الداخلي والذي يمثل متغير الاستجابة في المعادلة (9).

Y_i : هي مصفوفة ذات رتبة $(N * m_i)$ لمتغيرات الاستجابة التوضيحية التي تظهر في الجهة اليمنى من المعادلة.

X_i : هي مصفوفة ذات رتبة $(N * L_i)$ للمتغيرات التوضيحية المحددة مسبقا.

β_i و γ_i : هما متجهان لمعاملات المتغيرات الداخلية والمتغيرات المحددة مسبقا (على الترتيب).

ε_i : هو متجه عمودي لـ (N) من الاخطاء العشوائية الهيكلية.

كما يمكن كتابة المعادلة رقم (1) بالصيغة التالية:

$$y_i = Z_i \delta_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

إذ أن:

$$Z_i = [Y_i \quad X_i] \quad ; \quad \delta_i = \begin{bmatrix} \gamma_i \\ \beta_i \end{bmatrix}$$

بضرب المعادلة (2) بالمصفوفة (X') نحصل على:

$$X'y_i = X'Z_i \delta_i + X' \varepsilon_i \quad (3)$$

المعادلة السابقة هي منظومة من (M) من المعادلات، متضمنة (N_i) من المعلمات (δ_i)، وعلى افتراض أن المتغيرات التوضيحية المحددة مسبقا، هي متغيرات ثابتة، فإن مصفوفة التغيرات المتجه الاضطرابات (X' ε_i) هي:

$$V(X'y_i) = E(X'\varepsilon_i \varepsilon_i X) = \sigma_{ii}(X'X) \quad (4)$$

حيث: (σ_{ii}) هو الانحراف المعياري لـ (N) من الاضطرابات للمعادلة الهيكلية (i).

في المقابل، عند تطبيق طريقة (GLS) على المعادلة (11) نحصل على:

$$Z'_i X (\sigma_{ii} X' X)^{-1} X' y_i = Z'_i X (\sigma_{ii} X' X)^{-1} X' Z_i \delta_i \quad (5)$$

والتي منها نشق مقدره (2SLS) كالآتي:

$$\delta_i = [Z'_i X (\sigma_{ii} X' X)^{-1} X' Z_i]^{-1} Z'_i X (\sigma_{ii} X' X)^{-1} X' y_i \quad (6)$$

وبالتالي تكون مصفوفة التغيرات لـ (δ) كالآتي:

$$V(\delta) = \sigma_{ii} [Z'_i X (X' X)^{-1} X' Z_i]^{-1} \quad (7)$$

وما يجدر الإشارة إليه في هذا الصدد، أن مقدرات طريقة (2SLS) تكون متحيزة في العينات الصغيرة، ويميل هذا التحيز إلى التلاشي مع زيادة حجم العينة. (يجي و حمدون، 2009، الصفحات 331-329)

2.1 مصدر المعطيات وفترة الدراسة

مصدر المعطيات من الموقع الرسمي لصندوق النقد الدولي، أما فترة الدراسة فتمتد من الفص الأول من سنة 2003 إلى غاية الفصل الرابع لسنة 2020، بسبب خضوع هذه الفترة لبعض الظروف الخاصة من بينها:

التعديلات العديدة على قانون النقد والقرض الجزائري وعلى فترات مختلفة، بداية من الأمر 11-03 المتعلق بالنقد والقرض الصادر في 26 أوت 2003، الذي كان بمثابة قانون جديد يلغي في مادته 142 قانون النقد والقرض رقم 90-10، جاء ضمن التزامات الجزائر في الميدان المالي والبنكي وإعداد المنظومة المصرفية للتكيف مع المقاييس العالمية واستجابة لتطورات المحيط البنكي الجزائري، خاصة بعد إفلاس بنك الخليفة والبنك التجاري الصناعي الجزائري.

في المقابل، أبرزت الأزمة المالية العالمية صائفة 2007، إثر سقوط قروض الرهن العقاري وتداعياتها على النظام المالي الدولي، أهمية تعزيز صلابة النظام البنكي الجزائري لحمايته ضد المخاطر بجميع أشكالها، أين أدخل في هذا المجال تعديل على قانون النقد والقرض في سنة 2010 بموجب الأمر 04-10 الصادر في 26 أوت 2010. بالجريدة الرسمية العدد 50 بتاريخ 01 سبتمبر 2010.

في ذات السياق، الظروف الاقتصادية الصعبة التي مرت بها الجزائر عقب دخولها في أزمة مالية حادة جراء انهيار أسعار النفط منتصف سنة 2014. وقرار الحكومة تميم الأمر 11-03 المتعلق بالنقد والقرض من خلال القانون رقم 17-10 المؤرخ في 11 أكتوبر 2017، في مادته 45 مكرر، والتي من خلالها تم تفعيل الاقصادي لسياسة التسهيل الكمي وبدأ بنك الجزائر بطباعة النقود دون مقابل من أجل توفير سيولة للخزينة العمومية وتغطية احتياجاتها، لتتوقف عملية الإصدار النقدي في شهر أبريل لسنة 2019.

3.1 صياغة النموذج

بالانتقال من الشكل الدالي إلى الشكل الرياضي للنموذج القاعدي سانت لويس (Andersen & Carlson, 1974) لوصف بنية الاقصاد الجزائري خطيا، وتفاعل كل من السياسة النقدية والمالية تضمن النموذج المعتمد في الدراسة خمس معادلات هيكلية وثلاث معادلات تعريفية، واثنا عشر (12) متغيرا كما يلي.

المعادلات الهيكلية:

$\Delta Y_t = f(\Delta M_b, \dots, \Delta M_{t-n}, \Delta E_b, \Delta E_{t-n})$	- معادلة الطلب الكلي
$\Delta P_t = f(D_b, \dots, D_{t-n}, \Delta P_t^A)$	- معادلة الأسعار
$R_t = f(\Delta M_b, \Delta X_b, \dots, \Delta X_{t-n}, \Delta P_b, \Delta P_t^A)$	- معادلة سعر الفائدة
$\Delta P_t^A = f(\Delta P_{t-1}, \dots, P_{t-n})$	- معادلة الأسعار المتوقعة
$U_t = f(G_b, G_{t-1})$	- معادلة معدل البطالة

المعادلات التعريفية:

$$D_t = \Delta Y_t - (X_t^f - X_{t-1})$$

$$\Delta Y_t = \Delta P_t + \Delta X_t$$

$$G_t = (X_t^f - X_t) / X_t^f$$

- الطلب على السندات

- الطلب الكلي

- فجوة الناتج

المتغيرات: يعرف الجدول الموالي المتغيرات المدرجة في التقدير.

جدول رقم (5-1): المتغيرات المدرجة في التقدير

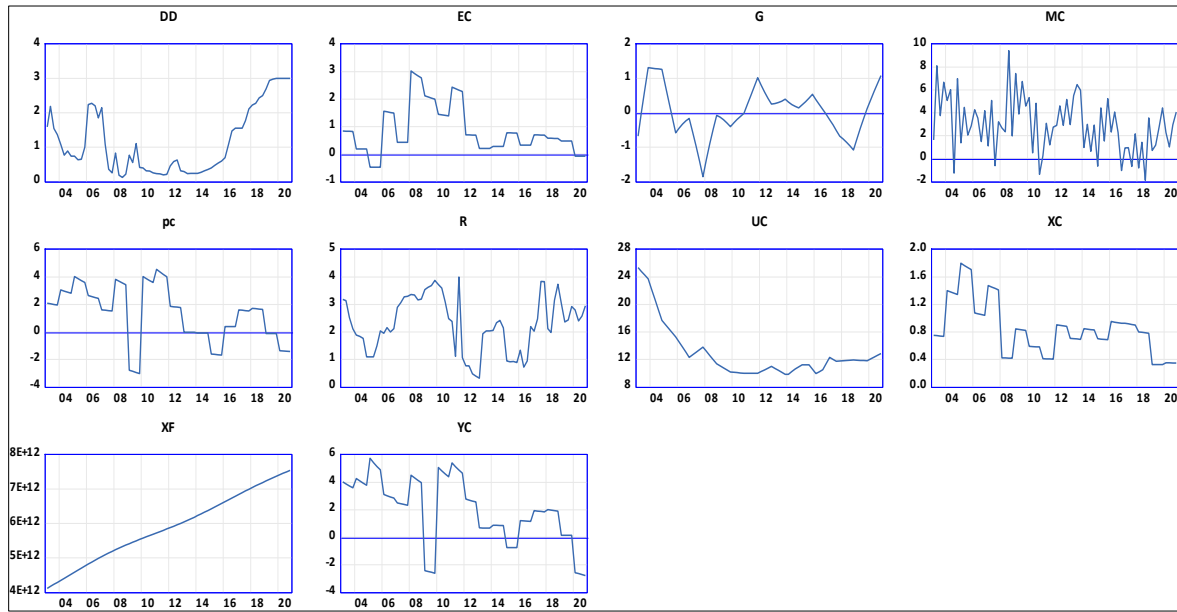
الرمز الحاسوبي	تعريفه المحاسبي	تعريفه الاقتصادي	المتغيرات	
YC	الناتج الداخلي الخام الاسمي	تطورات الطلب الكلي	ΔY_t	المتغيرات الداخلية
PC	مكمش الناتج الداخلي الخام	تطورات مستويات الأسعار	ΔP_t	
R	سعر الفائدة الاسمي ما بين البنوك	أسعار الفائدة السوقية	R_t	
PC(+1)	مكمش الناتج الداخلي الخام المتوقع	تطورات مستويات الأسعار المتوقعة	ΔP_t^A	
UC	معدل البطالة	تطور معدل البطالة	U_t	
DD	المعدل المشترك للسندات	الطلب على السندات	D_t	
G	فجوة الناتج الداخلي الخام الحقيقي	فجوة الناتج	G_t	
XC	الناتج الداخلي الخام الحقيقي	تطورات الناتج الكلي	ΔX_t	
@TREND	اتجاه عام	التطور الديموغرافي	T	
XF	الناتج الداخلي الخام الحقيقي للاستخدام الكامل	الناتج الكامن	X_t^f	
MC	عرض النقود	تطورات المخزون النقدي	ΔM_t	
EC	الإنفاق الحكومي	تطورات الإنفاق الحكومي	ΔE_t	
@TREND	اتجاه عام	التطور الديموغرافي	T	

المصدر: إعداد الباحث.

4.1 التحليل بالإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

يظهر من الشكل المبين أدناه، أن هناك تقلبات كبيرة في بعض المتغيرات مما يوحي بتباين كبير في المعطيات، مثلا تطورات الطلب الكلي وصل التذبذب إلى أكثر من 2.36%، في المقابل نجد أن بعض المتغيرات تتقلب بثبات أكثر، وبحدة أقل مثل تطورات الناتج الكلي وأسعار الفائدة السوقية.

الشكل رقم (5-1): التطور التاريخي للمتغيرات المدرجة في التقدير



المصدر: إعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews10.

فيما يخص النقاط الشاذة نلاحظ من خلال إحصائيات أعلى وأقل القيم أنها تتركز في بعض المتغيرات كالإنفاق الحكومي وفجوة الناتج أين توجد بعض القيم السالبة التي توافقت سنوات العجز الموازي، وكذلك تطورات المخزون النقدي وتطور الأسعار. كما هو مبين بالجدول الآتي:

جدول رقم (5-2): يبين بعض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المدرجة في التقدير

المتغيرات	المؤشرات		
	الانحراف المعياري	أدنى قيمة	أعلى قيمة
DD	0.944305	0.116667	3.000000
EC	0.863652	-0.483638	3.022492
G	0.681431	-1.865074	1.316581
MC	2.409360	-1.905614	9.421367
R	0.996784	0.312500	4.000000
PC	2.021580	-3.045335	4.557003
UC	3.794408	9.820000	25.35500
XC	0.378462	0.321862	1.800000
XF	9.82E+11	4.11E+12	7.55E+12
YC	2.364008	-2.798664	5.744337

المصدر: إعداد الطالب بالاستعانة ببرنامج Eviews10.

2. نتائج الدراسة ومناقشتها

ونوجزها في الآتي:

1.2. نتائج الدراسة

لأجل توصيف النماذج وقبل اختبار الفرضيات الأولية وتقدير نموذج سانت لويس أنيا لابد من تقدير النموذج معادلة بمعادلة وعرض النتائج إحصائيا وقياسيا.

1.1.2. تقدير النموذج معادلة بمعادلة

في هذه المرحلة سنقدر النموذج معادلة بمعادلة بطريقة (OLS) باستخدام نموذج الانحدار الذاتي والتأخيرات الموزعة ARDL لكي نحدد التأخيرات المناسبة لكل معادلة.

نحدد جودة النماذج والتأخيرات المناسبة باستخدام معامل التحديد المعدل Adjusted R² وكانت النماذج كلها جيدة كما هي مبينة في الملحق رقم (1).

- معادلة الطلب الكلي

دالة الطلب الكلي تربط تطورات الطلب الكلي بتغيرات المخزون النقدي وتغيرات الإنفاق الحكومي، وهما أداتان للسياسة النقدية والسياسة المالية على الترتيب، نتوقع أن تكون تأثيرات السياسة الاقتصادية على الطلب الكلي إيجابية.
المعادلة تأخذ الصيغة التالية :

$$\Delta Y_t = f(\Delta M_t, \dots, \Delta M_{t-n}, \Delta E_t, \Delta E_{t-n}) + u_1$$

ملخص نتائج التقدير كانت كما يلي :

$$YC = -0.18395 + 0.81950 * YC(-1) - 0.03784 * MC - 0.01848 * MC(-1) - 0.13101 * MC(-2) + 0.07712 * MC(-3) + 0.20867 * MC(-4) + 0.15943 * EC$$

يظهر من النتائج أن التقدير جيد عموما كما هو موضح في الجدول رقم (3-5) والملحق رقم (1) حيث تظهر قيمة معامل التحديد المعدل أن 67% من تغيرات الطلب الكلي مفسرة والنموذج المقدر معنوي ككل بحسب القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر التي تساوي 0.0001 وهي أقل من مستوى المعنوية 5%.

جدول رقم (3-5): نتائج تقدير دالة الطلب الكلي

RESET	Adjusted R ²	J-B	White	LM	F	الاختبارات المعلمية
0.241	0.669	316.416	40.046	0.505	20.363	الإحصائية
0.625	-	0.0001	0.256	0.776	0.0001	القيمة الاحتمالية

المصدر: إعداد الطالب بالاستعانة بالبرنامج Eviews

إحصائياً، يتضح من النتائج أنه لا وجود لمشاكل قياسية بمستوى معنوية 5% يظهر ذلك من إحصائية مضاعف "لاغرنج" للارتباط الذاتي الخطي بين الأخطاء من الدرجة الأولى والثانية التي تساوي قيمتها الاحتمالية 0.776، واختبار "وايت" لثبات تباين الأخطاء بقيمة احتمالية تساوي 0.256، واختبار "رامسي" يظهر توصيف جيد للنموذج بقيمة احتمالية بلغت 0.625.

فيما يخص التأخيرات الموزعة فإن تغيرات الطلب الكلي الجزائري تتأثر بالطلب الكلي المؤخر بفترة، وتطورات المعروض النقدي للفترة الحالية وأربعة تأخيرات موزعة، وتطورات الإنفاق الحكومي للفترة الحالية.

- معادلة الأسعار

ترتبط دالة الأسعار بين تغيرات الأسعار والطلب على السندات، يفترض أن تؤثر الطلب على السندات سلباً في الأسعار الحالية.

$$\Delta P_t = f(D_t, \dots, D_{t-m}) + u_2$$

ملخص نتائج التقدير كانت كما يلي:

$$PC = 0.36336 + 0.78447*PC(-1) - 0.60734*DD - 0.24924*DD(-1) + 0.76768*DD(-2)$$

يظهر من النتائج أن التقدير جيد عموماً كما هو موضح في الجدول رقم (4-5) والملحق رقم (1) حيث تظهر قيمة معامل التحديد المعدل أن 63% من تغيرات الأسعار الحالية مفسرة والنموذج المقدر معنوي ككل بحسب القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر التي تساوي 0.0001 وهي أقل من مستوى المعنوية 5%.

جدول رقم (4-5): نتائج تقدير دالة الأسعار

RESET	Adjusted R ²	J-B	White	LM	F	الاختبارات المعلمية
0.092	0.629	303.910	2.464	1.766	30.318	الإحصائية
0.761	-	0.0001	0.650	0.413	0.0001	القيمة الاحتمالية

المصدر: إعداد الطالب بالاستعانة بالبرنامج Eviews

يتضح من النتائج أنه لا وجود لمشاكل قياسية بمستوى معنوية 5% يظهر ذلك من إحصائية مضاعف "لاغرنج" للارتباط الذاتي الخطي بين الأخطاء من الدرجة الأولى والثانية التي تساوي قيمتها الاحتمالية 0.413، واختبار "وايت" لثبات تباين الأخطاء بقيمة احتمالية تساوي 0.650، واختبار "رامسي" يظهر توصيف جيد للنموذج بقيمة احتمالية بلغت 0.761.

فيما يخص التأخيرات الموزعة فإن تغيرات الأسعار في الجزائر تتأثر بالأسعار الحالية المؤخرة بفترة، والطلب على السندات للفترة الحالية وثلاثة تأخيرات موزعة.

- معادلة سعر الفائدة

تربط دالة أسعار الفائدة بين تغيرات المخزون النقدي وتطورات الناتج الكلي وتغيرات الأسعار الحالية والمتوقعة، يفترض أن علاقة أسعار الفائدة عكسية مع المخزون النقدي وطردية مع الناتج الكلي والأسعار الحالية.

$$R_t = f(\Delta M_t, \Delta X_t, \dots, \Delta X_{t-n}, \Delta P_t) + u_3$$

ملخص نتائج التقدير كانت كما يلي :

$$R = 0.47339 + 0.76510 * R(-1) - 0.01141 * MC + 0.03181 * MC(-1) - 0.05318 * MC(-2) - 0.03969 * MC(-3) + 0.09236 * MC(-4) + 0.07208 * XC - 0.04464 * PC$$

يظهر من النتائج أن التقدير جيد عموماً كما هو موضح في الجدول رقم (5-5) والملحق رقم (1) حيث تظهر قيمة معامل التحديد المعدل أن 53% من تغيرات أسعار الفائدة مفسرة والنموذج المقدر معنوي ككل بحسب القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر التي تساوي 0.0001 وهي أقل من مستوى المعنوية 5%.

جدول رقم (5-5): نتائج تقدير دالة أسعار الفائدة

RESET	Adjusted R ²	J-B	White	LM	F	الاختبارات المعلمية الإحصائية
0.671	0.535	14.334	58.417	0.767	30.318	الإحصائية
0.415	-	0.0001	0.071	0.681	0.0001	القيمة الاحتمالية

المصدر: إعداد الطالب بالاستعانة بالبرنامج Eviews

يتضح من النتائج أنه لا وجود لمشاكل قياسية بمستوى معنوية 5% يظهر ذلك من إحصائية مضاعف "لاغرنج" للارتباط الذاتي الخطي بين الأخطاء من الدرجة الأولى والثانية التي تساوي قيمتها الاحتمالية 0.681، واختبار "وايت" لثبات تباين الأخطاء بقيمة احتمالية تساوي 0.071، واختبار "رامسي" يظهر توصيف جيد للنموذج بقيمة احتمالية بلغت 0.415.

فيما يخص التأخيرات الموزعة فإن أسعار الفائدة في الجزائر تتأثر بتأخير واحد لأسعار الفائدة، والمعروض النقدي للفترة الحالية وثلاثة تأخيرات موزعة، وتغيرات الناتج الكلي وتغيرات الأسعار للفترة الحالية.

- معادلة معدل البطالة

تربط دالة البطالة بين معدلات البطالة وفجوة الناتج الحقيقي بالإضافة إلى النمو الديموغرافي، يفترض أن علاقة معدلات البطالة عكسية مع فجوة الناتج وطردية مع النمو الديموغرافي.

$$U_t = f(G_t, \dots, G_{t-n} + T) + u_4$$

ملخص نتائج التقدير كانت كما يلي :

$$UC = 0.60491 + 1.43384*UC(-1) - 0.60454*UC(-2) - 0.00834*UC(-3) + 0.10271*UC(-4) - 0.67932*G + 0.84676*G(-1) - 0.21017*G(-2) + 0.00591*@TREND$$

يظهر من النتائج أن التقدير جيد عموماً كما هو موضح في الجدول رقم (5-6) والملحق رقم (1) حيث تظهر قيمة معامل التحديد المعدل أن 99% من تغيرات معجلات البطالة مفسرة والنموذج المقدر معنوي ككل بحسب القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر التي تساوي 0.0001 وهي أقل من مستوى المعنوية 5%.

