



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة العربي بن مهيدي - أم البواقي -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

الموضوع:

فعالية سياسة التقييم وإشكالية الاستقرار النقري

وراسة حالة الجزائر خلال الفترة (2000-2014)

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم الثالث في العلوم الاقتصادية

تخصص: مالية وبنوك

إشراف الأستاذ الدكتور:

محمد جمار

إعداد الطالب:

عيسى جديات

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة	الجامعة	الصفة
د. جبار بوكشير	أستاذ محاضر - أ.	جامعة أم البواقي	رئيسا
أ.د. محمد جمام	أستاذ التعليم العالي	جامعة أم البواقي	مشرفا
أ.د. حسين بن طاهر	أستاذ التعليم العالي	جامعة عنشلة	عضوا
د. سمير آيت محي	أستاذ محاضر - أ.	جامعة تبسة	عضوا
د. فضيل رايس	أستاذ محاضر - أ.	جامعة تبسة	عضوا
د. احسين عثمانى	أستاذ محاضر - أ.	جامعة أم البواقي	عضوا

السنة الجامعية 2017 / 2018

إهداء

إلى ينبوع العطاء أيي ونبع العنان أيي؛

إلى الإخوة والأهل الأكارم؛

إلى الأصدقاء والأحبة الأفاضل؛

إلى الروح الطاهرة لمعلمي في مرحلة الابتدائي؛

إلى أحرار الأمة شهداء الوطن وشهداء فلسطين؛

إلى كل طالب للعلم من أجل العلم؛

عرفان وشكر

هذا العمل لم يقدم لنيل الشهادة على وجه الخصوص، وهو ثمرة مجهود شخصي استغرق عدة سنوات، فأسال الله العظيم أن يكون خالصا لوجهه ولا لأحد غيره فيه مثقال ذرة، وأن يكون صدقة جارية في حياتنا ومماتنا، خير أنبي سألني مدينا بالكثير من الأفكار والتوجيهات إلى العديد من الأشخاص، أذكر من بينهم الباحثين الذين ترددت أسماؤهم في قائمة المراجع، و الأستاذ المشرف: الأستاذ الدكتور محمود جمام، كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر إلى السادة أعضاء اللجنة على صرف جزء من وقتهم الثمين في سبيل مناقشة وإثراء هذه الأطروحة.

كما أتقدم بخالص شكري ومعظيم امتناني إلى أستاذتي أسماء خير الدين التي تحملت عناء التنقيح اللغوي للأطروحة بكافة أجزائها، وكذلك الأستاذين: د. فضيل رايس ود. سمير آيت يحيى على ناصحهما القيمة التي مكنتني من إخراج الأطروحة في شكلها النهائي، وإلى كل من قدم لي يد العون والنصح وساعدني ولو بكلمة، والحمد لله من قبل ومن بعد.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات.....	أ- و
فهرس الجداول.....	ز- ح
فهرس الأشكال.....	ط
فهرس الملاحق.....	ي
المقدمة.....	14-01
الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التقييم النقدي.....	78-15
المبحث الأول: المضامين النقدية للسياسة التقييمية.....	16
المطلب الأول: مفهوم سياسة التقييم النقدي.....	16
1- تعريف سياسة التقييم النقدي.....	16
2- سياسة التقييم في ظل تباين الوضع النقدي السائد.....	18
3- الدليل المحدد للوضع النقدي السائد.....	19
المطلب الثاني: قياس درجة ممارسة سياسة التقييم النقدي.....	22
1- المؤشر الضيق لسياسة التقييم النقدي.....	22
2- المؤشر الواسع لسياسة التقييم النقدي.....	27
المطلب الثالث: تقييم سياسة التقييم النقدي.....	29
1- فوائد ومضار سياسة التقييم النقدي.....	29
2- معيقات سياسة التقييم النقدي.....	34
المبحث الثاني: أدوات سياسة التقييم النقدي.....	36
المطلب الأول: مبدأ عمل الأدوات التقييمية وتقسيماتها.....	36
1- التقسيم على أساس طبيعة الأداة.....	36
2- التقسيم على أساس الخيار التطبيقي للسياسة التقييمية.....	41
المطلب الثاني: المفاضلة بين الأدوات التقييمية.....	43
1- محاسن ومثالب أدوات التقييم السوقية.....	41
2- محاسن ومثالب أدوات التقييم غير السوقية.....	47

المطلب الثالث: الإجراءات المساعدة لسياسة التعقيم النقدي.....	52
1- نطاقات أوسع لأسعار الصرف.....	52
2- الرقابة على تدفق الرساميل.....	54
3- سياسة مالية صارمة.....	59
المبحث الثالث: تكاليف سياسة التعقيم النقدي وإشكالية استدامتها.....	60
المطلب الأول: محددات تكاليف السياسة التعقيمية.....	60
1- المحددات الرئيسية للتكلفة.....	60
2- المحددات الثانوية للتكلفة.....	62
المطلب الثاني: آليات دعم استدامة السياسة التعقيمية.....	65
1- آلية التسنيذ الجزئي للاحتياطيات الرسمية (securitized reserves).....	65
2- التنسيق بين البنك المركزي وخزينة الدولة.....	67
3- القمع المالي ذو الحدين (two-edge financial repression).....	70
المطلب الثالث: الصيغة الكمية المحددة لشرط استمرارية السياسة التعقيمية.....	72
خلاصة الفصل.....	77
الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي.....	131-79
المبحث الأول: إشكالية ومحددات الاستقرار على المستوى النقدي.....	79
المطلب الأول: تفسير علاقات التداخل بين محددات الاستقرار النقدي.....	80
المطلب الثاني: إشكالية التناقض وحدود إمكانية التنسيق.....	83
المطلب الثالث: إشكالية الاستقرار والاستقلال النقديين في ظل تنامي مفهوم العولمة.....	89
1- كوكبة التضخم.....	89
2- عدم توازن أرصدة وآجال استحقاق العملات الأجنبية.....	91
3- التوقف المفاجئ لحركة الرساميل (Sudden Stop).....	93
المبحث الثاني: تباين ركائز برامج الاستقرار النقدي.....	96
المطلب الأول: برنامج الاستقرار المرتكز على سعر الصرف مقابل نظيره المرتكز على الأساس النقدي.....	97
1- برنامج الاستقرار المرتكز على سعر الصرف.....	98

100.....	2- برنامج الاستقرار المرتكز على النقد
102.....	3- جوهر المفاضلة بين البرنامجين
103.....	المطلب الثاني: سياسة الاستهداف المباشر للتضخم
103.....	1- مفهوم الاستهداف المباشر للتضخم
104.....	2- مميزات الاستهداف المباشر للتضخم
107.....	المطلب الثالث: برامج استقرار بركائز أخرى
107.....	1- برنامج استقرار بمرتكز ضمني
108.....	2- برنامج استقرار مرتكز على النقد مع تنضيق أولي
110.....	3- مناهج استهداف التضخم الهجينة (Hybrid)
111.....	المبحث الثالث: الاستقرار النقدي في ظل الثلاثية المستحيلة بالتزامن وممارسة سياسة التعقيم
111.....	المطلب الأول: المنطق المفروض للثلاثية المستحيلة (trilemma)
112.....	1- المظهر الموحد للثلاثية المستحيلة (1870-1971):
113.....	2- تباين المظاهر المتبناة للثلاثية المستحيلة (بعد 1971)
118.....	المطلب الثاني: التدخل المعقم والتعدي على منطق الثلاثية المستحيلة
118.....	1- آلية تفادي المنطق الملزم للثلاثية المستحيلة
120.....	2- شرطي التوفيق الآبي بين أركان الثلاثية المستحيلة
124.....	المطلب الثالث: اهميار شرط التوفيق بين أركان الثلاثية المستحيلة والتحول إلى الثنائية المعضلة
124.....	1- اهميار شرط التوفيق بين أركان الثلاثية
126.....	2- الانتقال من الثلاثية المستحيلة إلى الثنائية المعضلة
130.....	خلاصة الفصل
132-184.....	الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على الاستقرار النقدي في الجزائر
132.....	المبحث الأول: ريعية الاقتصاد الجزائري وتداعياتها على الجانب الحقيقي والنقدي
133.....	المطلب الأول: تحليلات ريعية الاقتصاد الجزائري
133.....	1- هيمنة المحروقات على قطاع الصادرات
136.....	2- مدى اعتماد خزينة الدولة على الإيرادات النفطية