جدول رقم (5-6): نتائج تقدير دالة البطالة

RESET	Adjusted R ²	J-B	White	LM	F	الاختبارات المعلمية الإحصائية
0.526	0.991	6.464	52.201	2.117	944.06	الإحصائية
0.471	-	0.039	0.185	0.077	0.0001	القيمة الاحتمالية

المصدر: إعداد الطالب بالاستعانة بالبرنامج Eviews

يتضح من النتائج أنه لا وجود لمشاكل قياسية بمستوى معنوية 5% يظهر ذلك من إحصائية مضاعف "لاغرنج" للارتباط الذاتي الخطي بين الأخطاء من الدرجة الخامسة التي تساوي قيمتها الاحتمالية 0.077، واختبار "وايت" لثبات تباين الأخطاء بقيمة احتمالية تساوي 0.185، واختبار "رامسي" يظهر توصيف جيد للنموذج بقيمة احتمالية بلغت 0.471.

فيما يخص التأخيرات الموزعة فإن معدلات البطالة الجزائرية تتأثر بأربعة تأخيرات لمعدلات البطالة، وفجوة الناتج الحقيقي للفترة الحالية وتأخيرين موزعين بالإضافة إلى الاتجاه العام التحديدي.

2.1.2 التقدير الآني لنموذج "سانت لويس المعدل"

قبل التقدير تجري اختبار صلاحية الأدوات "سارجن" (SARGANS). ونتائج الاختبارات موضحة في الجدول الموالي، ومخرجات البرامج الإحصائية في الملحق رقم (2).

جدول رقم (5-7): نتائج اختبارات المتغيرات الأدواتية

الأدوات	اختبار سارجان		الدوال
	P-value	Chi2-t	
	0.596	8.334	الطلب الكلي
C xf mc mc(-1) mc(-2) mc(-3) mc(-4) ec yc(-1) pc(-1) r(-	0.521	12.072	الأسعار
1) uc(-1) uc(-2) uc(-3) uc(-4) g(-1) g(-2) @trend	0.085	13.852	أسعار الفائدة
	0.543	7.912	البطالة

المصدر: إعداد الطالب بالاستعانة بالبرنامج Eviews

تشير نتائج اختبار "سارجن" إلى أن الأدوات كانت صالحة في كل المعادلات، إذ تشير القيمة الاحتمالية لإحصائية أنها أكبر من درجة المعنوية 5%.

فيما يخص طريقة التقدير نطبق طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين (2SLS) بصفتها من أفضل مقدرات نظم المعادلات الآنية الخطية خاصة في ظل غياب المشاكل القياسية كما تم التطرق له سابقا. والجدول الموالي يوضح نتائج التقدير (مخرجات البرنامج الإحصائي بالملحق رقم 3).

جدول رقم (5-8): نتائج تقدير نموذج "سانت لويس" المعدل بطريقة (2SLS)

المعلم	المعلمة المقدر	القيمة الاحتمالية لإحصائية ستودنت	المعلم	المعلمة المقدر	القيمة الاحتمالية لإحصائية ستودنت
c(1)	0.819505	0.0000	c(17)	-0.052599	0.2834
c(2)	-0.037849	0.6567	c(18)	-0.036610	0.3886
c(3)	-0.018485	0.8263	c(19)	0.095858	0.0226
c(4)	-0.131015	0.1645	c(20)	0.001272	0.9965
c(5)	0.077121	0.3447	c(21)	-0.054421	0.3319
c(6)	0.208676	0.0106	c(22)	0.553261	0.1389
c(7)	0.159439	0.4203	c(23)	1.434344	0.0000
c(8)	-0.183957	0.6738	c(24)	-0.616092	0.0037

0.8220	0.046474	c(25)	0.0000	0.778791	c(9)
0.5738	0.059945	c(26)	0.9034	-0.170699	c(10)
0.0001	-1.036530	c(27)	0.9650	-0.114549	c(11)
0.0010	1.382925	c(28)	0.9579	0.077979	c(12)
0.0431	-0.424251	c(29)	0.1148	0.477208	c(13)
0.0063	0.590690	c(30)	0.0000	0.756745	c(14)
0.0076	0.006083	c(31)	0.7466	-0.013686	c(15)
			0.4733	0.030457	c(16)

المصدر: إعداد الطالب باستخدام برنامج Eviews

2.2 مناقشة النتائج

من خلال نتائج التقدير الآني لنموذج سانت لوييس المعدل نلاحظ الآتي:

- امتازت بعض المقدرات بالأثر المعنوي بينما بعضها الآخر ليس له تأثير ذو دلالة إحصائية في مستوى معنوية 5%.

- تتأثر الأسعار معنويا بتغيرات الأسعار المؤخرة بفترة، حيث زيادة معدلات الأسعار لفترة سابقة بـ 1% تؤدي إلى زيادة معدلات الأسعار بـ 0.77%، وهي زيادة كبيرة تظهر مدى ارتباط المتغير بسلوكه في الثلاثي الذي يسبقه مباشرة. وهو ما يتوافق مع نتائج دراسة (Weale & Wieladek, 2016) حيث أن صدمة شراء سندات حكومية بقيمة 1% من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي تؤدي إلى ارتفاع بنحو 0.58% في مؤشر أسعار المستهلكين في الولايات المتحدة وارتفاع بنسبة 0.32% في المملكة المتحدة.

هذه النتائج أكدت ما توصل إليه (Falagiarda, 2014)، بأن للتسهيل الكمي تأثيرات محفزة في الولايات المتحدة، حيث كان له تأثير الذروة على التضخم بـ 0.37 نقطة مئوية، وبـ 0.49 نقطة مئوية وفي المملكة المتحدة.

في ذات السياق خلص (Joyce, Rohan, & all, 2015) أن للتسهيل الكمي في المملكة المتحدة تأثير إيجابي على التضخم بلغ حوالي 0.6 نقطة مئوية في ذروته، في حين توصل (Sakir, 2015) في نتائج بحثه أن التسهيل الكمي في الولايات المتحدة لها تأثير سلبي على الأسعار،

بينما أكد (عباس كاظم وكامل جواد، 2017) أن للتسهيل الكمي نتائج إيجابية على معدلات التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية وهي ذات النتيجة التي توصل إليها (Matousek, Papadamou, & all, 2019) من خلال دراسة أجراها على الاقتصاد الياباني.

أما (Nam, 2018) فيرى أن سياسات التسهيل الكمي في البلدان المتقدمة مثل الولايات المتحدة واليابان وأوروبا والمملكة المتحدة ساعدت بشكل فعال في خفض التضخم من خلال قناة سعر الصرف، حيث في هذه القناة توصل (Altavilla et al., 2015) أن قيمة اليورو انخفضت بنسبة 5% في مقابل الدولار الأمريكي على أساس التغيرات التي تحدث خلال يوم واحد وبنسبة 12% عند النظر في التغيرات التي تحدث على مدى يومين. ويبلغ التغير في يوم واحد في معدلات مبادلة التضخم حوالي 15% لاستحقاق سنة واحدة و5 سنوات، وحوالي 6% لاستحقاق 10 سنوات.

بينما في حالة الجزائر لا تتأثر الأسعار بالطلب على السندات، مما ينبؤ بأن أدوات السوق المالي غير فعالة كقناة انتقال للسياسة النقدية. علاوة على ذلك، تعتبر هذه النتيجة مخالفة تماما للنظرية الاقتصادية، حيث في هذا السياق نجد أن النظرية الكمية للنقود، أكدت بأنه في الأجل القصير مع افتراض ثبات الإنتاج وسرعة دوران النقد، يوجد تناسب بين زيادة حجم المعروض النقدي والمستوى العام للأسعار، أما فريدمان فأكد أن زيادة المعروض النقدي تؤدي على المدى البعيد إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار.

فضلا عن ذلك، نجد في الجزائر أن المعروض النقدي ليس له تأثير قوي على التضخم، وهذا مرده عدة أسباب لعل أهمها:

- استحداث بنك الجزائر لأدوات نقدية لاسترجاع فوائض السيولة.
- تأسيس صناديق سيادية على غرار صندوق ضبط الموارد لجمع الفوائض من الإيرادات قصد كبح التوسع النقدي.
- استفادات العديد من المواد الاستهلاكية الأساسية من الدعم المباشر لأسعارها من الدولة.
- بالإضافة لحالة انعدام الثقة التي شجعت الافراد والأسر على الادخار، ناهيك عن اتساع رقعة السوق السوداء الموازية.
- على نحو مماثل، يرى البعض أن التغير الحاصل في معدلات التضخم (التضخم المستورد) هو نتيجة انهيار سعر صرف الدينار الجزائري، وهو ما أكده (سماحي، 2018) بأن سعر الصرف هو الأكثر تأثيرا على معدلات التضخم في الجزائر.
- أما (لحسن جديدن، 2019) فيرى سياسة التمويل غير التقليدي المنتهجة في الجزائر، ما هي إلا حل ظرفي زاد من حجم الدين الداخلي و في ارتفاع معدل التضخم على المدى البعيد (محفوظ، وافية، ويعي، 2020)، بينما يرى الخبير الاقتصادي (Bernanke B. , 2020) أن التضخم المنخفض للغاية قد يشكل مخاطر لا غنى عنها.

- تتأثر أسعار الفائدة معنويا بأسعار الفائدة المؤخرة بفترة وتغيرات المخزون النقدي المؤخر بأربع فترات، حيث زيادة أسعار الفائدة لفترة سابقة بـ 1% تؤدي إلى زيادة أسعار الفائدة الحالية بـ 0.75% وهي زيادة كبيرة توضح مدى ارتباط المتغير بسلوكه في الثلاثي الذي يسبقه مباشرة، أما زيادة معدلات مخزون النقود للفترة الرابعة بـ 1% فإنها ترفع من أسعار الفائدة بـ 9 نقاط مئوية، أي أن أسعار الفائدة كأداة فعالة للسياسة النقدية تتأثر بزيادة المعروض النقدي لسنة سابقة، بينما لا تتأثر أسعار الفائدة بالأسعار مما يشير إلى ضعف استهداف السياسة النقدية في الجزائر للتضخم. التي تبقى أرقامه الواردة عن وزارة المالية والديوان الوطني للإحصائيات الجزائريين مشكوك في صحتها من قبل بعض المحللين بسبب طريقة حساب معدل التضخم وذلك بإدخال سلع مدعمة الأسعار في عينة الحساب وكذا قدم سنة الأساس إلا أنها تبقى أرقاما رسمية معتمدة محليا ودوليا (ناصر، 2020، صفحة 125).

في ذات السياق وضح (Benford, Berry, & all, 2009) في دراسته، أن ضخ المزيد من الأموال في الاقتصاد من شأنه أن يعزز الإنفاق، مما يساعد لجنة السياسة النقدية بإنجلترا على استهداف التضخم على المدى المتوسط. إلى جانب ذلك وجد (Hausken & Ncube, 2013) أن التسهيل الكمي يساهم في زيادة توقعات التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة ومنطقة اليورو كما أضاف أن تأثير التسهيل الكمي على أسعار المساكن وأسعار الأسهم وثقة المستهلك وسعر الصرف مختلطة وبالتالي فهي غير حاسمة.

أما (Falagiarda, 2014) فيرى أن للتسهيل الكمي له تأثيرات محفزة على أسعار الفائدة طويلة الأجل في الولايات المتحدة الأمريكية وذلك من حيث القيمة السنوية بحوالي (- 63) نقطة أساس وبنحو (- 69) نقطة أساس وفي المملكة المتحدة. في حين يرى، (Koeda, 2019) أن رفع سعر الفائدة الأساسي أو خفض عتبة التضخم من خلال سياسة التسهيل الكمي في التوجهات المستقبلية ليس بالضرورة انكماشياً.

- تتأثر البطالة معنويا بكل من معدلات البطالة المؤخر بفترة وبفترتين، وبفجوة الناتج الحقيقي للفترة الحالية ولتأخير واحد وتأخيرين موزعين، وبالاتجاه العام الذي يمثل النمو الديمغرافي حيث زيادة معدل البطالة لفترة سابقة بـ 1% تؤدي إلى زيادة معدلات البطالة بـ 1.43% وهي زيادة ضخمة توضح كيف تغذي أزمة البطالة نفسها من الثلاثي السابق، بينما زيادتها في الثلاثي الذي قبله تؤدي إلى خفض معدلات البطالة بنسبة 0.61% وهذا ما يعطي فكرة بأن سلوك معدلات البطالة متذبذبة صعودا وهبوطا من ثلاثي لآخر، في حين زيادة فجوة الناتج بـ 1% تخفض من معدلات البطالة بـ 1.03% في الفترة الحالية، ثم تزيد بنسبة 1.38% في الثلاثي المؤخر بفترة ثم تنقص بنسبة 0.42% في الثلاثي المؤخر بفترتين، أي باعتبار سنوي أن العلاقة بين فجوة الناتج

ومعدلات البطالة مستقرة دون زيادة ولا نقصان، كما نلاحظ أن زيادة النمو الديمغرافي تؤدي إلى زيادة معدلات البطالة كما هو متوقع.

أما (Hausken & Ncube, 2013)، وجدا أن التسهيل الكمي يساهم في خفض البطالة في الولايات المتحدة واليابان، وهي نفس النتيجة التي تحصل عليها (Sakir, 2015) بأن التسهيل الكمي في الولايات المتحدة له تأثير إيجابي معدلات البطالة، في حين خلص (Maciej, 2022) في نتائج بحثه أن التسهيل الكمي له تأثير سلبي قوي على البطالة؛ 300 مليار دولار من مشتريات سندات الخزنة في 2009-2010 خفضت البطالة بما يصل إلى 0.7% في الولايات المتحدة.

في حين، خلص (Wu & Fan Dora, 2016) أن سياسة التيسير الكمي المنتهجة من قبل بنك الاحتياطي الفيدرالي أدت إلى تراجع معدل البطالة في الوم أ بنسبة 0.1% وهو ما أكده (عباس كاظم وكامل جواد، 2017) بينما توصل (رمضاني وكافي، 2021) أن هناك علاقة توازنية طويلة وقصيرة الأجل في الولايات المتحدة بين سياسة التيسير الكمي والأهداف النهائية للسياسة النقدية التقليدية التي من بينها تخفيض حجم البطالة.

- يتأثر الطلب الكلي معنويا بتغيرات الطلب الكلي المؤخر بفترة وتغيرات المخزون النقدي المؤخر بأربع فترات، حيث زيادة معدل الطلب الكلي لفترة سابقة ب 1% تؤدي إلى زيادة معدلات الطلب الكلي ب 0.81% وهي زيادة معتبرة توضح مدى ارتباط المتغير بسلوكه في الثلاثي الذي يسبقه مباشرة، أما زيادة معدلات مخزون النقود للفترة الرابعة ب 1% فإنها ترفع من معدلات الطلب الكلي ب 0.20%. أي أن الطلب الكلي يتأثر بزيادة المعروض النقدي للسنة السابقة.

وهو تقريبا ما يتوافق مع نتائج (Weale & Wieladek, 2016)، بأن صدمة شراء سندات حكومية بقيمة 1% من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي تؤدي إلى ارتفاع بنحو 0.62% من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في الولايات المتحدة وزيادة بنسبة 0.25% في المملكة المتحدة، بالإضافة إلى أن للتسهيل الكمي في الولايات المتحدة تأثير مماثل على التضخم والناتج المحلي الإجمالي، بينما كان تأثيره في المملكة المتحدة أكبر بكثير على التضخم من الناتج المحلي الإجمالي.

بينما توصلت دراسة (Falagiarda, 2014) أن للتسهيل الكمي تأثيرات محفزة في الولايات المتحدة على مستوى الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة 0.92%، وبنحو 1.25% وفي المملكة المتحدة، وهو ما يتوافق مع النتائج الموصلة إليها في دراسة (Joyce, Rohan, & all, 2015) بأن للتسهيل الكمي تأثير إيجابي في المملكة المتحدة على الناتج المحلي الإجمالي بنحو 0.5% إلى 0.8%.

على نحو مماثل أكد (عباس كاظم وكامل جواد، 2017) و (Matousek, Papadamou, & all, 2019) أن برامج التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية واليابان ساهمت في رفع

مستوى النمو، في حين خلص (Jai Won, Saang, & Won, 2019) أن للتسهيل الكمي أثر موجب على الاقتصاد الياباني وأثر سلبي على اقتصاد دولة كوريا الجنوبية.

في حين توصل (Marco, 2017) أن التسهيل الكمي لم يكن أداة فعالة خلال فترة دراسته في منطقة الأورو، ولم يؤثر على الطلب الكلي في المنطقة وأن قناة إعادة توازن المحفظة هي القناة الرئيسية لنقل التسهيل الكمي إلى الاقتصاد.

أما (Auerbach & Obstfeld, 2005) فقد خلصوا من خلال نتائج دراستهم، أنه إذا تضمن التسهيل الكمي التزامًا موثوقًا به لزيادة المعروض النقدي بشكل دائم، فإن توقعات التضخم ترتفع مما يؤدي إلى خفض سعر الفائدة الحقيقي وبالتالي تحفيز الطلب الكلي.

بينما في حالة الجزائر؛ نجد أن الطلب الكلي يتأثر بالإنفاق الحكومي، وقد يعود هذا إلى أن التغيرات في الطلب. تخضع لتوقعات الأعوان الاقتصاديين للإنفاق الحكومي أي أنهم يتجاوبون بسنة قبل حصول الإنفاق بسبب أن هذا الأخير يقدر في قانون المالية سنة من قبل.

في حين أكد (لبزة و ضيف الله، 2019) أنه عند كل زيادة M2 بنسبة 10% يرتفع الناتج المحلي الاجمالي بنسبة 01%.

بغض النظر على كل ما سبق، خلصت نتائج معظم الدراسات السابقة أن التسهيل الكمي له تأثير إيجابي خاصة على الناتج المحلي الإجمالي، كونه في الغالب يعمل عن طريق تقليل علاوة المخاطر، وبالتالي فمن المحتمل أن يكون التسهيل الكمي فعالاً فقط في البلدان ذات الأسواق الرأسمالية المتطورة.

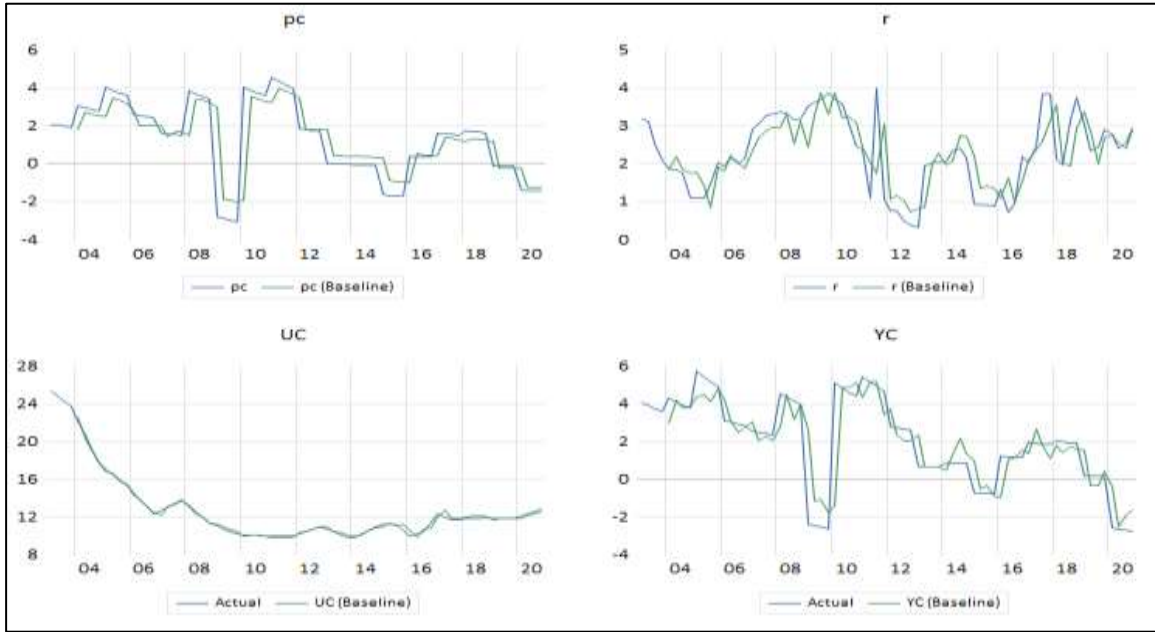
3. محاكاة النموذج وتطبيق السيناريوهات الاستشرافية

بعد تقدير النموذج نقوم في هذا العنوان بتقييمه من خلال تقنية المحاكاة والسيناريوهات التي تحكم على مدى صحة السياسات والخيارات الاقتصادية المتبعة في فترة الدراسة.