- المطلب الثاني: تداعيات ربيعة الاقتصاد الجزائري على الجانب الحقيقي.....138
- 1- التوليفة الخاصة بالقيمة المضافة لقطاعات الاقتصاد الوطني.....138
- 2- العمالة ونسب التشغيل حسب كل قطاع.....141
- المطلب الثالث: تداعيات ربيعة الاقتصاد الجزائري على الجانب النقدي.....144
- 1- عمليات تنقيد ريع النفط على مستوى السوق النقدي.....144
- 2- زوال وظيفة بنك الجزائر كملجأ أخير للإقراض.....145
- 3- تعيّر مركز بنك الجزائر من عارض للسيولة إلى طالب لها.....146
- المبحث الثاني: تطور المؤشرات ذات الدلالة النقدية.....147
- المطلب الأول: تطور الكتلة النقدية ومقابلاتها.....147
- المطلب الثاني: مؤشرات تنامي السيولة، معامل الاستقرار النقدي وسرعة دوران النقود.....151
- 1- مؤشرات تنامي السيولة.....151
- 2- معامل الاستقرار النقدي وسرعة دوران النقود.....155
- المطلب الثالث: تطور بعض المؤشرات الأخرى ذات العلاقة المباشرة بتدفقات ريع النفط.....156
- 1- كفاية الاحتياطيات الرسمية في الاقتصاد الجزائري.....156
- 2- غياب أثر المزاحمة (Crowding-out Effect).....159
- 3- مقدار العجز في موازنة الدولة.....160
- المبحث الثالث: تجليات برامج الاستقرار النقدي وحقيقة استهداف بنك الجزائر للتضخم...163
- المطلب الأول: تجليات برنامج الاستقرار المرتكز على النقد في سياسة بنك الجزائر.....163
- 1- المستويات المستهدفة والفعلية للمجموع النقدي بالمفهوم الواسع M2.....165
- 2- المستويات المستهدفة والفعلية للمجموع القرضي "قروض للاقتصاد".....166
- 3- المستويات المرجعية، الافتراضية والفعلية لسعر البرميل من البترول.....168
- المطلب الثاني: مصداقية نظام الصرف وتجليات برنامج الاستقرار المرتكز عليه.....170
- 1- فائض الطلب على العملة المحلية.....172
- 2- الخوف من التعويم أم من استنزاف الاحتياطيات الدولية.....174
- المطلب الثالث: مصداقية سياسة بنك الجزائر المتعلقة بالاستهداف المباشر للتضخم.....177

183.....	خاتمة الفصل:
254-185...	الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيميه لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر
186	المبحث الأول: ترسانة الأدوات التعقيميه المكيفه لاحتواء فوائض السيولة
186.....	المطلب الأول: حساب وتحليل وضع السيولة التراكمي المستقل
188.....	المطلب الثاني: تصنيف وتحليل آلية نشاط أدوات سياسة التعقيم النقدي في الجزائر
189.....	1- الأدوات التعقيميه القائمة على أساس السوق
191.....	2- الأدوات التعقيميه غير القائمة على أساس السوق
193.....	المطلب الثالث: المفاضلة بين أدوات سياسة التعقيم النقدي
196.....	1- المفاضلة بين الأدوات التعقيميه بناء على معدل النشاط السنوي
199.....	2- المفاضلة بين الأدوات التعقيميه من حيث معدل تكلفه تطبيقها
201.....	3- جدول المفاضلة بناء على جملة ميزات الأدوات التعقيميه
203...	المبحث الثاني: تقدير معامل ردة الفعل التعقيميه لبنك الجزائر وقدرته على استيعاب الصدمات
204.....	المطلب الأول: تحديد معامل التعقيم النقدي بالاعتماد على المؤشرات البسيطة
204.....	1- مؤشر <i>Lavigne</i> الأول
208.....	2- مؤشر <i>Lavigne</i> الثاني
210.....	3- مؤشرات الأخرى
211.....	المطلب الثاني: محاولة تقدير وظيفه ردة الفعل التعقيميه لبنك الجزائر
212.....	1- توصيف بيانات ومتغيرات الدراسة
213.....	2- المنهجية الأمثل لتقدير معادلة ردة الفعل التعقيميه الخاصه لبنك الجزائر
215.....	3- تقدير وتحليل نتائج معادلة ردة الفعل التعقيميه
220.....	المطلب الثالث: قياس مدى قدرة بنك الجزائر على استيعاب مختلف الصدمات الممكنة
221.....	1- توصيف متغيرات الدراسة
221.....	2- فحص دالة الارتباط الذاتي والكشف عن حضور <i>ARCH</i>
222.....	3- التحليل الإحصائي لمتغيرات الدراسة
223.....	4- تقدير وتحليل نموذج الانحدار الذاتي المعمم المشروط بعدم تجانس تباينات الأخطاء

المبحث الثالث: حدود فعالية واستدامة سياسة التعقيم النقدي في الجزائر.....	227
المطلب الأول: التدخل المعقم والاستقرار النقدي ضمن الإطار العام للثلاثية المستحيلة.....	227
1- قراءة نظرية لتموقع الاقتصاد الجزائري ضمن الإطار العام للثلاثية المستحيلة.....	228
2- تقدير نموذج التدخل المعقم وأثره على التوليفة التي ينشط في ظلها بنك الجزائر.....	229
المطلب الثاني: محاولة تقدير محددات استدامة سياسة التعقيم النقدي المطبقة من طرف بنك الجزائر... ..	236
1- توصيف المتغيرات الخاصة باستدامة سياسة التعقيم النقدي.....	238
2- تقدير شرط استمرارية السياسة التعقيمية بالمعنيين الضيق والواسع.....	239
3- تقدير درجة استقلالية السياسة النقدية.....	242
4- حساب النتيجة شبه المالية لبنك الجزائر.....	243
5- استدامة التوفيق بين ركني استقلالية السياسة النقدية واستقرار سعر الصرف.....	245
المطلب الثالث: سياسة التعقيم النقدي "القائمة على الحجز والاستثمار" كمقترح جديد على بنك الجزائر.....	247
1- جوهر السياسة التعقيمية المطبقة حاليا واقتراح البديل الأفضل.....	247
2- محاسن سياسة التعقيم النقدي القائمة على الحجز والاستثمار.....	250
3- مثالب سياسة التعقيم النقدي القائمة على الحجز والاستثمار.....	252
خلاصة الفصل.....	253
الخاتمة العامة.....	253-263
قائمة المراجع	264
قائمة الملاحق	276

فهرس الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
(1-1)	ميزانية البنك المركزي	20
(2-1)	قنوات انتقال أثر الأدوات التعقيمية على الأساس والمعروض النقديين	42
(1-3)	المؤشرات الدالة على هيمنة قطاع المحروقات في الاقتصاد الجزائري (2000-2014)	133
(2-3)	مساهمة القطاعات الأساسية في القيمة المضافة الإجمالية للنتاج المحلي (2000-2014)	139
(3-3)	تطور نسب التشغيل حسب القطاعات الأساسية (2001-2013)	142
(4-3)	قائم إعادة التمويل المقدم من بنك الجزائر إلى البنوك التجارية (1998-2014)	146
(5-3)	تطور الكتلة النقدية ($M2$) ومقابلاتها (2000-2014)	148
(6-3)	مؤشرات تنامي السيولة (2000-2014)	152
(7-3)	معامل الاستقرار النقدي وسرعة دوران النقود (2000-2014)	155
(8-3)	كفاية الاحتياطيات الرسمية في الاقتصاد الجزائري حسب مؤشر <i>Triffin</i> (2000-2014)	157
(9-3)	الاحتياطيات المثلى والفائضة حسب مؤشر <i>Triffin</i> (2000-2014)	158
(10-3)	تطور الوضع الخاص بخزينة الدولة (2000-2014)	161
(11-3)	المستويات المستهدفة والفعلية للمجموع النقدي $M2$ (2004-2014)	165
(12-3)	المستويات المستهدفة والفعلية للمجموع القرضي قروض للاقتصاد (2004-2014)	167
(13-3)	المستويات المرجعية، الافتراضية والفعلية لسعر البرميل من البترول (2005-2014)	168
(14-3)	رصيد ميزان المدفوعات وسعر الصرف الدينار مقابل عمليتي الدولار والبيورو (2000-2014)	172
(15-3)	تطور سلوك احتياطيات الصرف الرسمية وسعر الصرف الفعلي الحقيقي (2000-2014)	175
(16-3)	المعدلات الدالة على حقيقة سياسة استهداف التضخم في الجزائر (2000-2014)	178
(1-4)	وضع السيولة التراكمي المستقل (<i>ALP</i>) (2000-2014)	187
(2-4)	تطور النشاط التعقيمي للأدوات النقدية (2005-2014)	193

195	تطور النشاط التعقيمي لصندوق ضبط الإيرادات (2014-2000)	(3-4)
196	معدل استرجاع السيولة للأدوات النقدية (2014-2005)	(4-4)
198	معدل المبالغ المرحلة إلى صندوق ضبط الإيرادات ونسبتها إلى فائض السيولة (2014-2000)	(5-4)
200	المفاضلة بين الأدوات التعقيمية من حيث تكاليف تطبيقها (2014-2003)	(6-4)
201	المفاضلة بين الأدوات التعقيمية بالاعتماد على جملة من المميزات في آن واحد	(7-4)
205	حساب معامل التعقيم النقدي بالاعتماد على المؤشر <i>Lavigne</i> الأول	(8-4)
207	مقدار التعديل بين صافي الأصول الأجنبية والمحلية وانعكاسه على القاعدة النقدية	(9-4)
209	حساب معامل التعقيم النقدي بالاعتماد على المؤشر <i>Lavigne</i> الثاني	(10-4)
210	حساب معامل التعقيم النقدي بالاعتماد على حجم السيولة المعقم	(11-4)
213	ترجيح متغيرات الدراسة واستبعاد أثر الزيادة الاسمية	(12-4)
214	اختبار استقرارية متغيرات الدراسة (<i>Augmented Dickey-Fuller</i>)	(13-4)
219	قائم الكتلة النقدية مع استبعاد الأحجام المسترجعة	(14-4)
224	المفاضلة بين عائلة <i>ARCH</i>	(15-4)
233	اختبار استقرارية متغيرات التوليفة المختارة والتدخل المعقم	(16-4)
240	حساب سعر الفائدة المحلي (<i>i</i>) (2014-2005)	(17-4)
241	حساب محددات شرط استدامة سياسة التعقيم النقدي (2014-2005)	(18-4)
244	تقدير النتيجة شبه المالية لبنك الجزائر (2014-2005)	(19-4)
246	تقدير محددات استدامة التوفيق بين ركني استقلالية السياسة النقدية واستقرار سعر الصرف	(20-4)

فهرس الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
(1-2)	قنوات انتقال أثر سعر الفائدة على معدل التضخم في ظل نظام صرف عائم	85
(2-2)	قنوات انتقال أثر سعر الفائدة على معدل التضخم في ظل نظام صرف ثابت	85
(3-2)	الموازنة بين تغيرات معدل التضخم ونظيرتها المتعلقة بفجوة الإنتاج	87
(4-2)	التصنيفات الحديثة الخاصة بالتوقعات المفاجئة لتدفقات الرساميل	94
(5-2)	الإطار العام للثلاثية المستحيلة	112
(6-2)	تموقع عينات من الدول ضمن الإطار العام للثلاثية المستحيلة	115
(7-2)	تموقع الدول الآسيوية ذات الأسواق الصاعدة ضمن الإطار العام للثلاثية المستحيلة	116
(8-2)	سيرورة آلية التدخل المعقم على مستوى السوقين (سوق الصرف والنقد)	121
(1-3)	المتوسط الهندسي للحصص النسبية لهيكل صادرات الاقتصاد الجزائري (2005-2014)	134
(2-3)	هيكل الإيرادات العامة للدولة (2000-2014)	136
(3-3)	موجة الانتشار لأسعار البترول والودائع الجارية لدى البنوك (2000-2014)	145
(4-3)	نمو الكتلة النقدية (M2) ومقابلها المحلي والأجنبي (2000-2014)	150
(5-3)	انحراف المعدلات الفعلية للكتلة النقدية M2 عن مجالها المستهدف (2004-2014)	165
(6-3)	انحراف المعدلات الفعلية للمجموع القرضي (قروض للاقتصاد) عن مجالها المستهدف (2004-2014)	167
(7-3)	تباين مستويات الأسعار المعتمدة لسعر اليرميل من البترول (2005-2014)	169
(1-4)	تطور البنود الرئيسية المتحركة في الوضع التراكمي المستقل للسيولة (2000-2014)	187
(2-4)	المبلغ الإجمالي المعقم ومساهمة كل أداة فيه (2005-2014)	197
(3-4)	سلسلي التغيرات الشهرية المتناظرة لصافي الأصليين الأجنبي والمحلي	218
(4-4)	سيرورة سلسلة البواقي القياسية المدعمة باختبار ARCH	222
(5-4)	مدى اهتمام الجزائر بعناصر الثلاثية المستحيلة خلال الفترة 2000-2014	231
(6-4)	تقدير نماذج التوليفات الثلاثة المتعلقة بالثلاثية المستحيلة (2000-2014)	232

فهرس الملاحق

الصفحة	العنوان	الرقم
276	اختبار سببية <i>Granger</i>	(01)
276	نموذج الانحدار الذاتي لمعادلة ردة الفعل التعقيمية لبنك الجزائر	(02)
277	اختبار سلامة فرضيات منهجية المربعات الصغرى العادية	(03)
278	بيان الارتباط الذاتي للبوامي المقدرة	(04)
278	التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة	(05)
279	تقدير نموذج <i>GARCH(1.1)</i> لفترتي الدراسة	(06)
280	ترجيح عناصر الثلاثية المستحيلة باستخدام الشكل الخطي	(07)
280	تحديد درجة الإبطاء المثلي	(08)
281	تقدير متجهة الانحدار الذاتي <i>VAR (2)</i>	(09)
282	جذور الوحدة للانحدار الذاتي <i>Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial</i>	(10)
282	تحليل دوال الاستجابة الدفعية وتجزئة التباين	(11)