1.3 المحاكاة التاريخية للنموذج

سنقوم بتطبيق أولي لمحاكاة ديناميكية داخل العينة على المتغيرات الداخلية بطريقة "جوس-سايدل" ونتائج المحاكاة موضحة في الرسوم البيانية التالية :

الشكل رقم (5-2): نتائج محاكاة النموذج



المصدر : إعداد الطالب باستخدام برنامج Eviews

نتائج المحاكاة جيدة، حيث يظهر مدى تطابق الخططين الأزرق (القيم الفعلية) والأخضر (القيم المحاكاة بالنموذج) خاصة معادلة البطالة وبدرجة أقل سعر الفائدة.

2.3 نتائج السيناريوهات ومناقشتها

تكتسي عملية استشراف السياسات الاقتصادية أهمية بالغة باعتبارها وسيلة في يد الحكومة من أجل تقديم المبررات حول الطريقة التي يدار بها النشاط الاقتصادي، في هذا الإطار تبرز أهمية السيناريوهات البديلة للسياسات القائمة.

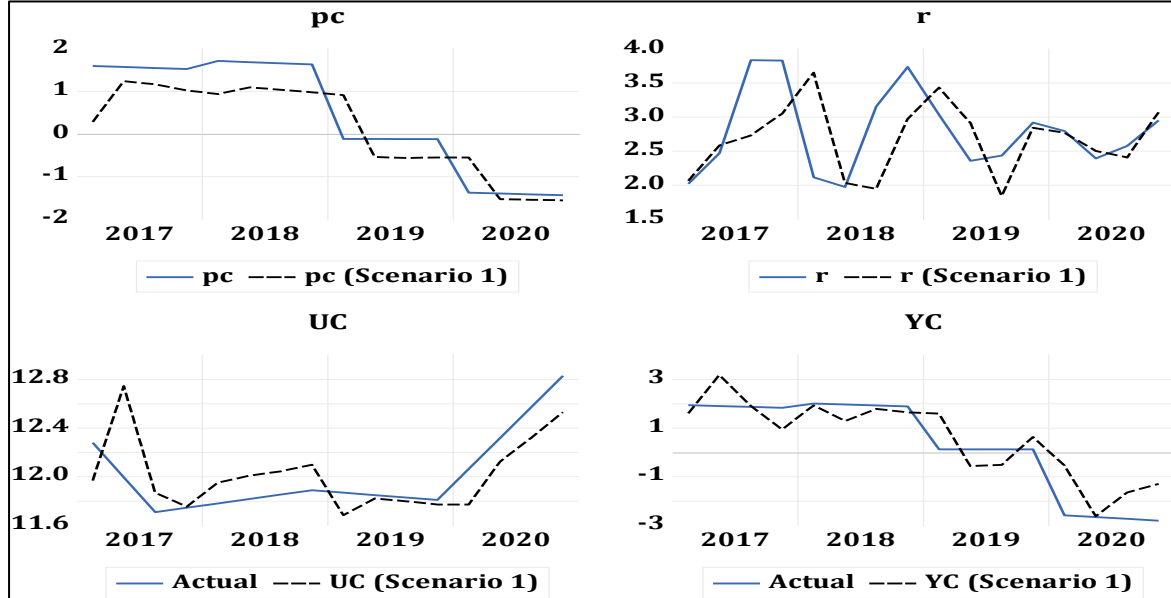
سنجيب على تساؤلات الدراسة من خلال وضع سيناريوهين الأول هو تمويل النشاط الاقتصادي باستخدام التمويل التقليدي، أي الزيادة في المعروض النقدي المغطى بالزيادة في السندات ثم نستشرف أثر ذلك على المتغيرات الداخلية وهذا هو السيناريو البديل. أما السيناريو الثاني وهو السياسة الواقعية فهو التمويل غير التقليدي حيث الزيادة في المعروض النقدي لا يتم تغطيتها بالسندات القابلة للتداول.

1.2.3 السيناريو الأول (سيناريو التمويل التقليدي)

يتمثل في سياسة نقدية بديلة عن السياسة المتبعة منذ سنة 2017، السياسة البديلة هي التمويل التقليدي حيث نفترض زيادة بـ 50% في المعروض النقدي مغطاة بزيادة في السندات

بـ 50% لمدة أربع سنوات، ويتجلى الأثر المباشر على الطلب الكلي وأسعار الفائدة ومعدلات الأسعار والبطالة. النتائج موضحة في الرسوم البيانية التالية :

الشكل رقم (5-3): أثر السيناريو الأول على الطلب الكلي، الأسعار، البطالة، أسعار الفائدة



المصدر: إعداد الطالب باستخدام برنامج Eviews

أثر سيناريو التمويل التقليدي كان واضحاً على المتغيرات المستهدفة، توضح الخطوط المتصلة القيم الحقيقية والخطوط المتقطعة على القيم الاستشرافية لأربع سنوات بترددات فصلية.

نلاحظ أن أثر زيادة المعروض النقدي على نمو الطلب الكلي مقارنة بالقيم الفعلية متذبذب بين الأثر السلبي والإيجابي، حيث إنه كان إيجابياً في السنة الأولى ثم سلبياً إلى غاية نهاية السنة الثانية ثم عاد الأثر الإيجابي إلى غاية نهاية السنة الرابعة مع وجود مرحلة تراجع فيها الأثر في الثلاثي الرابع من لسنة الثالثة. يمكن القول إن تأثير التمويل التقليدي على الطلب الكلي وبالتبعية الناتج الكلي كان إيجابياً في المتوسط حيث تقدر الزيادة الكلية بنسبة 9.37% مقابل الزيادة الفعلية التي تقدر بـ 5.13% أي بفارق إيجابي يقدر بـ 4.23% خلال أربع سنوات وهو ما يفسر بأن السياسة النقدية عبر التمويل التقليدي تحسن من أداء النشاط الاقتصادي.

أما أثر زيادة المعروض النقدي على معدلات البطالة مقارنة بالقيم الفعلية فكانت إيجابية إلى غاية منتصف السنة الثانية ثم تراجعت لتصبح سلبية إلى غاية نهاية السنة الرابعة. بالتالي فتأثير التمويل التقليدي على البطالة كان مستقراً في المتوسط حيث قدر الفارق في الزيادة الكلية بين القيم الفعلية والقيم الاستشرافية بنسبة ضئيلة جداً بلغت 0.04% خلال أربع سنوات وهو ما يفسر بأن السياسة النقدية عبر التمويل التقليدي حافظت على نسب البطالة في المستوى المستقر.

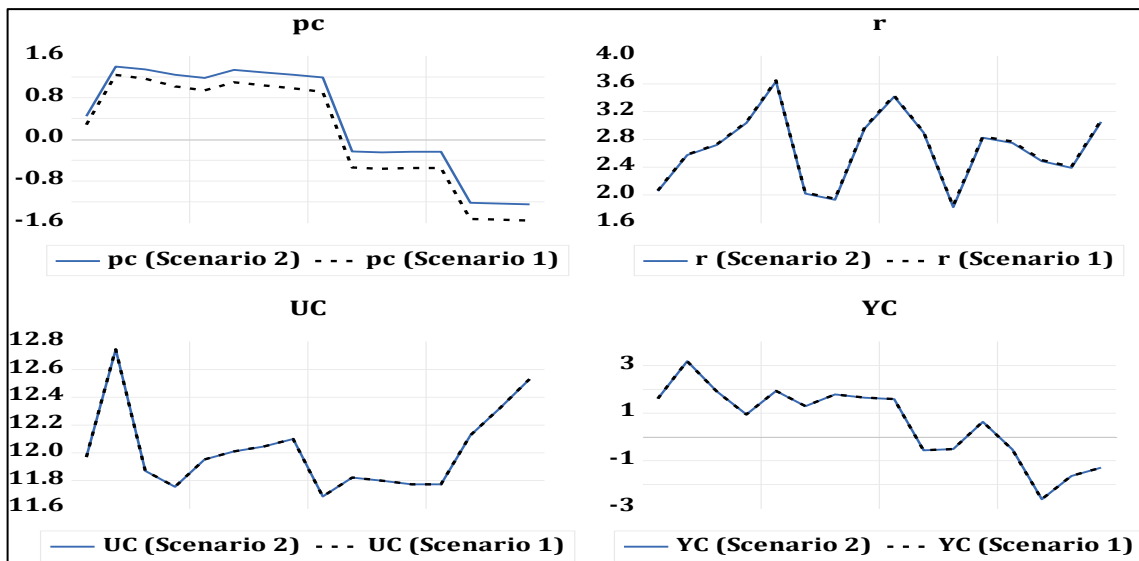
شهد تأثر الأسعار الاستشرافية بأثر زيادة المعروض النقدي مقارنة بالقيم الفعلية تذبذبا كبيرا بين الأثر السلبي والإيجابي، حيث انخفضت الأسعار خلال السنتين الأوليتين إلى غاية السداسي الثاني ثم تقلبت بين الزيادة والنقصان خلال السنة والنصف المتبقية لكن بأثر سلبي في المتوسط مقارنة بالقيم الفعلية قدر بـ 5% خلال الأربع السنوات وهو ما يعني أن السياسة النقدية عبر التمويل التقليدي تساهم في خفض معدلات التضخم في الأجل المتوسط.

فيما أن أثر زيادة المعروض النقدي على أسعار الفائدة مقارنة بالقيم الفعلية كانت متذبذبة هي الأخرى بين الأثر السلبي والإيجابي، حيث كانت سلبية في السنة الأولى ثم إيجابية إلى غاية نهاية السنة الثانية ثم عادت سلبية إلى غاية نهاية السنة الثالثة ثم تقاربت مع القيم الفعلية نهاية الفترة مما يشير إلى تلاشي الأثر. يلاحظ أن تغيرات أسعار الفائدة كانت تتحرك عكس تغيرات نمو الطلب الكلي وهو ما يفسر أن السياسة النقدية عبر أداة سعر الفائدة اتبعت السياسة الرشيدة في هذا السيناريو إذ أنها تكون توسعية إذا كان النشاط الاقتصادي في حالة ركود، وتكون انكماشية في حالة رواج النشاط الاقتصادي.

2.2.3 السيناريو الثاني (سيناريو التسهيل الكمي)

السيناريو الثاني يتمثل في السياسة النقدية المتبعة منذ 2017، وهي التمويل غير التقليدي حيث نفترض زيادة بـ 50% في المعروض النقدي غير مغطاة بالسندات القابلة للتداول ويتجلى الأثر المباشر على الطلب الكلي وأسعار الفائدة ومعدلات الأسعار والبطالة. النتائج موضحة في الرسوم البيانية التالية:

الشكل رقم (4-5): أثر السيناريو الثاني على الطلب الكلي، الأسعار، البطالة وأسعار الفائدة



المصدر: إعداد الطالب باستخدام برنامج Eviews

أثر السيناريو الأول الخاص بالتمويل التقليدي موضح بالخطوط المتقطعة أما بشأن السيناريو الثاني (سيناريو التمويل غير التقليدي)، فموضح بالخطوط المتواصلة لأربع سنوات بترددات فصلية.

الملاحظ أنه لا يوجد فارق جوهري بين السياستين في الأجل المتوسط ماعدا في الأسعار حيث إن التمويل غير التقليدي ساهم في ارتفاع الأسعار خلال الفترة الاستشرافية بنسبة كلية فاقت 6.01% أي بفارق عن السيناريو الأول بنسبة كلية تعدت 4.18%.

مما سبق يتضح أن سياسة التمويل غير التقليدي مقارنة بالسياسة النقدية التقليدية لا تؤثر في المتغيرات الكلية الحقيقية كالنمو الاقتصادي ومعدلات البطالة حتى أسعار الفائدة لا تستجيب لهذه السياسة، لكن في المقابل هذه السياسة يكون لها ضغوط تضخمية تتزايد بصفة خطية سواء في الأجل القصير أو المتوسط أو الطويل.

حيث تتفق هذه النتائج مع أفكار الكلاسيكيون، بأن أثر التغيير في كمية النقود يتسم بالحياد التام أي أن الأثر الوحيد الذي ينتج عن تغيير كمية النقود هو تغيير المستوى العام للأسعار ولا يتعدى تأثيرها إلى النشاط الاقتصادي.

فضلا عن ذلك، ينعكس فائض الطلب المتمثل في الزيادة الحاصلة في الطلب الكلي والتي لا تحدث أي زيادة في الإنتاج أو العرض الكلي للسلع والخدمات، على ارتفاع الأسعار مما يخلق ضغوط تضخمية تستمر باستمرار وجود هذا الفائض.

في المقابل عدد خبراء الاقتصاد في الجزائر أسباب ارتفاع معدلات التضخم رغم الضبابية وغياب المعدلات الحقيقية على خلاف ما هو مصرح به في هذا الشأن من الجهات الوصية، لعل أهمها ما يلي:

- التوسع النقدي غير المراقب ودون مقابل في سعي الجزائر إلى تمويل برامجها التنموية، زاد من الكتلة النقدية، التي بدورها يؤدي إلى تراجع معدلات الفائدة وبالتالي ارتفاع حجم الاستثمارات في المقابل، يرتفع الطلب الكلي بشكل غير مرغوب مما يحدث فجوة تضخمية؛

- التضخم الهيكلي وما عانى منه الاقتصاد الجزائري من ضعف مرونة الجهاز الانتاجي ومع زيادة الطلب الكلي التي رافقها ارتفاع معدلات التضخم، دل على عدم الاستغلال المحكم للموارد المتاحة؛

- أثر سعر الصرف على التضخم خاصة في السنوات الأخيرة، أين انخفضت قيمة العملة المحلية إلى أدنى المستويات وبالتالي انخفاض القدرة الشرائية للدينار الجزائري؛

- ارتفاع تكاليف الانتاج للمستلزمات من المواد الأولية، الوسيطة والرأسمالية المستوردة من الخارج عزى مشكلة التخم في الجزائر، كرد فعل للتخفيض الحاصل في قيمة الدينار الجزائري خلال عدة سنوات متتابة؛

- عدم الاستغلال الامثل للفوائض النفطية في تحقيق ما من شأنه أن يكون محفزا للعملية الانتاجية من خلال استثمارات فعلية؛

- ارتفاع الاجور وكذا منحة البطالة المستحدثة مؤخرا في الجزائر، ساهما في ارتفاع التكاليف الانتاجية وزيادة حجم الانفاق الجاري للحكومة مما أحدث غوط تضخمية.

خلاصة الفصل

نظرا لقصر مدة تطبيق هذه السياسة التي كان من المفترض أن تمتد خمسة سنوات، الأمر الذي صعب تقييم أثرها على الاقتصاد الجزائري، لكن لا يمنع هذا أن يكون التقييم استشرافيا لأثر هذا الأسلوب على النشاط الاقتصادي بالجزائر.

حيث حاولنا من خلال هذا الفصل دراسة وتحليل فعالية سياسة التسهيل الكمي المطبق في الجزائر ثم استشراف آثارها تم الاعتماد على نموذج سانت لويس باستخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين (2SLS)، أين خلصت نتائج الدراسة، أنه لا يوجد فارق جوهري بين سياسة التمويل التقليدي وسياسة التسهيل الكمي (التمويل غير التقليدي) في الأجل المتوسط ماعدا في الأسعار، أين ساهم التمويل غير التقليدي في ارتفاع الأسعار خلال الفترة الاستشرافية بنسبة كلية فاقت 6.01% أي بفارق عن السيناريو الأول (التمويل التقليدي) بنسبة كلية تعدت 4.18%.

وبالتالي، يتضح أن سياسة التسهيل الكمي مقارنة بالسياسة النقدية في شكلها التقليدي لا تؤثر في المتغيرات الكلية الحقيقية كالنمو الاقتصادي، معدلات البطالة وأسعار الفائدة، إلا أنها في المقابل تنبؤ إلى ضغوط تضخمية تتزايد بصفة خطية سواء في الأجل القصير أو المتوسط أو الطويل.

خاتمة عامة

خاتمة

حاولنا من خلال هذه الدراسة الإحاطة بأهم الجوانب المرتبطة بموضوع السياسة النقدية وما ورد بشأنها في الأدبيات الاقتصادية، مع التركيز على التقييم النظري والتطبيقي لفعالية أداة التسهيل الكمي في تحقيق الأهداف المنوطة بها، باعتبارها منهجا جديدا في تسيير الأوضاع النقدية والمالية انتهجته معظم البنوك المركزية العالمية بعد الأزمة المالية 2008 التي عصفت بالمؤسسات المالية بكبريات اقتصاديات العالم. وبالتالي كانت استجابة البنوك المركزية سريعة من أجل الحد من الآثار السلبية للأزمة وتحصين اقتصاديات بلدانها، من خلال التدخل بمختلف الأدوات التقليدية للسياسة النقدية على غرار معدل الفائدة الذي سجل حينها معدلات فائدة تقارب الصفر، الأمر الذي كبح عمل البنوك المركزية التي بدورها اقتنعت بعدم جدوى أدواتها النقدية في مجابهة مثل هذه الأزمات، مما دفعها للبحث عن أدوات مستحدثة وجديدة تمكنها من تجنب الركود الاقتصادي الذي كان شيكا أثناء هذه الأزمة.

في ظل غياب إطار فكري دقيق لهذه الأداة المستحدثة، تعتبر التجربة اليابانية في التسعينات من أول التجارب التي اعتمدت سياسة التسهيل الكمي، ومن ثمة فتح المجال أمام الباحثين في مجال الاقتصاد لتحليل و تأطير السياسة النقدية بشكلها غير التقليدي من دون الجزم بنتائجها ومع انتشار الأزمة المالية لسنة 2008 اتبعت الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة ومنطقة اليورو نفس الأسلوب بانتهاجها أدوات نقدية غير تقليدية، كانت أهمها أداة التسهيل الكمي كأفضل خيار تلجأ إليه البنوك المركزية في من مثل هذه الظروف غير الاعتيادية، بهدف مواجهة خطر الانكماش والرفع من معدل النمو.

ونتيجة اختلاف البنى الهيكلية بين الاقتصادات وتمايز وتعدد الأدوات المستخدمة مع تباين الأهداف المسطرة في ظل التكتّم الذي أبدته البنوك المركزية في تقديم وتحليل البيانات المتعلقة بهذا الأسلوب الجديد في سياستها النقدية، نجد على سبيل الحصر البنوك المركزية الرائدة عالما على غرار بنك اليابان، الاحتياطي الفيدرالي، بنك إنجلترا والبنك المركزي الأوروبي، اعتمدت في بداية الأمر سياسة التسهيل الكمي محاولة بذلك استعادة التوازنات الاقتصادية في بلدانها والتأثير على نشاط الدورة الاقتصادية، لكن سرعان ما بدأ استخدام برامج التسهيل الكمي لأغراض متعددة بما في ذلك تحفيز الاقتصاد الحقيقي، تحقيق أهداف التضخم، ناهيك عن احتواء الديون السيادية الأوروبية.

على هذا النحو، استجاب البنوك المركزية ذات الاقتصاديات التي الأكثر تركيزا على البنوك بتقديم قروض للنظام المصرفي، بينما كانت استجابة البنوك المركزية التي تتمتع في اقتصادياتها أسواق الأسهم بشكل أكبر نسبيا من سابقتها من خلال شراء السندات بكميات أكبر، وهو ما يظهر

في كل من اقتصاديات الولايات المتحدة والمملكة المتحدة، أين نجد أن أسواق السندات أكثر أهمية من البنوك في حين تلعب البنوك دوراً أكثر أهمية في أوروبا واليابان. وبالتالي اختار كل بنك مركزي أساليبه لتوفير السيولة ودعم النظام المالي الذي يعكس هيكل اقتصاده.

والجزائر كغيرها من دول العالم، وفي سبيل مجابهة تداعيات الأزمة النفطية لسنة 2014 التي أثرت سلباً على اقتصادها، اعتمدت الحكومة الجزائرية آلية التسهيل الكمي أو ما يصطلح عليه في الساحة الجزائرية بالتمويل غير التقليدي، لتمويل عجز الخزينة العمومية، بهدف دفع عجلة التنمية بما يسمح بخلق ثروة بعيدة عن عائدات قطاع المحروقات، وهذا في إطار تميم قانون 10-90 المتعلق بالنقد والقرض، بموجب القانون رقم 10-17 الصادر في 11 أكتوبر 2017 المتمم للأمر 11-03 الصادر في 26 أوت 2003، من خلال إدراج مادة واحدة ووحيدة وهي المادة 45 مكرر من القانون 10-17.