المقدمة العامة

في ظل التوجه الصريح نحو الاندماج المالي العالمي، ظهر ما يعرف بـ كوكبة رأس المال لتوصيف التدفقات المالية التي تجاوزت الحواجز المحلية والفرق القومية لتعبر حدود القارات وتتخذ صفة العالمية، وهي طبعا تختلف من ناحية أحجامها، سرعتها، أهدافها ووجهتها التي ترغب أن تستقر عندها، كما أنها تدفع وتسحب تبعا لعدة عوامل لعل أبرزها فوارق أسعار الفائدة على الصعيد الدولي واختلاف أنظمة الصرف المتبعة، بالإضافة إلى تباين المناخ الاقتصادي والسوسيو-سياسي. وتعد عملية استقطاب تلك التدفقات (المستقرة منها) خصوصا بالنسبة إلى الدول النامية ذات أهمية قصوى، من أجل تحقيق قفزة نمو معتبرة قد لا تتيحها الموارد المحلية، غير أن ذلك لا ينفى ما تحمله في طياتها من إشكالات قد تؤدي بالاقتماد المضيف إلى الانهيار بعد الدخول في أزمة نتيجة فقدان عنصر الثقة فيه، أو أن تتوفر وجهة أكثر إغراء منه، أو غير ذلك من الأسباب التي تؤدي إلى تغيير وجهة تلك التدفقات.

لا يعد الجانب النقدي في منأى عن انعكاس سلوك تلك التدفقات، سواء تعلق الأمر بفترة ولوجها أو حتى خروجها، ففي الحالتين يتأثر بشكل مباشر، غير أن المعادلة التي تحدد استجابته لتلك الحوادث تتداخل فيها عدة عوامل تتعلق بالطرفين. وعلى الرغم من أن هناك شبه إجماع في الأوساط الاقتصادية على أن الخطر الأعظم يتمثل في هروب تلك التدفقات على نحو يؤدي إلى انهيار قيمة العملة ومن ثم احتمالية التوجه نحو أزمة اقتصادية شاملة، بيد أن هذا لا ينفى مثالب الحالة العكسية التي تحدث عند الاستمرار في استقبال الرساميل على نحو واسع ودون انعكاس ووجهتها على الأقل في الأجلين القصير والمتوسط، بل إن العديد من الدراسات الاقتصادية الحديثة أعطتها أهمية تتعدى نظيرتها المعطاة إلى سابقها، بحكم أن استلطاق تلك التدفقات يجعلها تتغلغل على مستوى الساحة النقدية بشكل يخولها القدرة على التأثير بالغا في محددات الاستقرار النقدي (معدل التضخم، سعر الفائدة والصرف)، كما أن إدارة السياسة النقدية تصبح مرهونة بالتغيرات المتواترة لتلك التدفقات خصوصا من ناحية ضبط العرض النقدي.

إن نفاذ أثر تلك الحركية الدولية إلى الساحة النقدية المحلية، أوجب البنوك المركزية خاصة تلك الناشطة على مستوى الأسواق الصاعدة - باعتبارها القبلة المفضلة للأموال الساخنة - على استحداث آليات تمكنها من تحييد تلك الانعكاسات، ولقد تمثلت أساسا في التوجه نحو أنظمة الصرف المرنة، الانضمام إلى

تكتلات نقدية قومية، أو انتهاج سياسات نقدية ومالية صارمة... غير أن خطة الدفاع الأولى تجسدت في ممارسة سياسة التعقيم النقدي الهادفة إلى تعطيل القنوات التي ينفذ من خلالها أثر تدفق الرساميل، والحيلولة دون انعكاس هذا الأخير على الأساس النقدي بعد تراكم الموجودات الأجنبية للبنك المركزي. وعلاوة على ذلك، فلقد مكنت هذه السياسة البلدان ذات الأسواق الصاعدة من التعدي على المنطق المفروض من قبل الثلاثية المستحيلة ولو كان ذلك في أجل قصير وتحت ظروف معينة فقط، وأدت بذلك إلى طرح العديد من التساؤلات حول التسليم بـحتمية النظرية بشكل مطلق، باعتبار أن تلك الدول استطاعت أن تحقق استقلالية نقدية مترامنة مع استقرار أسعار صرفها أثناء توجيهها نحو التكامل المالي العالمي.

على الرغم من المحاسن التي تقدمها سياسة التعقيم النقدي للبنك المركزي، خصوصاً فيما يتعلق بإدارة شؤونه النقدية على نحو مستقل تماماً عن حوادث تدفق الرساميل، إلا أنها في حقيقة الأمر، لا تمنحه سوى هامش مناورة محدد بفترة زمنية معينة؛ بحكم أن الاستمرار في ممارستها سيعمل على رفع أسعار الفائدة المحلية مؤدياً بذلك إلى أمرين أولهما؛ خلق حلقة مفرغة لحركية تلك التدفقات بعد جلب المزيد منها بمجرد تحرك أسعار الفائدة نحو الأعلى، وقد تساهم البنوك المحلية هي الأخرى في إحداث تلك الحلقة عند الدخول في لعبة الاقتراض من الخارج من أجل الاستفادة من فروق أسعار الفائدة والخاسر الأكبر فيها هو البنك المركزي، وبذلك تُعمر وتتلاشى فعالية التعقيم بتواتر وسرعة حركة التدفقات، أما الأمر الثاني؛ يتمثل في تراكم تكاليف تطبيق السياسة الناتجة عن دفعات أسعار الفائدة الواجبة التسديد إلى الأطراف الداخلة في العملية، وهي الوجه المعبر عن الإصدار النقدي بدون مقابل إذا لم تتم تغطيته بعوائد الاحتياطات المستثمرة في الخارج، وبهذا الشكل سوف تعمل على زعزعة الاستقرار النقدي بعدما كانت تصبو لخلاف ذلك.

وعلى غرار جل الاقتصادات النفطية، يعد الاقتصاد الجزائري قبلة غير مفضلة بالنسبة للتدفقات الرأسمالية على اختلاف أنواعها، وما الفوائض المحققة على مستوى ميزان مدفوعاته إلا نتاج تدفقات العملة الصعبة الناتجة عن صادرات قطاع المحروقات. فلا يختلف اثنان، على أن الاقتصاد الجزائري ظل ردحا طويلاً من الزمن، ولازال حبيساً لما يحدث لسعر البرميل من البترول في الأسواق الدولية، فطفرة الأسعار التي شهدتها السوق النفطية مع مستهل الألفية الحالية، أدت إلى استقبال موجات متتالية لعوائد ضخمة مقيمة بالدولار على نحو لم يُشهد من قبل، والإشكال أنه يتم تنقيد كل تلك العوائد على مستوى الساحة النقدية بمقتضى التنظيمات القانونية السارية المفعول، فاستفاضت بذلك السيولة في خزائن البنوك ولم تلجأ إلى

عمليات إعادة التمويل من بنك الجزائر منذ سنة 2001، وأضحت النقود بمستواها العالي تطارد الخدمات والسلع بمستواها الداني بحكم جمود الهيكل الإنتاجي خارج قطاع المحروقات، وما يزيد الأمر تعقيدا، هو غياب القنوات الفعالة لضخ تلك السيولة بالشكل المناسب لتفادي البوادر التضخمية الناتجة عن فائض المعروض النقدي غير المبرر، وذلك راجع من جهة إلى تقليدية الأداء المصرفي، ومن جهة أخرى إلى نقص الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني.

إن الظروف السابقة الذكر، أرغمت بنك الجزائر على تبني سياسة التعقيم من أجل عزل الوضع النقدي عن آثار عمليات التنقيد المتتالية للدولار، فعمد بذلك إلى التخفيض من قائم أصوله المحلية سعيا منه لتعديل الزيادة الحاصلة في نظيرتها الأجنبية نتيجة تلك التدفقات، كما أنه قام بعكس مركزه إلى طالب للسيولة بعدما كان عارضا لها في زمن ليس ببعيد (سنوات 1990)، عن طريق استحداث ترسانة من الأدوات التعقيم المسخرة لعمليات استرجاع السيولة الفائضة من السوق النقدية. ويبقى نجاح العملية برمتها متوقف على ما يسمى بمعامل سياسة التعقيم النقدي، الذي من الأفضل أن يساوي الواحد الناقص أو أن يقترب منه على الأقل، ولن يكون ذلك ممكنا إلا إذا كان معدل التعديل بين مقابلي الكتلة النقدية المحلي والأجنبي قريبا من درجة التعديل التام؛ أي سلوك الأصلين يكون بنفس الحجم ولكن في اتجاهين متعاكسين للحفاظ على استقرار الأساس النقدي في الأخير.

قد تساهم السياسة التعقيم في تعزيز قدرة بنك الجزائر أثناء ضبطه لمحددات الاستقرار النقدي، وقد تتعدى ذلك حين تمنحه فرصة التحكم الآني في أسعار صرفه إلى جانب استقلالية سياسته النقدية في حال توجهه نحو الانفتاح المالي بشكل أوسع، لكن كل ما سبق لا ينفي أبدا حقيقة اضمحلال فعالية السياسة مع مرور الوقت، لأن تطبيقها على مدى زمني يتعدى المتوسط لا ينفي قدرتها على الاستمرار في الحفاظ على الاستقرار النقدي فقط، بل إنه يؤدي إلى تحقيق نتائج عكسية تماما؛ ومرجع ذلك إلى تراكم التكاليف التي تقع على كاهل بنك الجزائر جراء دخوله في عمليات استرجاع السيولة في كل مرة، لأن الأمر يتطلب منه الالتزام بدفع معدل فائدة عند مستوى معين يعمل على إغراء البنوك التجارية لتدخل كطرف مقابل في العملية، وذلك المعدل سيتم حتما تنقيده عندما يجين موعد تسديده، وهو ذات الوجه المعبر عن الإصدار النقدي غير المبرر إن لم تتم تغطيته بالعائد المتحصل عليه من عمليات استثمار احتياطاتي الصرف في الخارج، ولن يكون ذلك ممكنا في كل الأحوال، لأن ذلك العائد بدأ يشهد مستويات أدنى نتيجة انخفاض

أسعار الفائدة الأجنبية بعد وصول المدخرات المالية العالمية إلى درجة التخمة، ناهيك عن انخفاض مستوى الاحتياطات الرسمية المستثمرة في حد ذاته. وعليه، فالمعادلة التي يضعها بنك الجزائر للحفاظ على الاستقرار النقدي في ضوء ممارسة السياسة التعقيمية هي عبارة عن توليفة تتداخل فيها العديد من المتغيرات وتشعب فيها العلاقات التأثيرية المتبادلة فيما بينها، كما أنها تتضمن بعض المتغيرات البعيدة عن مجال سيطرته تماما.

1- مشكلة الدراسة:

إن تدفقات العملة الصعبة التي يسهر بنك الجزائر على تجميع آثارها عن الوضع النقدي، قد لا تقل خطورة عن التدفقات المضاربية، بل إنها تعد أعسر من ناحية إدارتها إذا ما قورنت بتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، خصوصا من ناحية استقرار حركتها؛ فانتفاء احتمال انعكاس تدفقات العملة الصعبة لا ينفي أبدا توقفها المفاجئ (انخفاضها إلى مستويات دنيا)، لأن الاستمرار في استقبالها على نحو واسع يعد سلاحا ذو حدين، فإن لم تُضخ في القنوات المناسبة لتعزيز النمو الاقتصادي، كما هو الحال بالنسبة للجزائر، سيتم الارتكاز عليها لتحديد العديد من متغيرات الاقتصاد الكلي بشكل اعتيادي وعلى نحو يصعب التراجع عنه مستقبلا، وسيؤدي حتما إلى حالة عدم استقرار في حال حدوث تذبذب على مستوى تلك التدفقات، لهذا لجأ بنك الجزائر إلى سياسة التعقيم النقدي في محاولة منه لعزل تلك التدفقات والحيلولة وتغلغلها في الجانب النقدي بعد استحداث الأدوات المناسبة لذلك، فإذا تم التسليم فرضا بفعالية السياسة في حد ذاتها سيكمن الإشكال في مدى استدامة تلك الفعالية، بحكم أن الاستمرار في تطبيقها على أمد يتعدى المتوسط يعمل على تراكم تكاليفها، كما أن هذا العنصر الأخير تتداخل في تحديده العديد من الأمور كسعر صرف العملة وأسعار الفائدة المحلية والأجنبية، وعند الوصول إلى تلك العتبة (الاستمرار في تطبيق السياسة من عدمه) فهل يستسلم بنك الجزائر إلى تلك التدفقات ويتراجع عن ممارسة السياسة، أو يستمر في ذلك محاولا تخفيض تكاليفها، هذا إن كان يمارسها بالشكل المطلوب في الأساس، أو أن يأمل انخفاض أسعار البترول لتضمحل لعنتها متفاديا بذلك كل الاحتمالات السابقة.

بالنظر إلى الجوانب العديدة التي تغطيها الدراسة، يمكن طرح التساؤل الرئيسي التالي:

هل تمكنت السلطات النقدية في الجزائر من تعقيم أثر عمليات التنقيد المتواتر لريع النفط؛ وبالتالي

ضبط محددات الاستقرار النقدي؟ وإن كان لها ذلك، فإلى أي مدى ستستفيد قدرتها التعقيمية؟

- ويُشتق من صميم هذا التساؤل الرئيسي بعض التساؤلات الفرعية التي يمكن إيجازها في النقاط التالية:
- لماذا تعد سياسة التعقيم خطة الدفاع الأولى أمام البنوك المركزية للحفاظ على الاستقرار النقدي إذا ما قورنت بالسياسات الأخرى (أنظمة الصرف الأكثر مرونة، السياسة المالية الصارمة...)، على الرغم من الجدل الواسع حول إشكالية استمرارية ممارستها لأمد يتعدى المتوسط؟
 - إن تباين الأدوات التعقيمية المستحدثة من قبل بنك الجزائر يطرح تساؤلا حول خلفية استحداث تلك الأدوات، بعبارة أدق؛ هل تم تكيف تلك الترسانة استدلالا بالتجارب الدولية السابقة؟ أم أن مواصفاتها منفردة وذلك راجع إلى خصوصية السوق النقدي في الجزائر، وإلى التدفقات التي تسعى إلى استيعابها؟ وفي كل الأحوال، هل استطاعت احتواء الفوائض الهيكلية للسيولة؟
 - إن كانت ردة الفعل التعقيمية لبنك الجزائر قياسا بمعاملها قد تمت بالفعالية المطلوبة، فهل ذلك راجع إلى مسألة الحظ الجيد بحكم طبيعة التدفقات النقدية، أم أنها تتعدى ذلك إلى مسألة التطبيق الجيد للسياسة في حد ذاتها؟
 - هل أثرت سياسة التعقيم النقدي على توقع الاقتصاد الجزائري بشكل استثنائي داخل الإطار العام للثلاثية المستحيلة (المخطط الشامل للاستقرار النقدي)، على غرار الاقتصادات الصاعدة بعد توفيره لنفس الأسباب الداعمة لذلك (نظام الصرف المتبع، وتعقيم فائض عرض العملة الأجنبية)؟ أم أن العنصر الخاص بتراكم التكاليف حال دون نجاح الأمر؟

2- فرضيات الدراسة:

- على أساس ما تم تقديمه من تساؤلات يمكن طرح الفرضية الرئيسية التالية:
- بعد تكيف سياسة التعقيم النقدي، تمكن بنك الجزائر من احتواء، وبشكل مستدام، الأثر الناجم عن تنقيد تدفقات العملة الصعبة، وحال دون انعكاسها سلبا على مفهوم الاستقرار النقدي.