وعليه، جاءت فكرة موضوع الدراسة نتيجة الاهتمام المتزايد بتطبيق آلية التسهيل الكمي التي وفرت التمويل للاقتصاد خاصة في الظروف غير الاعتيادية، وذلك بأقل التكاليف مع عدم اليقين لتتأجها، وبالتالي حاولنا معالجة الإشكالية التالية:

"ما مدى فعالية سياسة التسهيل الكمي في تحقيق الأهداف المرجوة في الاقتصاد الجزائري وتأثيرها على أهم المتغيرات الاقتصادية؟"

أين خلصت الدراسة إلى ما يلي:

1- نتائج اختبار الفرضيات:

بالاعتماد على ما تم تقديمه ضمن فصول هذه الأطروحة، يمكن إثبات صحة أو نفي الفرضيات المصاغة في المقدمة كالآتي:

الفرضية الأولى: "حلت أداة التسهيل الكمي كبديل أمثل لأدوات السياسة النقدية التقليدية في ظل الأزمات المالية الأخيرة".

قبل الأزمة أزمة الرهن العقاري لسنة 2008 كانت البنوك المركزية تنفذ سياستها النقدية عادة من خلال أدواتها الكمية والنوعية بمختلف أنواعها، مع التركيز على أداة عمليات السوق المفتوحة لاستهداف أسعار الفائدة الاسمية قصيرة الأجل، ومع اشتداد الأزمة المالية التي رافقها جمود في الأسعار، لم تستطع البنوك المركزية السيطرة على أسعار الفائدة الاسمية وكذا الحقيقية على المدى القصير والمتوسط، علاوة عن ذلك، وبسبب تزايد حالات عدم اليقين، قامت البنوك التجارية بتخفيض حجم ائتماناتها، مما استوجب على البنوك المركزية تخفيض أسعار الفائدة إلى مستوى يقارب أو يساوي الصفر، قصد تيسير الوضع النقدي وتوفير السيولة. الأمر الذي جعل حينها

السياسة النقدية بشكلها التقليدي تفقد فعاليتها في تحفيز الاقتصاد الحقيقي، فكان لزاما على البنوك المركزية التحول إلى تدابير نقدية مستحدثة غير تقليدية، من بينها أداة التسهيل الكمي التي تعتبر مكملة للأدوات النقدية التقليدية، "وهو ما ينفي صحة هذه الفرضية".

الفرضية الثانية: "لقد نجحت البنوك المركزية الرائدة عالميا في تحفيز اقتصاديات بلدانها بعد تبنيها سياسة التسهيل الكمي رغم تباين واختلاف المؤشرات الاقتصادية من دولة إلى أخرى".

تعتبر حالة الاقتصاد ومؤشراته في ظل ظروف تطبيق سياسة التيسير الكمي، من أهم عوامل نجاح هذا الأسلوب وتحقيق الأهداف المرجوة منه، وبالتالي عندما تبنت البنوك المركزية الرائدة عالميا سياسة التسهيل الكمي، استجابة للأزمة المالية 2008 من خلال توسيع حجم قواعدها النقدية حتى مع أسعار الفائدة قصيرة الأجل تقارب حد الصفر. نجد أن كل من الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة قد حققا نجاحا إثر انتهاجهما لسياسة التسهيل الكمي، ومرد ذلك السرعة في إقرار وتطبيق هذه الآلية، مع التركيز على زيادة حجم الإنفاق الاستهلاكي من خلال دعم القدرة الشرائية للأفراد والأسر. في حين، يمكن اعتبار تجربتي كل من اليابان والاتحاد الأوروبي نموذجين فاشلين لسياسة التسهيل الكمي، بسبب التأخر في إقرار عملية التطبيق الفعلي والعملي ناهيك عن توجيه برامج التسهيلات الكمية للقطاع البنكي، الذي بدوره لم يساهم في زيادة العرض النقدي في قوة الاقتصاد أو القوة الشرائية لدى الأسر والشركات. وبالتالي، يختلف تطبيق هذه الأداة من دولة إلى أخرى حسب حالة الاقتصاد ومؤشراته سواء كانت متقدمة أو نامية، وعليه لا يمكن تعميم الفرضية الثانية التي مفادها أن البنوك المركزية الأربعة محل الدراسة نجحت في تحفيز اقتصادياتها من خلال تبنيها سياسة التيسير الكمي. "وهو ما يثبت نفي صحة هذه الفرضية".

الفرضية الثالثة: "لجأت الجزائر لسياسة التسهيل الكمي كآلية للتمويل غير التقليدي كضرورة حتمية أملت الظروف الاقتصادية"

في ظل انهيار أسعار البترول سنة 2014 وما نجم عنه من عجز مستمر في ميزانية الدولة الجزائرية من جهة ومواصلة الحكومة تمويل ودعم الاستثمارات العمومية من جهة ثانية، ناهيك عن التراجع المستمر لفائض السيولة البنكية بداية من سنة 2011 (3,008.3 مليار دج) إلى (2,614.6 مليار دج) سنة 2014، ثم إلى (1,354.3 مليار دج) سنة 2017، مع الانخفاض المستمر لقيمة الدينار الجزائري أمام اليورو والدولار، في ظل اعتماد بنك الجزائر على سياسة التعويم الموجه للعملة الوطنية قصد الرفع من قيمة الإيرادات المتأتية من الصادرات النفطية عند تحويلها للعملة الوطنية. ضف إلى ذلك، تآكل احتياطات الصرف من النقد الأجنبي، قلص من هامش التصدي للصدمات والأزمات الخارجية، بالإضافة أيضا لامتلاك الجزائر لتجارب قاسية مع الاستدانة

الخارجية، الأمر الذي جعل الحكومة تلجأ إلى سياسة التسهيل الكمي بالمفهوم الاقتصادي العالمي وما يصطلح عليه في الساحة الجزائرية بالتمويل غير التقليدي، وذلك في إطار الاحتياجات التمويلية الملحة، خاصة بعد نفاذ صندوق ضبط الإيرادات مطلع سنة 2017. "وهو ما يثبت صحة هذه الفرضية".

الفرضية الرابعة: "تمكن بنك الجزائر من تغطية تدني الموارد المالية إثر استخدامه أداة التسهيل الكمي".

بعد تميم قانون 10-90 المتعلق بالنقد والقرض، بموجب القانون رقم 10-17 الصادر في 11 أكتوبر 2017 المتمم للأمر 11-03 الصادر في 26 أوت 2003، من خلال إدراج المادة 45 مكرر التي نصت على أنه " بغض النظر عن كل حكم مخالف، يقوم بنك الجزائر، ابتداء من دخول هذا الحكم حيز التنفيذ بشكل استثنائي ولمدة خمس سنوات، بشراء، مباشرة عن الخزينة، السندات المالية التي تصدرها هذه الأخيرة، من أجل المساهمة على وجه الخصوص، في تغطية احتياجات تمويل الخزينة تمويل الدين العمومي الداخلي وتمويل الصندوق الوطني للاستثمار"، بحيث "توضع هذه الآلية حيز التنفيذ لمرافقة إنجاز برنامج الإصلاحات الهيكلية الاقتصادية والميزانية التي ينبغي أن تفضي في نهاية فترة الخمس سنوات كأقصى تقدير، إلى استعادة توازنات خزينة الدولة وتوازن ميزان المدفوعات" لجئت الحكومة الجزائرية إلى التسهيل الكمي القائم على طباعة النقود بدون تغطية، بداية من منتصف شهر نوفمبر 2017 إلى غاية شهر أبريل 2019، حيث تم إصدار (2185 مليار دج) سنة 2017 و (3371 مليار دج) سنة 2018 وفي سنة 2019 تم إصدار (1000 مليار دج) للتوقف عملية الإصدار في شهر أبريل لسنة 2019 عند مبلغ (6556.2 مليار دج). استخدم منها مبلغ (2470 مليار دج) لتمويل عجز الخزينة لسنة 2017 و 2018 وجزئيا لسنة 2019، كما ساهم مبلغ (1813 مليار دج) في تسديد الدين العمومي المتعلق بالشركات العمومية (سوناطراك وسونلغاز) بالإضافة إلى تسديد القرض المستندي، بينما وجه مبلغ (500 مليار دج) إلى الصندوق الوطني للتقاعد لتسديد دينه لدى الصندوق الوطني للتأمينات الاجتماعية، ضف إلى ذلك، تم وضع مبلغ (1773.2 مليار دج) لدى الصندوق الوطني للاستثمار لتمويل برامج عدل وتمويل عجز الصندوق الوطني للتقاعد والمشاريع الهيكلية. "وهو ما يثبت صحة هذه الفرضية".

الفرضية الخامسة: "آلية التسهيل الكمي المعتمدة في الجزائر تؤثر في بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية وتنبؤ إلى ضغوط تضخمية تزايد باستمرار على المدى البعيد".

من خلال نتائج النمذجة القياسية الاستشرافية، خلصت الدراسة أنه لا يوجد فروقات جوهرية بين سياسة التمويل التقليدي وسياسة التسهيل الكمي (التمويل غير التقليدي) في الأجل المتوسط ماعدا في الأسعار، حيث ساهمت آلية التسهيل الكمي في الجزائر في ارتفاع الأسعار خلال الفترة

الاستشرافية بنسبة كلية تعدت 6.01% أي بفارق عن السيناريو الأول (التمويل التقليدي) بنسبة كلية فاقت 4.18%. وبالتالي، يتضح أن سياسة التسهيل الكمي مقارنة بالسياسة النقدية في شكلها التقليدي لا تؤثر في بعض المتغيرات الكلية الحقيقية كالنمو الاقتصادي، معدلات البطالة وأسعار الفائدة، "وهو ما يثبت صحة الجزء الأول من هذه الفرضية". إلا أن سياسة التسهيل الكمي في المقابل تنبؤ إلى ضغوط تضخمية تتزايد بصفة خطية سواء في الأجل القصير أو المتوسط أو الطويل. "وهو ما يثبت صحة الجزء الثاني والأخير من هذه الفرضية".

2- نتائج الدراسة:

تم التوصل من خلال هذه الدراسة إلى عدة نتائج، نذكر أهمها في الآتي:

- تسعى السياسة النقدية لتحقيق أهدافها النهائية المتمثلة في استقرار المستوى العامل للأسعار، معدلات مرتفعة في النمو الاقتصادي، توازن ميزان المدفوعات والتشغيل الكامل. ومن أجل بلوغ هذه الأهداف تستخدم البنوك المركزية مجموعة من الأدوات النقدية، للتأثير على ما تم تحديده مسبقاً من أهداف أولية ثم التأثير على الأهداف الوسيطة.
- أثبتت الأزمة المالية لسنة 2008، عجز أدوات السياسة النقدية بشكلها التقليدي في مختلف الدول المتقدمة وذلك بسبب تعثر قناتين رئيسيتين هما قناة معدل الفائدة وقناة الائتمان في نقل أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد.
- في سبيل مجابهة إرهابات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، سارعت البنوك المركزية إلى استخدام أدوات نقدية غير تقليدية، كان لها دوراً بالغ الأهمية في احتواء هذه الأزمة.
- تندرج أداة التسهيل الكمي تحت إطار السياسة النقدية غير التقليدية، حيث لاقت استخداماً واسع النطاق خلال الأزمة المالية لسنة 2008 من قبل البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة.
- يستهدف التيسير الكمي تخفيض معدلات الفائدة إلى أدنى مستوى ممكن، ثم محاولة زيادة العرض النقدي من خلال شراء كميات كبيرة من الأصول المالية المتنوعة بهدف ضخ السيولة في الاقتصاد ودعم نشاط الائتمان، وبالتالي تحفيز النمو الاقتصادي وتخفيض حجم البطالة، وذلك بالاعتماد على عدة قنوات لنقل أثره الحقيقي، أهمها وينتقل أثره الحقيقي من خلال عدة قنوات أهمها قناة الإشارة، قناة إعادة توازن المحفظة وقناة علاوة السيولة.
- تعتبر أداة التسهيل الكمي من أهم أدوات السياسة النقدية في شكلها غير التقليدية، مكنت البنوك المركزية من إدارة سياساتها النقدية في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية الأخيرة، إلا أنه نتيجة تباين مستوى فاعليتها من دولة إلى أخرى، اضطرت بعض البنوك المركزية حول العالم إلى استخدام أدوات أخرى غير تقليدية كالتيسير النوعي، التسهيل الائتمان ومعدلات الفائدة السالبة.

- تختلف آثار برامج التسهيل الكمي من بلد إلى آخر، حسب حالة الاقتصاد ومؤثراته بالإضافة إلى ظروف تطبيق هذه الآلية التي تعتبر من أهم عوامل نجاحها وبالتالي تحقيق الأهداف المرغوب فيها.

- عان الاقتصاد الجزائري بشدة بسبب الأزمة النفطية لسنة 2014، مما يثبت عدم فعالية أدوات السياسة النقدية لبنك الجزائر في إدارة هذا النوع من الأزمات، وبالتالي وقفت السلطات النقدية على حتمية اعتماد التسهيل الكمي في تغطية نقص الإيرادات.

- طبق بنك الجزائر سياسة التمويل غير التقليدي دون مراعاة لتوفر شروط التنفيذ وكذا للظروف الملائمة لبنية الاقتصاد الجزائري، وبالتالي كانت نتائجه سلبية خاصة من حيث تدهور القدرة الشرائية انخفاض قيمة العملة المحلية، ارتفاع المستوى العام للأسعار، مع تراجع في معدلات النمو الاقتصادي.

- وجهت سياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر لتمويل الخزينة العمومية وسداد الدين العام ولم تضع في دائرة اهتمامها القطاع الحقيقي، على عكس برامج التسهيلات الكمية المطبقة في الدول المتقدمة أين ركز كل من بنك اليابان والبنك المركزي الأوروبي في برامجهما على الإقراض المباشر للبنوك، في حين وسع الاحتياطي الفيدرالي وبنك إنجلترا قاعدتهما النقدية بشراء السندات الحكومية والخاصة لتمويل الأسواق المالية.

- يعتبر العجز المسجل على مستوى كل من ميزانية الدولة والميزان التجاري في الجزائر، عجزا هيكليا وبالتالي لا يمكن إعادة توازن كل منها بتبني آلية تمويل ظرفية.

- استعادة بنك الجزائر دوره في إدارة السياسة النقدية في ظل الأزمة النفطية الأخيرة وذلك بعد تميم قانون 90-10 المتعلق بالنقد والقرض، بموجب القانون رقم 17-10 الصادر في 11 أكتوبر 2017 المتمم للأمر 03-11 الصادر في 26 أوت 2003، من خلال إدراج المادة 45 مكرر.

- التسهيل الكمي المطبق في الجزائر، حتمية لا مفر منه، نظرا لما عاناه الاقتصاد الجزائري في الحقبة الأخيرة، وبالتالي يعتبر حلا استعجاليا فرضته الظروف الاقتصادية من أجل تمويل الخزينة العمومية، ولم يأتي من أجل التأثير على المتغيرات الاقتصادية الكلية.

- كشفت تجربة التسهيل الكمي في الجزائر المتمثل في طباعة الأوراق النقدية من دون مقابل عن وجود أداة نقدية مستحدثة بطابع تمويلي، جنبت الجزائر من فخ الاستدانة الخارجية.

- لا يمكن إطلاق أحكاما على مدى فعالية التسهيل الكمي في الجزائر في الأجل القصير والمتوسط، في ظل الظروف التي تزامنت مع تطبيق هذه الأداة، وبالتالي لا بد من دراسة آثارها على

المدى البعيد وتشخيصها بدقة، حتى يتخذ القرار الأصلاح للبلاد بالاستمرار في اعتمادها أو التوقف نهائيا عن تنفيذها.

في حالة الاقتصاد الجزائري، لا تؤثر سياسة التسهيل الكمي مقارنة بالسياسة النقدية في شكلها التقليدي في بعض المتغيرات الكلية الحقيقية كالنمو الاقتصادي، معدلات البطالة وأسعار الفائدة إلا أنها في المقابل تنبؤ إلى ضغوط تضخمية تزايد بصفة خطية سواء في الأجل القصير أو المتوسط أو الطويل.

3- توصيات الدراسة:

نظرا لمحدودية الآثار الإيجابية لألية التسهيل الكمي المطبقة في الجزائر، يمكن اقتراح بعض التوصيات على النحو الآتي:

- على البلدان النامية الاستعداد بتسخير مختلف الوسائل و الإمكانيات المتاحة والتحوط لما من شأنه أن يكون إرهابا اقتصاديا قادمًا من البلدان المتقدمة نتيجة انتهاء هذه الأخيرة سياسات نقدية غير تقليدية.

- وجب على صناع السياسة الاقتصادية خاصة في الدول النامية، الاستفادة قدر الإمكان من الآثار الإيجابية لبرامج التسهيلات الكمية التي طبقتها البنوك المركزية الرائدة في الدول المتقدمة، مع تجنب آثارها السلبية خاصة ما تعلق منها بتحركات أسعار الصرف والتدفقات المالية العابرة للحدود.

- من الضروري الاعتماد على أدوات السياسة النقدية بشكلها التقليدي والمستحدث معا في احتواء الأزمات المالية المعاصرة التي أصبحت تداعياتها تمتاز بسرعة الانتشار بين مختلف بلدان العالم، مع التفكير في بدائل أخرى قد تمكن الحكومات من معالجة بعض الحالات التي قد تؤثر في اقتصاديات بلدانها كنقص الطلب، التضخم، تراجع حجم الاستثمار... الخ.

- من الضروري مرافقة السياسة النقدية غير التقليدية قبل التفكير في تطبيقها بحزمة من الإجراءات الملائمة من خلال إجراء اصلاحات هيكلية تمس بالأخص القطاعات المالية، النقدية الصناعية والتجارية، حتى نضمن فعاليتها وبالتالي تتحقق الأهداف المرجوة منها.

- توفير البيئة والمناخ المناسبين لتطبيق سياسة التسهيل الكمي حتى لا تتحول هذه الأخيرة من آلية لحل أزمة، إلى مسبب في تفاقمها، بالإضافة إلى ضرورة توفير أسواق مالية متطورة، يرافقها قطاع مصرفي كفؤ، في ظل وعي المستثمرين والدراية الكافية، وبالتالي تنتقل آثار برامج التسهيلات الكمية إلى جميع القطاعات الاقتصادية، فتتحقق الغايات المرجوة.

- على البنوك المركزية أن تحدد أهدافها بدقة والسعي على تجسيدها على أرض الواقع حتى لا تؤدي برامج التسهيلات الكمي إلى إضعاف استقلاليتها، مع تجنب القيام بأي تمويل مباشر للحكومات لما من شأنه أن يخلف تقلبات اقتصادية.

- على أصحاب القرار في الجزائر، العمل على تعميق الإصلاحات المصرفية مع تعديل الأطر التشريعية وفق ما يتماشى مع التطورات العالمية الحاصلة، وبالتالي من الضروري تطوير السوقين المالية والنقدية، مما يجعل السياسة النقدية والمالية أكثر تنسيقاً لضمان تحقيق الاستقرار المالي والنقدي.

- ترشيد الإنفاق الحكومي الاستهلاكي مع تقليص الحجم غير الضروري منه، بحيث أن لا يتجاوز معدل الإنفاق الحكومي الاستهلاكي معدل نمو الناتج المحلي.

- تطوير وتحديث الأنظمة الإلكترونية مع تطوير سوق القروض خاصة في الجوانب المتعلقة بتسهيل إجراءاتها.

- نشيط السوقين المالية والنقدية بما يساهم في فعالية أدوات السياسة النقدية بشكلها غير التقليدي، مع ضرورة توجيه الإصدارات النقدية الجديدة وفق هذه السياسة نحو القطاعات الإنتاجية مما يجنب الاقتصاد من الآثار التضخمية التي قد تنتج عن تمويلها للإنفاق العام.

- على البنوك التجارية الجزائرية أن تبادر وتدخل في الأسواق المالية العالمية في ظل انخفاض تكلفة التمويل وارتفاع حجم السيولة بعد تطبيق الدول المتقدمة للسياسة النقدية غير التقليدية قصد الحصول على التمويل بالنقد الأجنبي، مما يخفف من شدة الضغوطات التمويلية على بنك الجزائر، مع ضمان مصادر تمويلية أخرى للنشاط الاقتصادي بصفة عامة وللجهاز المصرفي على وجه الخصوص.

- من الضروري تحقيق تنوع اقتصادي قصد إحلال الجباية العادية بدل الجباية البترولية من خلال ترقية قطاع الصادرات خارج المحروقات مع تعزيز كفاءة النظام الضريبي وتوسيع وعائه.

- تفعيل و تحيين النماذج القياسية الاستشرافية، حتى يتمكن أصحاب القرار من المفاضلة بين البدائل المتاحة.