أما عن الفرضيات الفرعية فيمكن إيجازها في النقاط التالية:

- تعد سياسة التعقيم النقدي بمثابة الترياق المعالج لمخلفات التدفقات الرأسمالية بشكل فعال ودائم بغض النظر عن طبيعة، سرعة ووجهة تلك التدفقات، وذلك بخلاف السياسات الأخرى التي قد تجر البنك المركزي إلى فقدان استقلاليتة بعد تبنيها.
- إن تواتر تدفقات العملة الصعبة هي الضرورة التي أحدثت تباينا في فترات استحداث الأدوات التعقيمية من قبل بنك الجزائر، وهي لا تختلف في طبيعتها مقارنة مع نظيرتها المتبناة في الدول التي مارست نفس السياسة، كما أن نشاطها التعقيمي كان بالحجم والكيفية المرسوم لهما من قبل السلطات النقدية.
- بحكم تقليدية النظام النقدي في الجزائر، بالإضافة إلى نقص الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني، فإن تبني سياسة جديدة وبحجم سياسة التعقيم النقدي، حتى وإن لاقى نجاحا فإن ذلك لن يتعدى كونه مسألة حظ مرجعيته قلة خطورة التدفقات في حد ذاتها مقارنة بتدفقات الأموال الساخنة، وليست مسألة نجاعة في ممارسة السياسة التعقيمية.
- اقتصر دور السياسة التعقيمية على ضبط المحددات المحلية للاستقرار النقدي فقط، خصوصا المتعلقة بمعدل التضخم، أما عن محاولة خلق موقع استثنائي للاقتصاد الجزائري ضمن الإطار العام للثلاثية المستحيلة فهو بعيد كل البعد على الأقل في الوقت والظرف الحاليين، على الرغم من أن غض النظر عن تكاليف السياسة المتراكمة لأكثر من عقد من الزمن ظاهريا لم يؤد إلى حدوث خسائر كبيرة في نتيجة بنك الجزائر تقوض من فرصة نجاح ذلك الاحتمال.

3- أهمية الدراسة:

تشتق الدراسة أهميتها من مكانة وأهمية مفهوم الاستقرار النقدي بالنسبة إلى الاقتصاد الوطني، ولن تقوم قائمة لهذا الأخير دون بسط السيطرة على المجال النقدي، وهذا ما يسعى إليه بنك الجزائر جاهدا منذ استحداثه لسياسة التعقيم بغية كسر حلقة الربط بين مخلفات ريعية الاقتصاد الجزائري وما انجر عنها من تدفق مفاجئ للعوائد النفطية؛ وانعكاس تلك التبعية على الوضع النقدي خصوصا في جانبه المتعلق بالمجاميع النقدية. كما أن مسألة الاعتماد على السياسة بشكل مطلق وإن كانت نتائجها إيجابية، يعد أمرا مستهجننا لأنها في حقيقة الأمر تتعامل مع نتائج حوادث التدفقات لا مع مسبباتها.

وتجدر الإشارة إلى أن بنك الجزائر باستطاعته أن يمارس السياسة بطريقة تمكنه من تمديد هامش المناورة على نحو يحوله اتخاذ بعض الإجراءات غير الترقيعية بشكل أكثر أريحية، غير أن ذلك يتطلب منه تحقيق الحد

الأدى من الشروط الواجب توفيرها لاستدامة السياسة، ونجاحه في ذلك قد يتعدى مهمة تهيئته للآثار غير المرغوب فيها للتدفقات إلى المساهمة في تحويلها إلى نقطة قوة بالنسبة للاقتصاد الوطني.

من كل ما سبق، اتضح أن أهمية الموضوع لا تقتصر على معرفة السياسة وميكانيزم تطبيقها باعتبارها خطة الدفاع التي اعتمد عليها بنك الجزائر منذ البوادر الأولى للطفرة النفطية، وإنما تتجاوز ذلك إلى التدقيق في مدى نجاحه في المهمة، والتمحيص في السبل التي كفلت له الاستمرار في ممارستها طيلة هذه الفترة بالإضافة إلى معرفة حقيقة الاعتماد عليها من أجل تجاوز كل ما سبق إلى أمور أعسر كاحتمال التعدي على منطق الثالوث المستحيل.

وتعد الرغبة في البحث وزيادة التعمق في الجانب النقدي الوثيق الصلة بمستجدات المالية الدولية من أهم الدوافع الذاتية التي تحفز على خوض تجربة إعداد هذه الدراسة. أما بالنسبة إلى الدوافع الموضوعية، فهي متولدة أساساً من أهمية الدراسة في حد ذاتها على اعتبار أنها تهتم بقضية محورية على الصعيد الاقتصادي ولم تنل حقها من الدراسة والتمحيص في كل جزئياتها الشائكة، كذلك الرغبة في التوصل إلى بعض البدائل والاقتراحات المتعلقة بقضية الدراسة لعلها تمثل لبنة بعض الحلول الجدية مستقبلاً.

4- أهداف الدراسة:

تسعى هذه الدراسة أساساً إلى تحقيق أهداف لا تختلف من حيث الوزن (الأهمية) فيما بينها، وإنما تشكل علاقة تكامل للتدقيق في كل جوانب السياسة التقييمية، ثم قياس بعض المؤشرات التي تدل على غاية بنك الجزائر من تبنيه للسياسة ومدى قدرته على الاستمرار في ممارستها. ويمكن إيجاز تلك الأهداف فيما يلي:

- التمهيد في الظروف النقدية التي تستوجب تفعيل السياسة التقييمية استشهاداً بالممارسات الدولية السابقة، والتحقيق في مدى قدرة السياسة على احتواء تلك الأوضاع، ثم محاولة إسقاط كل ذلك على الظرف النقدي الخاص بالاقتصاد الجزائري.

- محاولة قياس أداء بنك الجزائر من خلال بناء نموذج قياسي لاستنباط معامل سياسة التقييم النقدي والذي من خلاله يمكننا معرفة، وعلى نحو دقيق، حجم وكيفية ردة الفعل التقييمية لبنك الجزائر إزاء التدفقات المتواترة للعملة الصعبة خلال فترة الدراسة.

- الكشف عن ماهية الصدمات التي هي محل تركيز من قبل بنك الجزائر، ومقدار استجابته للتذبذبات الحاصلة على مستوى توليفة المتغيرات المعيرة عنها، بالإضافة إلى معرفة الأداة المسخرة لاحتواء كل ذلك.

- دراسة توقع الاقتصاد الجزائري داخل الإطار العام للثلاثية المستحيلة باعتبارها خريطة الاستقرار على المستوى الكلي، وذلك بالتزامن وممارسة سياسة التعقيم النقدي، والتحقق من حضور الإمكانية التي منحتها نفس السياسة للاقتصادات الناشئة عندما تركزت بشكل استثنائي تعدت من خلاله على المنطق المطلق للنظرية، وفي حال ما إذا كان ذلك غير وارد بالنسبة للاقتصاد الوطني، فسنحاول تشخيص الاعتبارات التي قوضت من فرصة تحقيق تلك الوضعية.