3- أفاق الدراسة:

يبقى مجال البحث في هذا الموضوع مفتوحا لدراسات قد تكون أعمق وأكثر دقة، من شأنها أن تساهم في إثراء المعارف للباحثين، وبهذا يقترح الباحث بعض المواضيع التي قد تكون أفاق بحث جديدة في حالة توفر المعطيات والبيانات الإحصائية بموقع بنك الجزائر أو أي موقع رسمي آخر يهتم بالمشورات المالية والنقدية في الجزائر.

ومن بين مقترحات أفاق الدراسة ما يلي:

- سياسة التيسير الكمي؛ دراسة مقارنة لتجربة بنك الجزائر مع تجارب البنوك المركزية الرائدة؛
- بناء نموذج قياسي يحدد أثر التسهيل الكمي في الاقتصاد الجزائري من خلال قنوات؛ الإشارة إعادة توازن المحفظة، وعلاوة السيولة؛
- بناء نموذج قياسي يحدد حجم التسهيلات الكمية الواجب ضخها في الاقتصاد الجزائري وما يتوافق معها من قنوات ناقلة لأثرها.

قائمة المراجع

- المراجع باللغة العربية -

1. أحمد بشرى عبد الباري، وعبدالعزیز شويش عبد الحميد. (2014). التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية. مجلة جامعة كركوك للعلوم الادارية والاقتصادية، 4(2)، الصفحات 116-138. تم الاسترداد من <https://www.iasj.net/iasj/pdf/cc3c2aae8345febe>
2. أحمد رمزي محمد عبد العال. (2004). العلاقة التبادلية بين معدلات الدورة وفعالية السياسة النقدية. القاهرة: المكتب العربي للمعارف.
3. أحمد سماحي. (2018). دور السياسة النقدية في استهداف التضخم في الجزائر: دراسة قياسية للفترة 2002-2016. مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، 14(2)، الصفحات 159-170. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/9/14/2/64824>
4. أحمد صديقي، ووليد العشي. (2018). تجربة التيسير الكمي في الجزائر. مجلة اقتصاد المال والاعمال، 2(2)، الصفحات 249-268. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/109/2/2/57379>
5. أحمد عبد الفتوح علي الناقة. (1998). نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية. مصر: دارشباب الجامعة.
6. أسامة محمد الفولي، و مجدي محمود شهاب. (1997). مبادئ النقود والبنوك. مصر: الدار الجامعية الجديدة للنشر.
7. إلمان محمد الشريف. (2003). محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية، الجزء الأول. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
8. أمينة بديار. (2020). دراسة تحليلية لفعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في إدارة الأزمات المالية. تجربة الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو. مجلة البديل الاقتصادي، 7(1)، الصفحات 102-119. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/400/7/1/136142>
9. أنس البكري، ووليد صافي. (2012). النقود والبنوك بين النظرية والتطبيق. عمان، الأردن: دار المستقبل للنشر والتوزيع.
10. باية وقنوني، و محمد دايمي. (2020). انعكاسات تطبيق التيسير الكمي على مستويات التضخم في الجزائر. مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات، 5(1)، الصفحات 43-58. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/424/5/1/121157>
11. بسام الحجار. (2006). الاقتصاد النقدي والمصرفي. بيروت، لبنان: دار المنهل اللبناني.
12. بطاهر بختة. (2019). التمويل غير التقليدي آلية جيدة لمواجهة الأزمة أم خطر محقق باقتصاد الجزائري. مجلة اقتصاديات المالية، البنكية وإدارة الأعمال، 5(1)، الصفحات 30-53. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/181/8/1/85549>
13. بلعزوز بن علي. (2004). محاضرات في النظرات والسياسات النقدية. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
14. بلعزوز بن علي. (2006). محاضرات في النظريات والسياسات النقدية (المجلد 2). الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
15. بنك الجزائر. (2012). التقرير السنوي. الجزائر. تم الاسترداد من <https://www.bank-of-algeria.dz/stoodroa/2023/06/rapport2012arabe.pdf>

16. بنك الجزائر. (2013). التقرير السنوي. الجزائر. تم الاسترداد من <https://www.bank-of-algeria.dz/stoodroa/2023/06/rapport2013arabe.pdf>
17. بنك الجزائر. (2015). التقرير السنوي. الجزائر. تم الاسترداد من https://www.bank-of-algeria.dz/stoodroa/2023/06/rapportba_2015ar.pdf
18. بنك الجزائر. (2016). التقرير السنوي. الجزائر. تم الاسترداد من <https://www.bank-of-algeria.dz/stoodroa/2023/06/rapportba2016ar.pdf>
19. بنك الجزائر. (2017). التقرير السنوي. الجزائر. تم الاسترداد من <https://www.bank-of-algeria.dz/stoodroa/2023/06/rapport2017arabe.pdf>
20. بنك الجزائر. (2018). التقرير السنوي. الجزائر. تم الاسترداد من <https://www.bank-of-algeria.dz/stoodroa/2023/06/rapport2018arabe.pdf>
21. بنك الجزائر. (2020). التقرير السنوي. الجزائر. تم الاسترداد من <https://www.bank-of-algeria.dz/stoodroa/2023/02/rapportba2020ar.pdf>
22. بنك الجزائر. التعلية رقم 02-16. (2016). المحددة لكيفية تطبيق عمليات الخصم وإعادة الخصم للسندات العمومية والخاصة لفائدة البنوك والمؤسسات المالية والتسبيقات والقروض للبنوك. الجزائر. تم الاسترداد من <https://www.bank-of-algeria.dz/stoodroa/2023/03/02-16.pdf>
23. بنك الجزائر. النشرة الفصلية رقم 18. (2012). الجزائر. تم الاسترداد من https://www.bank-of-algeria.dz/wp-content/uploads/2023/04/bulletin_18a.pdf
24. بنك الجزائر. النشرة الفصلية رقم 20. (2012). الجزائر. تم الاسترداد من https://www.bank-of-algeria.dz/wp-content/uploads/2023/04/Bulletin_20a.pdf
25. بنك الجزائر. النشرة الفصلية رقم 37. (2017). الجزائر. تم الاسترداد من https://www.bank-of-algeria.dz/wp-content/uploads/2023/03/Bulletin_37a.pdf
26. بنك الجزائر. النشرة الفصلية رقم 40. (2017). الجزائر. تم الاسترداد من https://www.bank-of-algeria.dz/wp-content/uploads/2023/03/Bulletin_40a.pdf
27. بنك الجزائر. النشرة الفصلية رقم 42. (2018). الجزائر. تم الاسترداد من https://www.bank-of-algeria.dz/wp-content/uploads/2022/11/bulletin_42a.pdf
28. بنك الجزائر. النشرة الفصلية رقم 56. (2021). الجزائر. تم الاسترداد من https://www.bank-of-algeria.dz/wp-content/uploads/2022/11/Bulletin_56a.pdf
29. بنك الجزائر. النظام رقم 01-2000. (2000). المتعلق بعمليات إعادة الخصم والقروض الممنوحة للبنوك والمؤسسات المالية. الجزائر. تم الاسترداد من <https://www.bank-of-algeria.dz/wp-content/uploads/2023/02/01-2000.pdf>
30. بنك الجزائر. النظام رقم 02-2009. (2009). المتعلق بعمليات السياسة النقدية وأدواتها وإجراءاتها. الجزائر. تم الاسترداد من <https://www.bank-of-algeria.dz/wp-content/uploads/2023/02/02-09.pdf>
31. بنك الجزائر. النظام رقم 01-2015. (2015). المتعلق بعمليات خصم السندات العمومية، إعادة خصم السندات الخاصة، التسبيقات والقروض للبنوك والمؤسسات المالية. الجزائر. تم الاسترداد من <https://www.bank-of-algeria.dz/wp-content/uploads/2023/02/01-2015.pdf>

32. جاسم الدعبي عباس كاظم، وبسمان كامل جواد. (2017). مدى استجابة المتغيرات المالية والاقتصادية للتيسير الكمي في الولايات المتحدة. مجلة الادارة والاقتصاد، 21(6)، الصفحات 113-144. تم الاسترداد من <https://www.iasj.net/iasj/pdf/fd8ccee4f268bbff>
33. الجريدة الرسمية. العدد 16. (1990). القانون رقم 90-10 المتعلق بالنقد والقرض. الجزائر. تم الاسترداد من <https://www.joradp.dz/FTP/Jo-Arabe/1990/A1990016.pdf>
34. الجريدة الرسمية. العدد 34. (1986). القانون رقم 86-12 المتعلق بنظام البنوك والقرض. الجزائر. تم الاسترداد من <https://www.joradp.dz/FTP/Jo-Arabe/1986/A1986034.pdf>
35. الجريدة الرسمية. العدد 37. (2000). القانون رقم 2000-02 المتضمن قانون المالية التكميلية لسنة 2000. الجزائر. تم الاسترداد من <https://www.joradp.dz/FTP/Jo-Arabe/2000/A2000037.pdf>
36. الجريدة الرسمية. العدد 50. (2010). الأمر رقم 10-04 المتعلق بالنقد والقرض. الجزائر. تم الاسترداد من <https://www.joradp.dz/FTP/Jo-Arabe/2010/A2010050.pdf>
37. الجريدة الرسمية. العدد 52. (2003). الأمر 03-11 المعدل والمتمم لقانون النقد والقرض. الجزائر. تم الاسترداد من https://journals.ekb.eg/article_270554_4d04c8e262690f013d89a9ed3073bca8.pdf
38. الجريدة الرسمية. العدد 57. (2017). قانون رقم 17-10 المؤرخ في 11 أكتوبر 2017 المتمم للأمر 03-11 الصادر في 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد والقرض. الجزائر. تم الاسترداد من <https://www.joradp.dz/FTP/JO-ARABE/2017/A2017057.pdf>
39. حداد أكرم، وهذلول مشهور. (2005). النقود والمصارف: مدخل تحليلي ونظري. دار وائل للنشر والتوزيع: الأردن.
40. حسين بني هاني. (2002). اقتصاديات النقود والبنوك. الأردن: دار الكندي للنشر والتوزيع.
41. حسين بني هاني. (2002). الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة. عمان، الأردن: دار الكندي.
42. حسين رحيم. (2008). الاقتصاد المصرفي. الجزائر: دار بهاء الدين للنشر والتوزيع.
43. حسين طيوب، فريد بن عبيد، وإكرام حجاب. (2020). التيسير الكمي كأداة للسياسة النقدية غير التقليدية "حالة الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا". مجلة أبحاث اقتصادية معاصرة، 3(1)، الصفحات 33-45. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/623/3/1/123791>
44. حمزة رملي. (2018). التمويل غير التقليدي في الجزائر وفق تعديلات قانون النقد والقرض ... هل يتعلّق الأمر بالتيسير الكمي؟ مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، 4(1)، الصفحات 211-239. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/89/4/1/63147>
45. حنفي عبد الغفار، وزكي قرياقص رسمية. (2004). الأسواق والمؤسسات المالية. مصر: الدار الجامعية.
46. داودي حمزة، وداودي الطيب. (2018). دور التيسير الكمي في إعادة تنشيط الإقراض المصرفي ودعم قدرة البنوك على تجاوز أزمة 2008 دراسة تحليلية. حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، 5(2)، الصفحات 174-189. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/659/5/2/123088>
47. الدعبي عباس كاظم. (2003). السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، (تحليل كلي). القاهرة: مجموعة النيل العربية.
48. رشاد العصار، ورياض الحلبي. (2000). النقود والبنوك. الأردن: دار الصفاء للنشر والتوزيع.

49. زكرياء خلف الله. (2018). قنوات تحويل السياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري: دراسة تحليلية قياسية للفترة (1990-2016) (أطروحة دكتوراه). جامعة أم البواقي، الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير.
50. سارة أدبوب. (2020). إشكالية فائض السيولة في البنوك خلال الفترة 2001-2019 (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة الجزائر3. تم الاسترداد من <https://dspace.univ-alger3.dz/jspui/bitstream/123456789/1826/1/%d8%b3.1320.33.pdf>
51. سامي الحلاق سعيد، و محمود العجلوني محمد. (2010). النقود والبنوك والمصارف المركزية. الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
52. سامي خليل. (1982). النقود والبنوك. الكويت: شركة كاظم للنشر والترجمة والتوزيع.
53. سامي خليل. (1994). نظرية الاقتصاد الكلي، المفاهيم والنظريات الأساسية. الكويت: وكالة الأهرام للتوزيع.
54. سليمان ناصر. (2020). سياسة التيسير الكمي ومدى نجاعتها في البلدان النامية بعد أزمة كوفيد-19. مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الصفحات 121-130.
55. سهام شاوش اخوان، لطفي شعباني، و حيزية هادف. (2020). التيسير الكمي كأداة للسياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر- بين النظرية والتطبيق-. مجلة أبحاث اقتصادية معاصرة، 6(3)، الصفحات 137-153. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/623/3/6/133106>
56. سوزي عدلي ناشد. (2005). مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي. بيروت، لبنان: منشورات الحلبي القانونية.
57. السيد محمد أحمد السريتي، و محمد عزت محمد غزلان. (2010). اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية. مصر: مؤسسة رؤية.
58. شامية أحمد زهيز. (1993). النقود والمصارف. الأردن: مؤسسة زهران للطباعة والنشر والتوزيع.
59. شيخي محمد. (2012). طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات. عمان: دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع.
60. صاري علي. (2018). تقييم فعالية سياسة التيسير الكمي في تخفيف أثر الأزمات. مجلة الأفاق للدراسات الاقتصادية، 3(2)، الصفحات 164-181. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/311/3/2/63870>
61. صالح عيادي، و عبد الوحيد صرارمة. (2019). التسهيل الكمي كألية للسياسة النقدية غير التقليدية وتداعيات اعتماده في الاقتصاد الجزائري: دراسة قياسية باستخدام نموذج ARDL. مجلة بحوث الادارة والاقتصاد، 4(1)، الصفحات 120-140. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/615/1/4/121916>
62. صالح مفتاح. (2003). النقود والسياسة النقدية مع الإشارة لحالة الجزائر في الفترة 1990-2000. أطروحة دكتوراه دولة. الجزائر: جامعة الجزائر.
63. صالح مفتاح. (2005). النقود والسياسة النقدية: المفهوم، الأهداف والأدوات. الجزائر: دار الفجر للنشر والتوزيع.
64. صباح عجلان. (2019). دور البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في ظل المتغيرات الاقتصادية الراهنة -دراسة عينة من البنوك العربية (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بسكرة: جامعة محمد خيضر.

65. صبحي تادريس قريصة. (1984). النقود والبنوك. بيروت: دار النهضة العربية.
66. ضيف أحمد، و بن يحي نسيم. (2017). تقويم تطور السياسة المالية للجزائر من 1962-2019. المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، 4(1)، الصفحات 158-178. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/306/4/1/28005>
67. طاهر فاضل البياتي، وميرال روي سمارة. (2013). النقود والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة. الأردن: دار وائل للنشر.
68. عادل محسن، ومحمد بركة. (2020). قراءة في بعض التجارب الدولية في التيسير الكمي: أهم النتائج والدروس. المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، 8(2)، الصفحات 26-46. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/100/8/2/172542>
69. عادل محسن. (2021). الآثار الاقتصادية للسياسات النقدية غير التقليدية. دراسة تقييمية لآلية التمويل غير التقليدي بالجزائر. (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير جامعة قاصدي مرباح: ورقلة.
70. عبد الحميد عبد المطلب. (2003). السياسات الاقتصادية على المستوى القومي، تحليل كلي. القاهرة: مجموعة النيل العربية.
71. عبد الصمد سعودي، وفوزي بوسدر. (2020). التيسير الكمي كألية للسياسة النقدية لتمويل العجز الموازي في الجزائر (2015-2019). مجلة الباحث الاقتصادي، 8(1)، الصفحات 364-384. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/85/8/1/122791>
72. عبد القادر روشو. (2020). فعالية السياسة النقدية في الجزائر في ظل التمويل غير التقليدي- دراسة حالة الجزائر للفترة 2001-2018. مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، 12(3)، الصفحات 35-50. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/324/12/3/112765>
73. عبد القادر مطاي، وفتيحة راشدي. (2016). سياسة التيسير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات - تجربة كل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية. مجلة رؤى اقتصادية 6(2)، الصفحات 21-09. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/126/6/2/10317>
74. عبد الله الطيبي، وأحمد صديقي. (2021). دراسة تحليلية لانعكاسات سياسة التيسير الكمي على مناخ الاستثمار - دراسة حالة اليابان والولايات المتحدة الأمريكية. مجلة النمو الاقتصادي والمقاولاتية، 4(2)، الصفحات 100-119. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/612/4/2/144113>
75. عبد الله خبايا. (2013). الاقتصاد المصري. مصر: دار الجامعة الجديدة للنشر.
76. عبد الله خبايا. (2013). الاقتصاد المصري: النقود، البنوك التجارية، البنوك الإسلامية، السياسة النقدية، الأسواق المالية، الأزمة المالية. الجزائر: دار الجامعة الجديدة للنشر.
77. عبد المجيد قدي. (2003). المدخل للسياسات الاقتصادية الكلية - دراسة تحليلية تقييمية. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
78. عبد المجيد قدي. (2005). المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية-دراسة تقييمية. الجزائر: ديوان المطبوعات الجزائرية.
79. عبد المجيد قدي. (2006). المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية (الإصدار 3). الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
80. عبد المجيد قدي. (2017). الاقتصاد الجزائري بين الإصلاحات والارتهاك للنفط. الجزائر: دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع.

81. عبد المطلب عبد الحميد. (2007). اقتصاديات النقود والبنوك: الاساسيات والمستحدثات. الإسكندرية مصر: الدار الجامعية.
82. عبد المنعم السيد علي، و نزار سعد الدين العيسي. (2004). النقود والمصارف والأسواق المالية. عمان الأردن: دار حامد للنشر والتوزيع.
83. عديلة العدواني. (2014). الميسر في الاقتصاد النقدي. القبة، الجزائر: دار الخلدونية للنشر والتوزيع.
84. عزازي سامية. (2022). محاولة تقييم أداء أدوات السياسة النقدية دراسة حالة الجزائر للفترة 1990-2021 (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة الجزائر 3.
85. عقبة ريمي، ووفاء رضاني. (2020). التنبؤ بمسار التضخم في إطار التمويل غير التقليدي في الجزائر- دراسة قياسية. المجلة الجزائرية للعملة والسياسات الاقتصادية، 11(1)، الصفحات 83-101. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/249/11/1/119698>
86. عقيل جاسم عبدالله. (1994). النقود والمصارف. الأردن: الجامعة المفتوحة.
87. علي الناقة أحمد عبد الفتوح. (2001). نظرية النقود والاسواق المالية: مدخل حديث للنظرية النقدية والاسواق المالية. مصر: مكتبة الإشعاع.
88. علي توفيق الصادق، معبد علي الجارحي، و نبيل عبدالوهاب لطيفة. (1996). السياسات النقدية في الدول العربية. أبو ظبي: صندوق النقد العربي.
89. علي كنعان. (2012). النقود والصيرفة والسياسة النقدية. بيروت، لبنان: دار المنهل.
90. عميروش شلغوم. (2017). فعالية السياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة (2000-2015 جوان): دراسة تحليلية. مجلة البشائر الاقتصادية، 3(1)، الصفحات 34-49. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/196/3/1/21831>
91. الغامدي أحمد صالح. (1992). الآراء الاقتصادية للمقريزي: دراسة مقارنة. مذكرة ماجستير (غير منشورة). كلية الشريعة والدراسات الاسلامية، المملكة العربية السعودية: جامعة أم القرى.
92. غزلان محمد عزت. (2002). اقتصاديات النقود والمصارف. لبنان: دار النهضة العربية.
93. فاتح جاري، زهير شلال، و فريد بن طالبي. (2019). سياسة التيسير الكمي كاتجاه حديث لإدارة السياسة النقدية في الجزائر. مجلة المنهل الاقتصادي، 2(2)، الصفحات 193-202. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/479/2/2/104918>
94. فتيحة راشدي، و عبد القادر مطاي. (2016). سياسة التيسير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات - تجربة كل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية-. مجلة رؤى الاقتصادية، 6(2) الصفحات 9-21. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/126/6/2/10317>
95. قرمية دوفي، و سهام عيساوي. (2000). أثر الأدوات الكمية للسياسة النقدية على معدلات التضخم الشهرية في الجزائر خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2017. مجلة الأصيل للبحوث الاقتصادية والإدارية، 4(1) الصفحات 13-34. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/462/4/1/118772>
96. كمال ديب، و ناصر بوجلال. (2019). التيسير الكمي كآلية لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة - حالة الجزائر-. مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، 12(1)، الصفحات 245-257. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/324/12/1/94908>
97. كمال زريق. (07 أفريل، 2019). الوضع الاقتصادي للبلد هش ولا يتحمل مزيدا من التعطيل. تم الاسترداد من الإذاعة الجزائرية: <https://radioalgerie.dz/news/ar/article/20190407/166335.html>

98. لحسن جديدن. (2019). اداء السياسة المالية في ظل العجز الموازي وسياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر -دراسة قياسية 2001-2018 -. مجلة دفاتر اقتصادية، 10(2)، الصفحات 281-298. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/374/10/2/104358>
99. لعلو موسى بوخاري. (2010). سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية . بيروت: مكتبة حسين العصرية.
100. محمد بكر نجلاء. (2000). اقتصاديات النقود والبنوك. القاهرة، مصر: أكاديمية طيبة.
101. محمد بوطوبة، وأحمد طويل. (2017). سياسة التسهيل الكمي وأثرها على سعر الصرف خلال الفترة 2008-2015. مجلة رؤى اقتصادية، 12(7)، الصفحات 49-65. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/126/7/12/30768>
102. محمد سمحان حسين، ويونس يامن اسماعيل. (2011). اقتصاديات النقود والمصارف. الأردن: دار صفاء للنشر والتوزيع.
103. محمد ضيف الله القطابري. (2009). دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية. عمان: دار غيداء للنشر والتوزيع.
104. محمد عبد العزيز عجمية، و صبيحي تادريس قريصة. (1986). النقود والبنوك والتجارة الخارجية. بيروت، لبنان: دار النهضة العربية .
105. محمد عزت غزلان. (2002). اقتصاديات النقود والمصارف. بيروت، لبنان: دار النهضة العربية.
106. محمد مكيديش، ويحي رزوقي. (2020). التيسير الكمي: بديل داخلي غير تقليدي لتمويل الخزينة العمومية في الجزائر. مجلة البشائر الاقتصادية، 6(1)، الصفحات 146-161. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/196/6/2/133484>
107. محمود عبد الرزاق محمود حامد. (2013). اقتصاديات النقود والبنوك والاسواق المالية. مصر: الدار الجامعية.
108. محمود محمد الداغر. (2005). الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات. عمان، الأردن: دار الشروق.
109. محمود يونس، كمال أمين الوصال، و مبارك عبد المنعم. (2003). اقتصاديات: نقود وبنوك وأسواق مالية. الاسكندرية، مصر: الدار الجامعية.
110. محمود يونس، و عبد النعيم مبارك. (2003). مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية. الاسكندرية، مصر: الدار الجامعية.
111. مراد محفوظ، زاير وافية، وبن يحي يحي. (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. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/593/11/1/107917>
112. مروى رمضاني، وفريدة كافي. (2021). أثر سياسة التيسير الكمي على الأهداف النهائية للسياسة النقدية التقليدية في الولايات المتحدة الأمريكية للفترة ما بين (2008-2020) - دراسة قياسية تحليلية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الموزعة ARDL. مجلة المنهل الاقتصادي، 4(3)، الصفحات 445-464. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/479/4/3/176042>
113. مزاحم محمد يحي، و محمود عبد الله حمدون. (2009). استخدام طريقتي SLS2 و SLS3 في تقدير منظومة المعادلات الآنية للأسعار العالمية للحبوب للفترة 1961-2002. مجلة تنمية الرافدين، 93(31)، الصفحات 325-343. تم الاسترداد من <https://www.iasj.net/iasj/pdf/cc0d5d4c74302801>

114. مصطفى رشدي شيخة. (1999). النقود والمصارف والائتمان. مصر: دار الجامعة الجديدة للنشر.
115. مصيطفى عبداللطيف. (2008). الوضعية النقدية، ومؤشرات التطور المالي في الجزائر بعد انتهاء برنامج التسهيل الموسع. مجلة الباحث، 6(6)، الصفحات 117-128. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/7/6/6/828>
116. معمر حمداني، ومصطفى بناي. (2021). السياسة النقدية كألية فعالة لتحقيق اهداف السياسة الاقتصادية في الجزائر دراسة تحليلية للفترة 2000-2017. مجلة المنتدى للدراسات والابحاث الاقتصادية، 5(2) الصفحات 52-64. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/428/5/2/168604>
117. ملاك وسام. (2000). النقود والسياسات النقدية الداخلية-قضايا نقدية ومالية. لبنان: دار النهل للطباعة والنشر.
118. منصور عبد اللطيف، و عبد الرحمان عبد الفتاح. (1987). النقود والبنوك. الرياض: دار المريخ.
119. ناصر بوجلال. (2020). التيسير الكمي كأداة لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات المالية (أطروحة دكتوراه). قسم العلوم الاقتصادية، تيبازة: المركز الجامعي مرسلبي عبد الله.
120. نبيلة دودو، وفوزي عبدالرزاق. (2020). السياسة النقدية غير التقليدية لإدارة الأزمات المالية-دراسة تجربة التيسير الكمي في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا-. مجلة الريادة لاقتصاديات الاعمال، 6(4) الصفحات 351-371. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/510/6/4/117350>
121. هاني محمد ، ووعيل ميلود . (2018). سياسة التيسير الكمي كألية لتطبيق السياسة النقدية -دراسة تحليلية نظرية لأفاق تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر. مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات، 3(1)، الصفحات 250-268. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/424/3/1/84451>
122. هدى بن محمد. (2020). عرض وتحليل البرامج التنموية في الجزائر خلال الفترة من 2001 الي 2019. مجلة كلية السياسة والاقتصاد، 5، الصفحات 35-68. تم الاسترداد من <https://doi.org/10.21608/jocu.2020.91597>
123. هدى هذباء يونسى، و ماجدة مدوخ . (2019). أثر سياسة التيسير الكمي على المستوى العام للأسعار في الجزائر. مجلة آفاق علمية، 11(2)، الصفحات 336-356. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/232/11/2/93884>
124. هشام لبزة، و محمد الهادي ضيف الله. (2019). انعكاسات العرض النقدي على مؤشر النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1990-2018. مجلة نور للدراسات الاقتصادية، 5(2)، الصفحات 111-126. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/245/5/2/131448>
125. وزارة المالية. (2017). النشرة الرسمية رقم 04. الجزائر. تم الاسترداد من https://www.mf.gov.dz/images/pdf/bulletin_2_Sem_Ar_2017.pdf
126. وزارة المالية. (2018). النشرة الرسمية رقم 05. الجزائر. تم الاسترداد من https://www.mf.gov.dz/images/pdf/1re_Sem_2018_M_Finance_Ar.pdf
127. وكالة الأنباء الجزائرية. (28 سبتمبر، 2017). الخزينة العمومية بحاجة إلى 570 مليار دينار لتغطية عجزها المالي الى غاية نهاية 2017. تاريخ الاسترداد 2020 ماي، 20، من وكالة الأنباء الجزائرية: <https://www.aps.dz/ar/economie/47902-570-2017>
128. يسرى السامرائي، و الدوري زكريا . (2006). البنوك المركزية والسياسات النقدية. الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.

129. يوسف لزرق، وقويدر عياش. (2020). أثر السياسة النقدية في ظل تطبيق التيسير الكمي في الجزائر. مجلة أفاق علمية، 12(4)، الصفحات 692-711. تم الاسترجاع من <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/232/12/4/127547>

- المراجع باللغة الأجنبية

1. Akacem, K., & Selka, A. (2015). Les Politiques Monétaires Dans Le Monde Avant Et Apres La Crise Financiere Et Economique Mondiale De 2008. Recherchers economiques manageriales, 9(2), pp. 35-52. Récupéré sur <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/101/9/2/36469>
2. Altavilla, C., Carboni, G., & Motto, R. (2015). Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area. ECB Working Paper, No. 1864, pp. 1-55. <https://doi.org/https://doi.org/10.2866/999633>
3. Ammour, B. (1997). Monnaie et régulation monétaire. Alger: Edition Dahleb.
4. Andersen, L. C., & Carlson, k. M. (1974). St. Louis Model Revisited. International Economic Review, 15(2), pp. 305-327. <https://doi.org/10.2307/2525863>
5. Andersen, L. C., & Carlson, k. M. (1974). St. Louis Model Revisited. International Economic Review, 15(2), pp. 305-327. <https://doi.org/https://doi.org/10.2307/2525863>
6. Andolfatto, D. (2014, 01 10). Quantitative Easing in Japan: Past and Present. <https://doi.org/https://doi.org/10.20955/es.2014.1>
7. Annette, V. J., & Arvind, K. (2011). The Effects Of Quantitative Easing On Interest Rates: Channels And Implications For Policy. Brookings Papers on Economic Activity, 42(2), pp. 215-287. Retrieved from https://www.nber.org/system/files/working_papers/w17555/w17555.pdf
8. Armstrong, P. (2019). An MMT perspective on macroeconomic policy space. Real-World Economic Review, 89, pp. 32-45. Retrieved from <http://paecon.net/PAERReview/issue89/whole89.pdf#page=32>
9. Artus, P. (2015, 02 18). Et si Mario Draghi prenait trop de risques ? Consulté le 10 05, 2020, sur www.lesechos.fr: <https://www.lesechos.fr/2015/02/et-si-mario-draghi-prenait-trop-de-risques-199992>
10. Auerbach, A. J., & Obstfeld, M. (2005). The case for open-market purchases in a liquidity trap. American Economic Review, 95(1), pp. 110-137. Retrieved from https://www.nber.org/system/files/working_papers/w9814/w9814.pdf
11. Bach G.L. (1950). Federal reserve policy making. N.Y Alfred: Knopf.
12. Bailey, A. J., Bridges, J., & al. (2020). The central bank balance sheet as a policy tool: Past, present and future. Bank of England Working Paper(N° 899). Retrieved from <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/working-paper/2020/the-central-bank-balance-sheet-as-a-policy-tool-past-present-and-future.pdf>

13. Banque d'Algérie. (2002). Rapport Annuel. Algérie. Récupéré sur <https://www.bank-of-algeria.dz/stoodroa/2023/02/rapport-ba-2002fr.pdf>
14. Banque d'Algérie. (2003). Rapport Annuel. Algérie. Récupéré sur <https://www.bank-of-algeria.dz/stoodroa/2023/02/rapport-ba-2003fr.pdf>
15. Banque d'Algérie. (2008). Rapport Annuel. Algérie. Récupéré sur <https://www.bank-of-algeria.dz/stoodroa/2023/01/rapport-annuel-2008-fr.pdf>
16. Banque d'Algérie. (2009). Rapport Annuel. Algérie. Récupéré sur <https://www.bank-of-algeria.dz/stoodroa/2023/01/rapport-annuel-2009-fr.pdf>
17. Banque d'Algérie Bulletin trimestriel N°1. (2007). Algérie. Récupéré sur https://www.bank-of-algeria.dz/wp-content/uploads/2023/02/Bulletin_01_2007_2e-trimestre.pdf
18. Banque d'Algérie Instruction N°04-05. (2005). relative à la facilité de dépôt rémunérée. Algérie. Récupéré sur <https://www.bank-of-algeria.dz/wp-content/uploads/2023/01/instruction042005.pdf>
19. Banque d'Algérie Notes de conjoncture 1er semestre. (2017). Algérie. https://doi.org/https://www.bank-of-algeria.dz/wp-content/uploads/2022/11/bulletindeconjoncture_1ersemestre2017.pdf
20. Banque d'Algérie Notes de conjoncture 1er semestre. (2021). Algérie. Récupéré sur https://www.bank-of-algeria.dz/wp-content/uploads/2022/05/note-de-conjoncture_1e-semestre-2021.pdf
21. Banque d'Algérie-Communiqués de presse. (2019). Point De Situation Sur Le Financement Non Conventionnel. Algérie: Banque d'Algérie. Récupéré sur https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/financement_non_conventionnel.pdf
22. Banque d'Algérie-Instruction N°01-01. (2001). relative au régime de réserve obligatoire. Algérie. Récupéré sur <https://www.bank-of-algeria.dz/wp-content/uploads/2023/01/instruction012001.pdf>
23. Banque d'Algérie-Instruction N°02-02. (2002). portant introduction de la reprise de liquidité sur le marché monétaire. Algérie. Récupéré sur <https://www.bank-of-algeria.dz/wp-content/uploads/2023/01/instruction022002.pdf>
24. Banque d'Algérie-Instruction N°02-04. (2004). relative au régime des réserves obligatoires. Algérie. Récupéré sur <https://www.bank-of-algeria.dz/wp-content/uploads/2023/01/instruction022004.pdf>
25. Banque d'Algérie-Instruction N°06-01. (2001). modifiant l'instruction n°01-2001 relative au régime de réserve obligatoire. Algérie. Récupéré sur <https://www.bank-of-algeria.dz/wp-content/uploads/2023/01/instruction062001.pdf>

26. Banque d'Algérie-Instruction N°06-02. (2002). modifiant l'instruction n°01-2001 relative au régime de réserve obligatoire. Algérie. Récupéré sur <https://www.bank-of-algeria.dz/wp-content/uploads/2023/01/instruction062002.pdf>
27. Banque d'Algérie-Instruction N°73-94. (1994). RELATIVE AU REGIME DE RESERVES OBLIGATOIRES. Algérie. Récupéré sur <https://www.bank-of-algeria.dz/wp-content/uploads/2021/03/instruction7394.pdf>
28. Beguy, O. (2012). TROIS ESSAIS SUR LA SURLIQUITÉ BANCAIRE DANS LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE ET MONETAIRE D'AFRIQUE CENTRALE (Doctoral dissertation). Economies et finances, France: Université d'Auvergne-Clermont-Ferrand I. Récupéré sur <https://theses.hal.science/tel-00679471/document>
29. Bendib, R. (2001). Econometrie. Alger: Office des publications universitaires.
30. Benford, J., Berry, S., & all, &. (2009). Quantitative easing. Bank of England. Quarterly Bulletin, 49(2). Retrieved from <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/2009/quantitative-easing.pdf>
31. Benford, J., Berry, S., & al. (2009). Quantitative Easing. Bank of England Quarterly Bulletin, 42(2), pp. 90-100. Retrieved from https://www.researchgate.net/publication/228219154_Quantitative_Easing
32. Bernanke, B. (2020). The New Tools of Monetary Policy. American Economic Review, 110(04), 943–983. Retrieved from https://paulgp.github.io/speeches/bernanke_2020_aea.pdf
33. Bernanke, B. S., & Reinhart, V. R. (2004). Conducting Monetary Policy at Very Low ShortTerm Interest Rates. American Economic Review, 94(2), pp. 85-90. Retrieved from <https://prawo.uni.wroc.pl/sites/default/files/students-resources/bernanke2004.pdf>
34. Bernardo, M., Luis, P. J., & al. (2019). The International Bank Lending Channel of Monetary Policy Rates and QE: Credit Supply, Reach-for-Yield, and Real Effects. Journal of Finance, 74(1), pp. 55-90. Retrieved from <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/225519/1/Postprint-Morais-oct-2018-acknow.pdf>
35. Blinder, A. S. (2010). Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 92(6), pp. 465-479. Retrieved from https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/frbslreview/rev_stls_2010_v92_no6.pdf
36. Book, J. (2021). The mystery of Modern Monetary Theory. Institute of Economic Affairs, 41(1), pp. 162-174. <https://doi.org/doi/epdf/10.1111/ecaf.12449>
37. Brady, G. L. (2020). Modern Monetary Theory: Some additional dimensions. Atlantic Economic Journal, 48(1), pp. 1-9. <https://doi.org/https://doi.org/10.1007/s11293-020-09654-6>
38. Brainard, L. (2015). Normalizing Monetary Policy When the Neutral Interest Rate Is Low. a speech at the Stanford Institute for Economic Policy Research, Stanford, California, 882. Retrieved from <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/brainard20151201a.pdf>

39. Bridges, J., & Thomas, R. (2012,). The impact of QE on the UK economy—some supportive monetarist arithmetic. Bank of England, Working Paper No. 442, pp. 01-51. Retrieved from <https://elischolar.library.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2829&context=yyps-documents>
40. Burnham T. C. , Stephanie Kelton. (2020). The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and the Birth of the People’s Economy: Public Affairs, New York. ISBN-13: 978-1541736184. Journal of Bio economics, 22(3), 205–211. <https://doi.org/10.1007/s10818-020-09302-8>
41. Cargill, T. F. (2005). Is the Bank of Japan’s Financial Structure an Obstacle to Policy. International Monetary Fund, Staff Papers, 52(2), pp. 311-335. Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/staffp/2005/02/cargill.htm>
42. Chohan, U. W. (2020). Modern Monetary Theory (MMT): A general introduction. Centre for Aerospace & Security Studies (CASS), N° EC017UC, pp. 1-23. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3569416>
43. Claudio, B., & Piti, D. (2009). Unconventional monetary policies: an appraisal. Bank for International Settlements :BIS Working Papers N°292. Retrieved from <https://elischolar.library.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1933&context=yyps-documents>
44. Clerc, L., & Raymond, R. (2014). Les banques centrales et la stabilité financière: nouveau rôle, nouveau mandat, nouveaux défis? Revue d’économie financière, pp. 193-214. <https://doi.org/DOI.10.3917/ecofi.113.0193>
45. Clouse, J., & Dale, H. (2003). Monetary Policy when the Nominal Short-Term Interest Rate is Zero. Topics in Macroeconomics, 3(1), pp. 1-63. <https://doi.org/https://doi.org/10.2202/1534-5998.1088>
46. Dell’Ariccia, ., Rabanal, P., & Sandri, D. (2018). Unconventional monetary policies in the euro area, Japan, and the United Kingdom. Journal of Economic Perspectives, 32(4), pp. 147-172. <https://doi.org/DOI:10.1257/jep.32.4.147>
47. Deng, K., & Todd, W. (2016). Is the US quantitative easing more effective than China's? A second thought. China Economic Review, 38, pp. 11-23. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.chieco.2015.11.007>
48. Diamond, W. (2020). Safety Transformation and the Structure of the Financial System. Journal of Finance, 75(6), pp. 2973-3012. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/jofi.12967>
49. Eichengreen, B., & Gupta, P. (2015). Tapering talk: The impact of expectations of reduced Federal Reserve security purchases on emerging market. Emerging Markets Review, 25, pp. 1-15. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/j.ememar.2015.07.002>
50. Fabre, A. (2015). Banque centrale européenne : d’une légitimité de crise à une crise de légitimité ? Regards sur l’économie allemand, 117, pp. 43-54. Retrieved from <https://www.cairn.info/revue-regards-sur-l-economie-allemande-2015-1-page-43.htm>

51. Falagiarda, M. (2014). Evaluating quantitative easing: a DSGE approach. *International Journal of Monetary Economics and Finance*, 7(4), pp. 302-327. Retrieved from https://mpra.ub.uni-muenchen.de/72380/1/MPRA_paper_49457.pdf
52. Fawley, B., & Neely, C. (2013). Four Stories of Quantitative Easing. *Federal Reserve Bank of St. Louis REVIEW*, 95(1), pp. 51-88. Retrieved from <https://elischolar.library.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2813&context=yyps-documents>
53. Frankfurt, C. J. (2015, 05 14). Draghi warns central banks against 'blind' risk-taking. Retrieved 10 14, 2020, from *Financial Times*: <https://www.ft.com/content/f5d530c4-fa54-11e4-aa42-00144feab7de>
54. Gern, K., Janssen, N., & al. (2015). Quantitative easing in the euro area: Transmission channels and risks. *Intereconomics*, 50(4), pp. 206-212. <https://doi.org/https://doi.org/10.1007/s10272-015-0543-1>
55. Ghennam, N. (2019). The Impact Of Quantitative Easing Mechanism On Macroeconomic Indicators In Algeria. *Journal of Financial, Accounting and Managerial Studies*, 6(2), pp. 142-160. Retrieved from <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/58/6/2/101382>
56. Gilbert, K. (2000). *Analyse Monétaire et Financière*. Paris, France: édition economica.
57. Godin, G. (1998). *Les opérations bancaires et leurs fondements économiques*. Paris: DUNOD.
58. Grégory, C., & Alvaro, L. (2016, 02 15). The European Central Bank's quantitative easing programme: limits and risks. Retrieved 10 05, 2020, from *bruegel.org*: <https://www.bruegel.org/policy-brief/european-central-banks-quantitative-easing-programme-limits-and-risks>
59. Gurley, J., & Shaw, E. (1960). *Money in a theory of finance*. Washington: The Brookings Institution.
60. Hausken, K., & Ncube, M. (2013). *Quantitative easing and its impact in the US, Japan, the UK and Europe*. New York: Springer Briefs in Economics.
61. Hausken, K., & Ncube, M. (2013). *Quantitative easing and its impact in the US, Japan, the UK and Europe*. New York: SpringerBriefs in Economics.
62. J.Pierre, P. (1987). *Monnaie, Institution Financières et Politiques monétaires (Vol. 4)*. paris: Economica.
63. Jacques Bichot. (1997). *la monnaie et les systèmes financiers*". paris: Ellipses Ed, Marketing S, A.
64. Jai Won, R. a., Saang, J. B., & Won, J. K. (2019). Effects of Japanese quantitative easing policy on the economies of Japan and Korea. *The North American Journal of Economics and Finance*, 48, pp. 241-252. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.najef.2019.02.007>
65. Jean-François, G. (1998). *Economie Monétaire et Financière: Théories, Institutions, Politiques*, 3ème Édition. Paris, France: Economica.