- تقدير كل المحددات الداخلة في احتساب تكاليف تطبيق السياسة التعقيمية ومن ثم الحكم على مدى استدامتها، بالإضافة إلى حساب النتيجة النهائية الخاصة ببنك الجزائر والتي تصب في ذات المصب الخاص بمفهوم الاستمرارية، ليتسنى في الأخير الحكم النهائي على فعالية السياسة من عدمها.

- العمل على تقديم مقترح في شكل سياسة بديلة تأخذ بعض مواصفات السياسة التعقيمية الممارسة حاليا ولكنها تنفادى الأوجه السلبية لها، خاصة فيما يتعلق بجانب التكاليف المؤدي إلى الإصدار النقدي الذي لا يمكن أن يكون مبررا في كل الأحوال، كما يمكن أن يقدم هذا البديل محاسن أفضل في جانبه المتعلق بتنويع الاستثمارات خارجا.

5- أدبيات الدراسة:

على الرغم من شح الدراسات السابقة التي تناولت سياسة التعقيم النقدي بشكل واسع وتدقيقا في مفاصلها، إلا أنه توجد بعض الأوراق البحثية التي تطرقت إلى الموضوع بالتركيز على أحد عناصرها، وغالبا ما يكون ذلك بشكل ضمني تماما. ويمكن حوصلة المحاور التي كانت محل تركيز تلك الدراسات في النقاط الثلاثة التالية:

- تقييم ردة الفعل التعقيمية للبنك المركزي بعد تقدير معامل ممارسة السياسة، بالإضافة إلى محاولة تقييم تكاليفها خلال مدة التطبيق ليتسنى الحكم على إمكانية الاستدامة من عدمها؛
- التفصيل في أحد الأدوات التعقيمية المتبناة من طرف البنك المركزي أثناء ممارسته للسياسة؛

- التحقيق في تأثير السياسة التعقيم على توقع بعض الاقتصادات داخل الإطار العام للثلاثية المستحيلة.

وعلى أساس المحاور المذكورة أعلاه سيتم تصنيف أدبيات الدراسة وفقا للطرح التالي:

الدراسات المتعلقة بالمحور الأول؛ نذكر منها أربعة، كانت أولاهم للاقتصادي *Roberto Frenkel* الذي تميز بورقته البحثية (سنة 2007) تحت عنوان "استدامة سياسة التعقيم النقدي"، حيث أقدم على صياغة نموذج فصل من خلاله في مسألة استمرارية السياسة، وأسس لها الشروط اللازمة انطلاقا من مفهوم التكلفة مستعينا بعلاقات رياضية تتداخل لتفسير سلوك المتغيرات الداخلة في العملية (سعر الفائدة المحلي والأجنبي، سعر صرف العملة، تكاليف الممارسة...). استطاع في الأخير أن يضع الصيغة النهائية لاستدامة السياسة التعقيم، واشتق منها شرط استقلالية السياسة النقدية والحد الذي يضمن النتيجة الموجبة للبنك المركزي.

أما الدراسة الثانية كانت للباحثة *Chenyng Zhang*، وهي عبارة عن أطروحة دكتوراه فلسفة نوقشت بجامعة بنسلفانيا بالولايات المتحدة الأمريكية سنة 2012، والموسومة بـ "تجارب على سوق المال الصيني"، حيث خصصت الباحثة جزءا من أطروحتها للتحقيق في فعالية السياسة التعقيم بعد أن تبناها بنك الصين الشعبي كخطوة لتحديد آثار الفائض التوأم (فائض في ميزان رؤوس الأموال والميزان الجاري) على الوضع النقدي، وامتدت فترة الدراسة من سنة 1995 إلى غاية 2010. وفي الأخير أصدرت حكما بفعالية السياسة وذلك بناء على أمرين أولهما؛ معاملها المقدر الذي انحصر بين قيمتي (-0.8) و (-0.9) أي قريب جدا من المعدل المرغوب فيه (-1)، أما الأمر الثاني؛ فمستوى تكاليفها منخفض نسبيا ومغطى تماما بعوائد استثمار الاحتياطيات الرسمية في الخارج.

أما الدراسة الثالثة؛ قدمتها الباحثة *Loyal Mansour* سنة 2012 لمجموعة التحليل والتنظير الإقتصادي بفرنسا (*GATE*) تحت عنوان "حيازة الاحتياطيات الدولية وسياسة التعقيم في دول مدينة وتعاني من الدولار: هل هي سياسة نقدية فعالة؟" وانحصرت عينة الدراسة في دولتين شهدتا مستوى عاليا لمعدل الإحلال في العملة (دولرة) وكذا مديونية خارجية معتبرة، خلال الفترة (1994-2011). وتوصلت الباحثة إلى أن كلا الدولتين تمتعتا بمزايا سياسة التعقيم النقدي في بادئ الأمر وبمعامل قُدر على التوالي بحوالي

(-0.98) و (-0.79) لكل من تركيا ولبنان، غير أن استمرار تطبيق السياسة أحدث ما يعرف بالحلقة المفرغة للتدفقات الرأسمالية المتتالية، فضاغف بذلك من حجم المديونية الخارجية، بالإضافة إلى ارتفاع نسبة الدولار، كل تلك الأسباب مجتمعة جعلت من سياسة التعقيم النقدي داء في حد ذاتها، وأضعفت من قدرة بنكيهما المركزيين على إدارة السياسة النقدية على نحو يساهم في تنمية اقتصادهما المحلي.

وفي دراسة قدمها الباحث *Ming Zhang* سنة 2012 تحت عنوان "سياسة التعقيم المستحدثة في الصين: آلية المشاركة في تحمل التكلفة والقمع المالي"، قام من خلالها بالتدقيق في سر فعالية واستدامة السياسة التعقيمية المطبقة في الصين خلال العقد الأول من القرن الحادي والعشرين، فوجد أن بنك الصين الشعبي يمارس سياسة القمع المالي بمحدين لدعم نجاح العملية، الحد الأول؛ يستهدف البنوك التجارية بشكل مباشر من أجل تحميلها جزءا من تكلفة السياسة عن طريق البيع القسري لسندات تعقيمية بأسعار فائدة منخفضة، أما الحد الثاني؛ فيستهدف قطاع العائلات مرورا بالبنوك التجارية من أجل نفس الغرض، وسلاحه في ذلك رفع الاحتياطات الإلزامية مع الحفاظ على جمود الفجوة بين معدلي الإقراض والاقتراض.

أما بخصوص الدراسات المتعلقة بالمحور الثاني؛ فقد قدم الاقتصاديان *Reinhardt & Reinhart* سنة 1999 ورقة بحثية تحت عنوان "استخدام متطلبات الاحتياطي الإلزامي للتعامل مع مثالب تدفقات الرساميل"، حيث ركزا فيها على فعالية النشاط التعقيمي للاحتياطي الإلزامي على فترات مختلفة خلال 1989-1995، لعينة واسعة من الدول النامية تابعة للقارات: آسيا، إفريقيا وأمريكا اللاتينية. وقد لاحظا أنه في ثلاث عشرة (13) حالة من أصل عشرين (20) ينخفض فيها سعر الإيداع في الشهر الذي يتم فيه تفعيل النشاط التعقيمي للاحتياطي الإلزامي أو يحدث ذلك خلال الأشهر الموالية، كما أن هناك اثنا عشرة حالة أخرى (12) يرتفع فيها سعر الإقراض لنفس السبب، وتوصلا إلى نتيجة نهائية مفادها، أنه في كل الحالات تقريبا اتسعت الفجوة بين سعري الإيداع والاقتراض وأن من يتحمل تكلفة ذلك هم المودعون والمقترضون على حد سواء، وعلى حسابهم استطاعت البنوك المركزية تعقيم تلك التدفقات على نحو تُكبح من خلاله معدلات التضخم المحتملة.