66. Jens H.E., C., & Glenn D, R. (2012). The Response of Interest Rates to U.S. and U.K. Quantitative Easing. 414-385 .(122)564 . Retrieved from <https://www.frbsf.org/wp-content/uploads/wp12-06bk1.pdf>
67. Joakim, B. (2021). The mystery of Modern Monetary Theory. Institute of Economic Affairs, 41(1), pp. 162-174. <https://doi.org/doi/epdf/10.1111/ecaf.12449>
68. Joyce, M., & Spaltro, M. (2014,). Quantitative easing and bank lending: a panel data approach. Bank of England , Working Paper No. 504, pp. 01-30. Retrieved from <https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=rep1&type=pdf&doi=185958f187df9ce4c9d7b1bf5db02109e68806a0>
69. Joyce, M., David, M., & al. (2012). QUANTITATIVE EASING AND UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY – AN INTRODUCTION. The Economic Journal, 271–288. Retrieved from <https://elischolar.library.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3746&context=yjfs-documents>
70. Joyce, M., Lasoosa, A., & al. (2011). The Financial Market Impact of Quantitative Easing in the United Kingdom. International Journal of Central Banking, 7(3), pp. 113-161. Retrieved from <https://www.ijcb.org/journal/ijcb11q3a5.pdf>
71. Joyce, M., Miles, D., & al. (2012). Quantitative easing and unconventional unconventional monetary policy- an Introduction. The economic Journal, 564(122), pp. 272-288. Retrieved from <https://elischolar.library.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3746&context=yjfs-documents>
72. Joyce, M., Rohan, C., & all, &. (2015). Unconventional Monetary Policies and the Macroeconomy: The Impact of the United Kingdom's QE2 and Funding for Lending Scheme. Bank of England Working Paper No. 542.
73. Kanga, D. (2017). Quels sont les enseignements des politiques monétaires non conventionnelles? Revue française d'économie, 32(2), pp. 3-36. <https://doi.org/https://doi.org/10.3917/rfe.172.0003>
74. Kapetanios, G., Mumtaz, H., & all, &. (2012). Assessing the Economy - wide Effects of Quantitative Easing. The Economic Journal, 164(122), pp. 316-347.
75. Katla, A. (2014). Quantitative Easing :Economic and Fainancial Effects of an Unconventional (Master Thesis). Denmark: Copenhagen Business School.
76. Kenourgios, D., Papadamou, S., & al. (2015). On quantitative easing and high frequency exchange rate dynamics. Research in International Business and Finance, 34, pp. 110-135. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.01.003>
77. Koeda, J. (2019). Macroeconomic effects of quantitative and qualitative monetary easing measures. Journal of the Japanese and International Economies, 52, pp. 121-141. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jjie.2018.12.006>
78. Koenig, G. (2000). Analyse Monétaire et Financière. Paris, France: Edition Economica.

79. Krugman, P. (2013, 09 12). Rich man's recovery. Retrieved 10 13, 2020, from New York Times: <https://www.nytimes.com/2013/09/13/opinion/krugman-rich-mans-recovery.html>
80. Lane, P. (2012). The European Sovereign Debt crisis. The Journal of Economic perspectives, 26(3), pp. 49-67. Retrieved from <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdf/10.1257/jep.26.3.49>
81. Laurent, C. (2009, Avril 23). les mesures non conventionnelles de politique monétaire. (4), 1-4. Banque de france: Ruvue FOCUS. Récupéré sur https://www.cvce.eu/content/publication/2013/12/16/d8ef87bf-3f80-4512-9b18-e54ff9e4e124/publishable_fr.pdf
82. Lavoie, M. (2019). Modern monetary theory and post-Keynesian economics. Real-World Economics Review (Issue No. 89), pp. 91-108. Retrieved from <http://www.taxresearch.org.uk/Documents/RWER89.pdf#page=97>
83. Lerven, F. v. (2015). Recovery in the Eurozone. Using Money Creation to Stimulate the Real Economy. Positive Money report.
84. Lindgren, C. J. (1991). The Transition from Direct to Indirect Instruments of Monetary Policy. In . P. Downes, & R. Vaez-Zadeh, The Evolving Role of Central Banks (pp. 307-325). washington: IMF Publications services. <https://doi.org/10.5089/9781557751850.071>
85. Maciej, S. (2022). Macroeconomic effects and transmission channels of quantitative easing. Economic Modelling, 114, 105943. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2022.105943>
86. Marco, L. (2017). Quantitative Easing in the Eurozone (Master thesis). school of economics and management, Sweden: Lund university.
87. Matousek, R., Papadamou, S. T., & all, &. (2019). The effectiveness of quantitative easing: Evidence from Japan. Journal of International Money and Finance, 99, 102068, pp. 1-29. Retrieved from <https://nottingham-repository.worktribe.com/preview/2595918/the%20effectiveness%20of%20quantitative.pdf>
88. Matthew, D. (2014, Sept 04). Does the ECB's New Stimulus Amount to QE? Retrieved from Wall Street Journal: <https://www.wsj.com/articles/BL-REB-27569>
89. Mitchell, B. (2016, February 10). Modern Monetary Theory: Balance of payments constraints. Retrieved from Macroeconomic research, teaching and advocacy: <http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=32931>
90. Mitchell, B. (2018, September 26). Modern Monetary Theory and The External Sector – Redux. Retrieved from Macroeconomic research, teaching and advocacy: <http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=40433>
91. Muhammad, T., & Sri, A. (2019). The US quantitative easing and Indonesian financial market. Does it matter? Journal of Research in Business, Economics and Management, 13(3), pp. 2455-2462. <https://doi.org/https://core.ac.uk/download/pdf/267833577.pdf>

92. Nam, M.-H. (2018). The effect of quantitative easing on inflation in Korea. *East Asian Economic Review*, 22(4), pp. 507-529. Retrieved from <https://www.koreascience.or.kr/article/JAKO201810760745964.pdf>
93. Neely, C. J. (2015). Unconventional monetary policy had large international effects. *Journal of Banking & Finance*, 52, pp. 101-111. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.11.019>
94. Padrini, F. (2002). Velocity innovations, financial markets, and the real economy. *Journal of Monetary Economics*, 3(49), pp. 521-532. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(02\)00099-5](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0304-3932(02)00099-5)
95. Palley, T. I. (2013). Money, fiscal policy, and interest rates: A critique of Modern Monetary Theory. IMK Working Paper, No.109, Hans-Böckler Stiftung, Macroeconomic Policy Institute (IMK). Retrieved from https://www.econstor.eu/bitstream/10419/105973/1/imk-wp_109_2013.pdf
96. Palley, T. I. (2014, February). Modern money theory (MMT). the emperor still has no clothes. Retrieved from <http://reparti.free.fr/palley14c.pdf>
97. Palley, T. I. (2015). Money, fiscal policy, and interest rates: A critique of Modern Monetary Theory. *Review of Political Economy*, 27(1), pp. 1-23. <https://doi.org/https://doi.org/10.1080/09538259.2014.957466>
98. Perillo, C., & Battiston, S. (2020). Financialization and unconventional monetary policy: a financial-network analysis. *Journal of Evolutionary Economics*, 30(5), pp. 1385-1428. <https://doi.org/https://doi.org/10.1007/s00191-020-00698-0>
99. Praet, P. (2013, April 17). The crisis response in the euro area. Retrieved from [ecb.europa.eu: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130417.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130417.en.html)
100. Ramkumar, S., & Bates, A. (2020). Are long-duration treasuries the best hedge for equities? *Journal of Portfolio*, 47(1), pp. 137-153. <https://doi.org/https://doi.org/10.3905/JPM.2020.1.182>
101. Robert, F., & Vincent, K. (1997). *Marchés de Capitaux et Techniques Financières*, 4 édition. Paris, France: édition Economica.
102. Ryan-Collins, J., Werner, R., & al. (2013). In Strategic quantitative easing: Stimulating investment to rebalance the economy. the new economics foundation, pp. 1-72. Retrieved from https://iris.unipa.it/retrieve/e3ad8920-08c4-da0e-e053-3705fe0a2b96/e79789e1e31f261e95_ypm6b49z7%281%29.pdf
103. Sakir, S. (2015). Does Quantitative Easing Work? *Applied Economics and Finance*, 4(2), pp. 56-72. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.11114/aef.v2i4.1077>
104. Samuel Bates. (2006). Effectivité des canaux de transmission de la politique monétaire (Thèse de doctorat). Guyane, U.F.R de droit et de sciences économiques: Université des Antilles et de la Guyane. Récupéré sur <https://fondation.banque-france.fr/sites/default/files/media/2017/06/02/theseversionnovembre2007.pdf>

105. Shigenori, S. (2010). Size and composition of the central bank balance sheet: Revisiting Japan's experience of the quantitative easing policy. 79-106. Institute for Monetary and Economic Studies. Retrieved from <https://elischolar.library.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1203&context=yyps-documents2>
106. Shiratsuka, S. (2010). Size and Composition of the Central bank Balance Sheet: Revisiting Japan's Experience of the Quantitative Easing Policy. Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization and Monetary Policy Institute Working Papers(42), pp. 1-32. Retrieved from <https://elischolar.library.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1203&context=yyps-documents2>
107. Smith, W. L. (1963). The Instruments of General Monetary Control. In T. N. Review, The National Banking Review (1 ed., Vol. 1, pp. 47-76). Washignton: journal of policy and practice.
108. Sophie, B. (2016). l'application du quantitative easing en Europe et Etats-Unis : vue d'ensemble et impacts sur le prix des action, Master Ingénieure de gestion. Belgique: Université catholique de louvain. Récupéré sur https://dial.uclouvain.be/downloader/downloader.php?pid=thesis%3A7295&datastream=PDF_01&cover=cover-mem
109. Soumare, I. (2011,). Structure financière des banques centrales dans le contexte des mesures non conventionnelles de politique monétaire. Revue d'économie financière, pp. 237-260. <https://doi.org/DOI.10.3917/ecofi.104.0237>
110. Spiegel, M. M. (2006). Did quantitative easing by the Bank of Japan" work"? 1-4. FRBSF Economic Letter. Retrieved from <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2006/october/did-quantitative-easing-by-the-bank-of-japan-work/el2006-28.pdf>
111. Stefan, H., Romanos, P., & Vogel, L. (2019,). The macroeconomic effects of quantitative easing in the euro area: Evidence from an estimated DSGE model. Journal of Economic Dynamics and Control, 103756(108), pp. 1-31. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jedc.2019.103756>
112. Tobias, A., Karin , K., & Dina, M. (2010). Federal Reserve's Commercial Paper Funding Facility. pp. 1-38. Retrieved from https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr423.pdf
113. Tymoigne, E. (2021). even Replies to the Critiques of Modern Money Theory. Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper Series n°996. Retrieved from https://www.econstor.eu/bitstream/10419/249784/1/wp_996.pdf
114. Ugai, H. (2007). Effects of the quantitative easing policy: A survey of empirical analyses 1)25). Monetary and economic studies-Bank of Japan. Retrieved from https://www.academia.edu/download/38495023/Quantitative_Easing.pdf
115. Verbeek, M. (2004). A guide to modern econometrics. England: John Wiley & Sons Ltd.
116. Vladimir, K., Phil, D. I., & al. (2009, November 4). Imf staff position notes. Unconventional Choices for Unconventional Times Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies. IMF.

- Retrieved from <https://www.imf.org/-/media/Websites/IMF/imported-full-text-pdf/external/pubs/ft/spn/2009/spn0927.ashx>
117. Vladimir, K., Phil, d. I., & Krishna, S. (2009). Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies. Imf staff Position Note, 027. Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0927.pdf>
118. Weale, M., & Wieladek, T. (2016). What are the macroeconomic effects of asset purchases? Journal of monetary Economics, 79, pp. 81-93. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2016.03.010>
119. Wieland, V. (2010). Quantitative Easing: A Rationale and Some Evidence from Japan. NBER International Seminar on Macroeconomics, 6(1), pp. 354-366. Retrieved from <https://www.journals.uchicago.edu/doi/pdf/10.1086/648715>
120. Wood, R. (2014). Europe, USA and Japan: Recent Macroeconomic Policy Errors and a Way Forward. University of Queensland, School of Economics. Retrieved from <https://economics.uq.edu.au/files/46035/530.pdf>
121. Wray, L. R. (2011). Understanding modern money: How a sovereign currency works. Interdisciplinary Workshop on Money, pp. 1-29. Retrieved from https://www.levyinstitute.org/pubs/Wray_Understanding_Modern.pdf
122. Wray, L. R. (2016). Taxes are for redemption, not spending. World Economic Review, 7, pp. 3-77. Retrieved from <http://wer.worldeconomicsassociation.org/files/WEA-WER-7-Wray.pdf>
123. Wray, L. R. (2019). Alternative Paths to Modern Money Theory. Real World Economics Review, 88(1), pp. 5-22. Retrieved from https://www.researchgate.net/profile/Trond-Andresen-3/publication/336261571_Initiating_a_parallel_electronic_currency_in_a_eurocrisis_country_-_why_it_would_work/links/5d973c8c458515c1d393d8d2/Initiating-a-parallel-electronic-currency-in-a-eurocrisis-country-why-it-would-work.pdf#page=5
124. Wray, L. R. (2020). Sovereign Currency and Non-Sovereign Budgets: The Modern Money Theory Approach. Public Budgeting & Finance, 40(3), pp. 26-24. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/pbaf.12251>
125. Wu, J. C., & Fan Dora, X. (2016). Measuring the macroeconomic impact of monetary policy at the zero lower bound. Journal of Money, Credit and Banking, 48(2-3), pp. 253-291. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/jmcb.12300>
126. Xavier, B., & Christian, D. (2005). Monnaie, Banque, Financement. Paris, France: Dalloz.

الملاحق

الملحق رقم (1) نتائج تقدير معادلات نموذج سانت لويس بمنهجية ARDL

نتائج تقدير دالة الطلب الكلي

Dependent Variable: YC
 Method: ARDL
 Date: 02/13/22 Time: 21:42
 Sample (adjusted): 2004Q1 2020Q4
 Included observations: 68 after adjustments
 Maximum dependent lags: 1 (Automatic selection)
 Model selection method: Adjusted R-squared
 Dynamic regressors (4 lags, automatic): MC EC
 Fixed regressors: C
 Number of models evaluated: 25
 Selected Model: ARDL(1, 4, 0)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
YC(-1)	0.819505	0.074390	11.01637	0.0000
MC	-0.037849	0.085060	-0.444965	0.6579
MC(-1)	-0.018485	0.084153	-0.219664	0.8269
MC(-2)	-0.131015	0.093960	-1.394377	0.1683
MC(-3)	0.077121	0.081449	0.946862	0.3475
MC(-4)	0.208676	0.080971	2.577162	0.0124
EC	0.159439	0.197513	0.807229	0.4227
C	-0.183957	0.436530	-0.421407	0.6750
R-squared	0.703772	Mean dependent var		1.887235
Adjusted R-squared	0.669212	S.D. dependent var		2.390045
S.E. of regression	1.374615	Akaike info criterion		3.584355
Sum squared resid	113.3739	Schwarz criterion		3.845473
Log likelihood	-113.8681	Hannan-Quinn criter.		3.687818
F-statistic	20.36380	Durbin-Watson stat		1.837187
Prob(F-statistic)	0.000000			

نتائج تقدير دالة الأسعار

Dependent Variable: PC
 Method: ARDL
 Date: 02/13/22 Time: 21:42
 Sample (adjusted): 2003Q3 2020Q4
 Included observations: 70 after adjustments
 Maximum dependent lags: 1 (Automatic selection)
 Model selection method: Adjusted R-squared
 Dynamic regressors (4 lags, automatic): DD
 Fixed regressors: C
 Number of models evaluated: 5
 Selected Model: ARDL(1, 2)
 Note: final equation sample is larger than selection sample

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
PC(-1)	0.784474	0.075743	10.35703	0.0000
DD	-0.607347	0.477138	-1.272897	0.2076
DD(-1)	-0.249244	0.677069	-0.368121	0.7140
DD(-2)	0.767689	0.479118	1.602296	0.1139
C	0.363369	0.275753	1.317737	0.1922
R-squared	0.651051	Mean dependent var		1.301635
Adjusted R-squared	0.629578	S.D. dependent var		2.046696
S.E. of regression	1.245667	Akaike info criterion		3.345968
Sum squared resid	100.8596	Schwarz criterion		3.506575
Log likelihood	-112.1089	Hannan-Quinn criter.		3.409763
F-statistic	30.31845	Durbin-Watson stat		1.840566
Prob(F-statistic)	0.000000			

نتائج تقدير دالة أسعار الفائدة -

Dependent Variable: R
 Method: ARDL
 Date: 02/13/22 Time: 21:42
 Sample (adjusted): 2004Q1 2020Q4
 Included observations: 68 after adjustments
 Maximum dependent lags: 1 (Automatic selection)
 Model selection method: Adjusted R-squared
 Dynamic regressors (4 lags, automatic): MC XC PC
 Fixed regressors: C
 Number of models evaluated: 125
 Selected Model: ARDL(1, 4, 0, 0)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
R(-1)	0.765101	0.090247	8.477807	0.0000
MC	-0.011418	0.042187	-0.270661	0.7876
MC(-1)	0.031816	0.042296	0.752228	0.4549
MC(-2)	-0.053182	0.048210	-1.103134	0.2744
MC(-3)	-0.039692	0.042043	-0.944065	0.3490
MC(-4)	0.092360	0.041549	2.222954	0.0301
XC	0.072085	0.257736	0.279684	0.7807
PC	-0.044642	0.043635	-1.023083	0.3104
C	0.473396	0.359384	1.317243	0.1929
R-squared	0.591127	Mean dependent var		2.253987
Adjusted R-squared	0.535687	S.D. dependent var		1.013872
S.E. of regression	0.690858	Akaike info criterion		2.220971
Sum squared resid	28.15981	Schwarz criterion		2.514729
Log likelihood	-66.51302	Hannan-Quinn criter.		2.337367
F-statistic	10.66239	Durbin-Watson stat		2.133979
Prob(F-statistic)	0.000000			

نتائج تقدير دالة البطالة -

Dependent Variable: UC
 Method: ARDL
 Date: 02/13/22 Time: 21:43
 Sample (adjusted): 2004Q1 2020Q4
 Included observations: 68 after adjustments
 Maximum dependent lags: 4 (Automatic selection)
 Model selection method: Adjusted R-squared
 Dynamic regressors (4 lags, automatic): G
 Fixed regressors: C @TREND
 Number of models evaluated: 20
 Selected Model: ARDL(4, 2)
 HAC standard errors & covariance (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 4.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
UC(-1)	1.433843	0.098877	14.50133	0.0000
UC(-2)	-0.604550	0.155923	-3.877233	0.0003
UC(-3)	-0.008349	0.131167	-0.063655	0.9495
UC(-4)	0.102713	0.068756	1.493864	0.1405
G	-0.679328	0.234940	-2.891501	0.0054
G(-1)	0.846766	0.356978	2.372038	0.0210
G(-2)	-0.210174	0.180385	-1.165143	0.2487
C	0.604920	0.193851	3.120546	0.0028
@TREND	0.005914	0.002117	2.794141	0.0070
R-squared	0.992249	Mean dependent var		12.14007
Adjusted R-squared	0.991198	S.D. dependent var		2.562967
S.E. of regression	0.240461	Akaike info criterion		0.110221
Sum squared resid	3.411480	Schwarz criterion		0.403980
Log likelihood	5.252475	Hannan-Quinn criter.		0.226617
F-statistic	944.0618	Durbin-Watson stat		1.877887
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم (2): نتائج اختبارات سارجن لصلاحية الأدوات

نتائج اختبارات سارجن بالنسبة لدالة الطلب الكلي

Dependent Variable: YC
 Method: Two-Stage Least Squares
 Date: 02/13/22 Time: 21:43
 Sample (adjusted): 2004Q1 2020Q4
 Included observations: 68 after adjustments
 $YC = C(1)*YC(-1) + C(2)*MC + C(3)*MC(-1) + C(4)*MC(-2) + C(5)*MC(-3) + C(6)*MC(-4) + C(7)*EC + C(8)$
 Instrument specification: XF MC MC(-1) MC(-2) MC(-3) MC(-4) EC YC(-1)
 PC(-1) R(-1) UC(-1) UC(-2) UC(-3) UC(-4) G(-1) G(-2) @TREND
 Constant added to instrument list

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.819505	0.074390	11.01637	0.0000
C(2)	-0.037849	0.085060	-0.444965	0.6579
C(3)	-0.018485	0.084153	-0.219664	0.8269
C(4)	-0.131015	0.093960	-1.394377	0.1683
C(5)	0.077121	0.081449	0.946862	0.3475
C(6)	0.208676	0.080971	2.577162	0.0124
C(7)	0.159439	0.197513	0.807229	0.4227
C(8)	-0.183957	0.436530	-0.421407	0.6750
R-squared	0.703772	Mean dependent var		1.887235
Adjusted R-squared	0.669212	S.D. dependent var		2.390045
S.E. of regression	1.374615	Sum squared resid		113.3739
Durbin-Watson stat	1.837187	J-statistic		8.334037
Instrument rank	18	Prob(J-statistic)		0.596244

نتائج اختبارات سارجن بالنسبة لدالة الأسعار

Dependent Variable: PC
 Method: Two-Stage Least Squares
 Date: 02/13/22 Time: 21:43
 Sample (adjusted): 2004Q1 2020Q4
 Included observations: 68 after adjustments
 $PC = C(1)*PC(-1) + C(2)*DD + C(3)*DD(-1) + C(4)*DD(-2) + C(5)$
 Instrument specification: XF MC MC(-1) MC(-2) MC(-3) MC(-4) EC YC(-1)
 PC(-1) R(-1) UC(-1) UC(-2) UC(-3) UC(-4) G(-1) G(-2) @TREND
 Constant added to instrument list

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.778791	0.081765	9.524732	0.0000
C(2)	-0.170699	1.405492	-0.121451	0.9037
C(3)	-0.114549	2.609713	-0.043893	0.9651
C(4)	0.077979	1.475326	0.052856	0.9580
C(5)	0.477208	0.301523	1.582662	0.1185
R-squared	0.632431	Mean dependent var		1.281688
Adjusted R-squared	0.609093	S.D. dependent var		2.073611
S.E. of regression	1.296474	Sum squared resid		105.8932
Durbin-Watson stat	1.799013	J-statistic		12.07290
Instrument rank	18	Prob(J-statistic)		0.521675

نتائج اختبارات سارجن بالنسبة لدالة أسعار الفائدة

Dependent Variable: R
Method: Two-Stage Least Squares
Date: 02/13/22 Time: 21:43
Sample (adjusted): 2004Q1 2020Q4
Included observations: 68 after adjustments
 $R = C(1)*R(-1) + C(2)*MC + C(3)*MC(-1) + C(4)*MC(-2) + C(5)*MC(-3) + C(6)*MC(-4) + C(7)*XC + C(8)*PC + C(9)$
Instrument specification: XF MC MC(-1) MC(-2) MC(-3) MC(-4) EC YC(-1) PC(-1) R(-1) UC(-1) UC(-2) UC(-3) UC(-4) G(-1) G(-2)
Constant added to instrument list

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.736162	0.093385	7.883118	0.0000
C(2)	-0.014911	0.042513	-0.350725	0.7270
C(3)	0.030743	0.042618	0.721353	0.4735
C(4)	-0.045879	0.049269	-0.931202	0.3555
C(5)	-0.030998	0.042683	-0.726241	0.4706
C(6)	0.096639	0.041994	2.301276	0.0249
C(7)	-0.153145	0.304215	-0.503411	0.6165
C(8)	-0.034765	0.057041	-0.609463	0.5446
C(9)	0.668302	0.378540	1.765471	0.0827
R-squared	0.585830	Mean dependent var		2.253987
Adjusted R-squared	0.529672	S.D. dependent var		1.013872
S.E. of regression	0.695318	Sum squared resid		28.52460
Durbin-Watson stat	2.081673	J-statistic		13.85299
Instrument rank	17	Prob(J-statistic)		0.085679

نتائج اختبارات سارجن بالنسبة لدالة البطالة

Dependent Variable: UC
Method: Two-Stage Least Squares
Date: 02/13/22 Time: 21:43
Sample (adjusted): 2004Q1 2020Q4
Included observations: 68 after adjustments
 $UC = C(1)*UC(-1) + C(2)*UC(-2) + C(3)*UC(-3) + C(4)*UC(-4) + C(5)*G + C(6)*G(-1) + C(7)*G(-2) + C(8) + C(9)*@TREND$
Instrument specification: XF MC MC(-1) MC(-2) MC(-3) MC(-4) EC YC(-1) PC(-1) R(-1) UC(-1) UC(-2) UC(-3) UC(-4) G(-1) G(-2) @TREND
Constant added to instrument list

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	1.434344	0.116864	12.27357	0.0000
C(2)	-0.616092	0.210076	-2.932717	0.0048
C(3)	0.046474	0.206406	0.225157	0.8226
C(4)	0.059945	0.106442	0.563174	0.5755
C(5)	-1.036530	0.262356	-3.950857	0.0002
C(6)	1.382925	0.416674	3.318959	0.0016
C(7)	-0.424251	0.208647	-2.033345	0.0465
C(8)	0.590690	0.214251	2.757003	0.0078
C(9)	0.006083	0.002260	2.691103	0.0093
R-squared	0.991737	Mean dependent var		12.14007
Adjusted R-squared	0.990616	S.D. dependent var		2.562967
S.E. of regression	0.248276	Sum squared resid		3.636828
Durbin-Watson stat	1.733275	J-statistic		7.912171
Instrument rank	18	Prob(J-statistic)		0.543021

الملحق رقم (3): نتائج تقدير نموذج سانت لويس المعدل بطريقة 2SLS

System: STLOIUS
 Estimation Method: Two-Stage Least Squares
 Date: 02/13/22 Time: 21:43
 Sample: 2004Q1 2020Q4
 Included observations: 68
 Total system (balanced) observations 272

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.819505	0.074390	11.01637	0.0000
C(2)	-0.037849	0.085060	-0.444965	0.6567
C(3)	-0.018485	0.084153	-0.219664	0.8263
C(4)	-0.131015	0.093960	-1.394377	0.1645
C(5)	0.077121	0.081449	0.946862	0.3447
C(6)	0.208676	0.080971	2.577162	0.0106
C(7)	0.159439	0.197513	0.807229	0.4203
C(8)	-0.183957	0.436530	-0.421407	0.6738
C(9)	0.778791	0.081765	9.524732	0.0000
C(10)	-0.170699	1.405492	-0.121451	0.9034
C(11)	-0.114549	2.609713	-0.043893	0.9650
C(12)	0.077979	1.475326	0.052856	0.9579
C(13)	0.477208	0.301523	1.582662	0.1148
C(14)	0.756745	0.092396	8.190247	0.0000
C(15)	-0.013686	0.042299	-0.323552	0.7466
C(16)	0.030457	0.042407	0.718202	0.4733
C(17)	-0.052599	0.048919	-1.075223	0.2834
C(18)	-0.036610	0.042386	-0.863734	0.3886
C(19)	0.095858	0.041785	2.294099	0.0226
C(20)	0.001272	0.293484	0.004336	0.9965
C(21)	-0.054421	0.055969	-0.972350	0.3319
C(22)	0.553261	0.372595	1.484886	0.1389
C(23)	1.434344	0.116864	12.27357	0.0000
C(24)	-0.616092	0.210076	-2.932717	0.0037
C(25)	0.046474	0.206406	0.225157	0.8220
C(26)	0.059945	0.106442	0.563174	0.5738
C(27)	-1.036530	0.262356	-3.950857	0.0001
C(28)	1.382925	0.416674	3.318959	0.0010
C(29)	-0.424251	0.208647	-2.033345	0.0431
C(30)	0.590690	0.214251	2.757003	0.0063
C(31)	0.006083	0.002260	2.691103	0.0076

Determinant residual covariance 0.008230

Equation: $YC = C(1)*YC(-1) + C(2)*MC + C(3)*MC(-1) + C(4)*MC(-2) + C(5)*MC(-3) + C(6)*MC(-4) + C(7)*EC + C(8)$

Instruments: XF MC MC(-1) MC(-2) MC(-3) MC(-4) EC YC(-1) PC(-1) R(-1) UC(-1) UC(-2) UC(-3) UC(-4) G(-1) G(-2) @TREND C

Observations: 68

R-squared	0.703772	Mean dependent var	1.887235
Adjusted R-squared	0.669212	S.D. dependent var	2.390045
S.E. of regression	1.374615	Sum squared resid	113.3739
Durbin-Watson stat	1.837187		

Equation: $PC = C(9)*PC(-1) + C(10)*DD + C(11)*DD(-1) + C(12)*DD(-2) + C(13)$

Instruments: XF MC MC(-1) MC(-2) MC(-3) MC(-4) EC YC(-1) PC(-1) R(-1) UC(-1) UC(-2) UC(-3) UC(-4) G(-1) G(-2) @TREND C

Observations: 68

R-squared	0.632431	Mean dependent var	1.281688
Adjusted R-squared	0.609093	S.D. dependent var	2.073611
S.E. of regression	1.296474	Sum squared resid	105.8932
Durbin-Watson stat	1.799013		

Equation: $R = C(14)*R(-1) + C(15)*MC + C(16)*MC(-1) + C(17)*MC(-2) + C(18)*MC(-3) + C(19)*MC(-4) + C(20)*XC + C(21)*PC + C(22)$

Instruments: XF MC MC(-1) MC(-2) MC(-3) MC(-4) EC YC(-1) PC(-1) R(-1) UC(-1) UC(-2) UC(-3) UC(-4) G(-1) G(-2) @TREND C

Observations: 68

R-squared	0.589912	Mean dependent var	2.253987
Adjusted R-squared	0.534306	S.D. dependent var	1.013872
S.E. of regression	0.691884	Sum squared resid	28.24352
Durbin-Watson stat	2.114086		

Equation: $UC = C(23)*UC(-1) + C(24)*UC(-2) + C(25)*UC(-3) + C(26)*UC(-4) + C(27)*G + C(28)*G(-1) + C(29)*G(-2) + C(30) + C(31)*@TREND$

Instruments: XF MC MC(-1) MC(-2) MC(-3) MC(-4) EC YC(-1) PC(-1) R(-1) UC(-1) UC(-2) UC(-3) UC(-4) G(-1) G(-2) @TREND C

Observations: 68

R-squared	0.991737	Mean dependent var	12.14007
Adjusted R-squared	0.990616	S.D. dependent var	2.562967
S.E. of regression	0.248276	Sum squared resid	3.636828
Durbin-Watson stat	1.733275		

المصدر: مخرجات Eviews10

الملحق رقم (4): المتغيرات المدرجة في التقدير

	2003Q1	2003Q2	2003Q3	2003Q4	2004Q1	2004Q2	2004Q3	2004Q4
DD	1.59	2.183333	1.546667	1.366667	1.083333	0.766667	0.886667	0.733333
EC	0.838615	0.831641	0.824781	0.818034	0.184155	0.183817	0.18348	0.183143
G	-0.67989	0.001902	0.666677	1.316581	1.298704	1.285207	1.275125	1.26677
MC	1.631412	8.10774	3.749843	6.666667	5.082626	6.009017	-1.2793	6.979149
PC	2.082683	2.040193	1.999401	1.960209	3.061908	2.970941	2.885222	2.804312
R	3.18	3.133333	2.523333	2.11	1.885	1.84	1.76	1.09
UC	25.35	24.81	24.27	23.72	22.2	20.69	19.17	17.65
XC	0.75	0.744417	0.738916	0.733496	1.4	1.380671	1.361868	1.34357
XF	4.11E+12	4.17E+12	4.22E+12	4.28E+12	4.34E+12	4.40E+12	4.46E+12	4.52E+12
YC	4.032347	3.876051	3.73142	3.597193	4.268606	4.093856	3.93285	3.78403

	2005Q1	2005Q2	2005Q3	2005Q4	2006Q1	2006Q2	2006Q3	2006Q4
DD	0.733333	0.63	0.643333	1	2.24	2.28	2.2	1.853333
EC	-0.47672	-0.47901	-0.48131	-0.48364	1.556695	1.532834	1.509693	1.48724
G	0.795625	0.332654	-0.12603	-0.58438	-0.44581	-0.32798	-0.23295	-0.16253
MC	1.365979	4.478134	2.041189	2.861913	4.260376	3.533107	1.490133	4.187831
PC	4.031338	3.875118	3.730555	3.59639	2.636676	2.568941	2.5046	2.443402
R	1.09	1.09	1.486667	2.036667	1.946667	2.153333	1.993333	2.113333
UC	17.06	16.46	15.87	15.27	14.52	13.77	13.02	12.27
XC	1.8	1.768173	1.737452	1.70778	1.075	1.063567	1.052374	1.041414
XF	4.58E+12	4.64E+12	4.70E+12	4.76E+12	4.82E+12	4.87E+12	4.93E+12	4.98E+12
YC	5.744337	5.432288	5.152395	4.899931	3.10644	3.012847	2.92473	2.84162

	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4
DD	2.15	1.08	0.355	0.25	0.823333	0.186667	0.116667	0.21
EC	0.426765	0.424951	0.423153	0.42137	3.022492	2.933818	2.850198	2.771213
G	-0.55862	-0.97335	-1.40845	-1.86507	-1.36267	-0.89832	-0.46913	-0.0718
MC	1.112155	5.070189	-0.63098	3.215798	2.665859	2.34242	9.421367	1.990393
PC	1.598834	1.573674	1.549293	1.525656	3.827645	3.686538	3.555464	3.433391
R	2.893333	3.063333	3.28	3.293333	3.356667	3.343333	3.166667	3.19435
UC	12.65	13.03	13.41	13.79	13.17	12.56	11.95	11.33
XC	1.475	1.45356	1.432734	1.412497	0.421122	0.419356	0.417605	0.415868
XF	5.04E+12	5.09E+12	5.14E+12	5.19E+12	5.24E+12	5.28E+12	5.33E+12	5.37E+12
YC	2.503196	2.442067	2.383851	2.328347	4.519506	4.324079	4.144853	3.979892

	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4
DD	0.763333	0.55	1.1	0.41	0.393333	0.306667	0.3	0.253333
EC	2.11874	2.074781	2.032609	1.992117	1.448524	1.427842	1.407741	1.388199
G	-0.129	-0.20503	-0.29707	-0.40231	-0.29278	-0.19346	-0.10103	-0.01215
MC	7.428605	3.890338	6.741453	4.575785	5.315127	0.507414	4.828501	-1.39017
PC	-2.7904	-2.8705	-2.95534	-3.04534	4.029995	3.873878	3.729405	3.595321
R	3.537933	3.617633	3.684287	3.873963	3.721067	3.594733	3.091807	2.476667
UC	11.04	10.75	10.45	10.16	10.11	10.06	10.01	9.96
XC	0.843219	0.836168	0.829234	0.822415	0.590034	0.586573	0.583152	0.579771
XF	5.41E+12	5.45E+12	5.49E+12	5.53E+12	5.57E+12	5.61E+12	5.65E+12	5.69E+12
YC	-2.43505	-2.49582	-2.55971	-2.62695	5.075074	4.82995	4.607415	4.404482

	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
DD	0.226667	0.22	0.193333	0.206667	0.45	0.576667	0.623333	0.306667
EC	2.4375	2.3795	2.324195	2.271404	0.7	0.695134	0.690336	0.685603
G	0.243753	0.500387	0.760723	1.027312	0.808149	0.605281	0.419511	0.251245
MC	0.265333	3.075245	1.186345	2.736613	2.909328	4.595322	2.905841	5.161219
PC	4.557003	4.358391	4.176369	4.00894	1.864584	1.830454	1.79755	1.765809
R	2.379317	1.107573	4	1.0625	0.765625	0.765625	0.46875	0.390625
UC	9.96	9.96	9.96	9.96	10.21	10.47	10.72	10.97
XC	0.408061	0.406403	0.404758	0.403126	0.904026	0.895927	0.887971	0.880156
XF	5.72E+12	5.76E+12	5.80E+12	5.84E+12	5.88E+12	5.92E+12	5.96E+12	6.00E+12
YC	5.415132	5.136959	4.885969	4.658363	2.777092	2.702054	2.630964	2.563519

	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
DD	0.29	0.226667	0.236667	0.236667	0.233333	0.263333	0.306667	0.346667
EC	0.2	0.199601	0.199203	0.198807	0.275	0.274246	0.273496	0.27275
G	0.265706	0.295355	0.339943	0.399035	0.312504	0.241386	0.184634	0.141072
MC	2.977598	5.496793	6.472506	5.977319	0.982638	2.997337	0.644153	2.92326
PC	-0.02333	-0.02333	-0.02334	-0.02334	-0.07515	-0.0752	-0.07526	-0.07532
R	0.3125	1.929887	2.0281	2.029407	2.050133	2.33493	2.41383	2.142927
UC	10.68	10.4	10.11	9.82	9.82	10.21	10.6	10.91
XC	0.705771	0.700824	0.695947	0.691137	0.847733	0.840607	0.833599	0.826708
XF	6.05E+12	6.09E+12	6.14E+12	6.18E+12	6.23E+12	6.28E+12	6.33E+12	6.38E+12
YC	0.675988	0.671449	0.666971	0.662552	0.872032	0.864493	0.857084	0.8498

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
DD	0.39	0.466667	0.536667	0.596667	0.693333	1.07	1.466667	1.55
EC	0.775	0.76904	0.763171	0.757391	0.325	0.323947	0.322901	0.321862
G	0.228258	0.324176	0.427411	0.536392	0.383828	0.237361	0.094697	-0.04654
MC	-0.66684	4.430138	1.539914	5.228824	2.328524	4.072015	2.276922	-1.04773
PC	-1.61391	-1.64039	-1.66774	-1.69603	0.38722	0.385727	0.384244	0.382774
R	0.936533	0.914543	0.923483	0.88292	1.329617	0.71492	0.941017	2.193873
UC	11.21	11.21	11.21	10.56	9.91	10.21	10.5	11.39
XC	0.7	0.695134	0.690335	0.685602	0.95	0.94106	0.932287	0.923675
XF	6.43E+12	6.48E+12	6.53E+12	6.58E+12	6.63E+12	6.68E+12	6.74E+12	6.79E+12
YC	-0.74863	-0.75428	-0.76001	-0.76583	1.199611	1.185391	1.171504	1.157939

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
DD	1.55	1.55	1.77	2.113333	2.226667	2.276667	2.433333	2.5
EC	0.7	0.695134	0.690335	0.685602	0.575	0.571713	0.568463	0.565249
G	-0.19845	-0.35346	-0.51369	-0.681	-0.76492	-0.85973	-0.96594	-1.0835
MC	0.927389	0.94301	-0.67692	2.164982	-0.8135	1.421443	-1.90561	3.552326
PC	1.597664	1.57254	1.548194	1.52459	1.715734	1.686793	1.658813	1.631745
R	2.02059	2.469407	3.83412	3.826313	2.11541	1.973933	3.153893	3.73258
UC	12.28	12	11.71	11.75	11.78	11.82	11.85	11.89
XC	0.925	0.916522	0.908198	0.900024	0.8	0.793651	0.787402	0.78125
XF	6.84E+12	6.89E+12	6.95E+12	7.00E+12	7.05E+12	7.10E+12	7.14E+12	7.19E+12
YC	1.943433	1.906384	1.87072	1.836367	2.009608	1.970018	1.931958	1.895341

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
DD	2.696667	2.943333	2.976667	3	3	3	3	3
EC	0.475	0.472754	0.47053	0.468326	-0.075	-0.07506	-0.07511	-0.07517
G	-0.75962	-0.45085	-0.15522	0.129436	0.37635	0.616848	0.852653	1.085054
MC	0.691964	1.16409	2.750141	4.432172	2.283496	1.024044	2.954973	4.074125
PC	-0.11701	-0.11714	-0.11728	-0.11742	-1.37712	-1.39635	-1.41613	-1.43647
R	3.030937	2.356203	2.433643	2.918597	2.79488	2.392943	2.57506	2.949877
UC	11.87	11.85	11.83	11.81	12.07	12.32	12.58	12.83
XC	0.325	0.323947	0.322901	0.321862	0.35	0.348779	0.347567	0.346363
XF	7.24E+12	7.28E+12	7.33E+12	7.37E+12	7.42E+12	7.46E+12	7.51E+12	7.55E+12
YC	0.131824	0.13165	0.131477	0.131304	-2.58189	-2.65032	-2.72247	-2.79866

المصدر: الموقع الرسمي لصندوق النقد الدولي