ونوقشت أطروحة دكتوراه فلسفة بجامعة *Princeton* سنة 2008 للباحث *Kai Lilaka Chan* تحت عنوان " ثلاث مقالات على السياسة النقدية في الاقتصادات المفتوحة الصغيرة "، خصص جزءا منها للتدقيق في سيرورة سياسة التعقيم النقدي المرتكزة على الصندوق المركزي للدخار بدولة سنغافورة

والذي لعب دور الوسيط من أجل تحويل الأرصدة الفائضة في خزائن البنوك التجارية إلى خزانة البنك المركزي في إطار عملية تنسيقية بين هذا الأخير والحكومة. وخلص إلى أن آلية عمل الصندوق ألغت العقيدة المسلم بها والتي تنص على ضرورة فقدان السيطرة على المعروض النقدي تزامنا ومحاوله استهداف سعر الصرف داخل نطاقه المحدد أثناء حوادث التدفقات الرأسمالية، وبهذا كان له دور جوهري في ضبط الاستقرار النقدي بوجهيه الداخلي والخارجي.

ولقد ركز الباحث *Aaron Mehrotra* على أداة أخرى تختلف عن سابقتها من ناحية طبيعتها السوقية، ووضح ذلك في ورقته البحثية (سنة 2012) الموسومة بـ "استخدام سندات التعقيم في الأسواق الصاعدة الآسيوية"، حيث اختصت بدراسة سلوك تلك السندات المدارة من طرف ستة بنوك مركزية (الصين، الهند، إندونيسيا، كوريا، ماليزيا وتايلاند) لفترات زمنية منها ما سبق الأزمة المالية العالمية (2008) وأخرى أعقبها. واستنتج أن العديد من البنوك، وفي الكثير من المناسبات، تعتمد على السندات المصدرة من طرفها لتسيير سياساتها التعقيمية، كما أنه قد تم تمديد آجال تلك السندات في الفترات التي لم تشهد حدوث أزمات لزيادة فعاليتها في الحفاظ على استقرار المعروض النقدي، وتوقع الباحث عدم زوال أو التراجع عن الدور الذي تلعبه تلك الأداة في السنوات المقبلة.

واقصر الخور الثالث على دراستين سابقتين؛ كانت الأولى سنة 2001، وهي عبارة عن ورقة بحثية للاقتصاديين *Bofinger & Wollmershäuser* تحت عنوان "التعويم الموجه: فهم النظام النقدي الدولي الجديد"، وتضمنت عينة الدراسة العديد من الدول النامية وذات الأسواق الصاعدة للفترة 1975-2000. ولقد تناولا في جزء يسير منها إمكانية التعدي على المنطق الملزم للثلاثية المستحيلة بعد تكييف سياسة التعقيم النقدي واشترطا تبني التعويم الموجه كنظام صرف، وفي الأخير صاغوا نموذجا يمكن من خلاله تفادي تهمين قيمة العملة بالتزامن وقدرة البنك المركزي على استهداف سعر الفائدة المحلي أثناء استقبال موجات التدفق الرأسمالية، مع الأخذ في الحسبان ضرورة أن تكون تكاليف السياسة التعقيمية في حدودها الدنيا.

وقدم الاقتصاديان *Aizenman & Glick* الدراسة الثانية سنة 2008 موسومة بـ "التعقيم، السياسة النقدية، والتكامل المالي العالمي" شملت عينة واسعة من الدول ذات الأسواق الصاعدة لفترة امتدت من سنة 1985 إلى غاية سنة 2007، حاولا من خلالها تقييم النشاط التعقيمي لتلك الدول تزامنا واتجاهها نحو

التحرير المالي، واكتشفا أنه يوجد مظهر جديد يختلف عن المظاهر المألوفة للثلاثية المستحيلة، وكانت السياسة التعقيمية أحد المساهمين في استحداثه، ويتعلق بالتوفيق الآني النسبي بين أركان الثلاثية مجتمعة.

إن الدراسات السابقة المذكورة أعلاه، عاجلت منفصلة أحد الجزئيات المتعلقة بالسياسة التعقيمية الهادفة إلى تحقيق الاستقرار على المستوى النقدي، بيد أنها مجتمعة قد ركزت على تدفقات رؤوس الأموال المتولدة من حركة الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وبشكل أوسع التدفقات المضاربية، وهذا ما لا يتوفر جملة وتفصيلا بالنسبة للاقتصاد الجزائري، فهو لم يكن أبدا وجهة لتدفقات الأموال الساخنة، كما أنه لم يستطع جذب نظيرتها المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر، إذا تم استثناء التزوير اليسير الذي لم يتعد في أفضل حالاته سقف 3 مليار دولار، وإنما قام بنك الجزائر بتكييف سياسة التعقيم النقدي لمواجهة تدفقات العملة الصعبة على إثر الطفرة النفطية مع مستهل سنة 2000 والتي لم يشهد لها مثيل منذ تاريخ تأسيسه، وما زاد الأمر تعقيدا هو سلوكها المتذبذب الذي لا يسعه إلا السوق النقدي بحكم الغياب شبه التام للسوق المالي. وعليه سوف يتم تقييم فعالية سياسة التعقيم للحفاظ على الاستقرار النقدي، في بيئة مختلفة عن ما سبقها وتشهد تدفقات من نوع آخر تماما.

6- حدود الدراسة:

تتضمن الدراسة بُعدين أولهما؛ مكاني ويهتم بدراسة فعالية سياسة التعقيم كآلية لضبط الاستقرار النقدي وأختبرت الجزائر لتعبر عن هذا البعد، باعتبارها مارست السياسة كمحاولة لتحديد أثر تواتر تدفقات العملة الصعبة عن الوضع النقدي. أما البعد الثاني؛ فهو زماني وقد شمل تقريبا عقدا ونصفا من الزمن بداية من سنة 2000 إلى غاية نهاية سنة 2014، وهي ذات الفترة التي شهدت طفرة في أسعار النفط لم يُعرف لها نظير منذ الاستقلال، وعلى أساسها تم تبني السياسة التعقيمية على امتداد تلك الفترة.

7- منهج الدراسة:

على ضوء طبيعة وأهمية الدراسة، وفي محاولة لتحقيق أهدافها، أُستلزم تبني المناهج العلمية التالية:

المنهج الوصفي: تم الاعتماد عليه لسبر أغوار السياسة التعقيمية كمفهومها، خصائصها والضرورة التي أدت إلى تكييفها، بالإضافة إلى إشكالية استدامتها ونوعية العلاقة التي تربطها بالمتغيرات ذات الصلة

بالاستقرار النقدي. أما بخصوص الخطوات العملية، تم الاعتماد على ذات المنهج من أجل تحليل وتفسير البيانات ذات العلاقة بالناتج المحلي، الكتلة النقدية ومقابلاتها، النشاط التعقيمي للأدوات المستحدثة وبعض المتغيرات الأخرى التي تخدم مجال الدراسة، وذلك تمهيدا لاستخلاص نتائج تتيح فهم الحقائق المتعلقة بالوضع النقدي في الجزائر جملة وتفصيلا.

المنهج الاستقرائي: وذلك عند سرد تجارب ووقائع عملية بعد استقراء الدراسات والأبحاث ذات العلاقة، والتمحيص في الجزئيات التي أدت إلى تباين دواعي وطريقة ممارسة السياسة التعقيمية حسب كل تجربة، ليتسنى في الأخير إطلاق بعض الأحكام الكلية التي تعطي فكرة شاملة عن الموضوع.

المنهج الكمي: يتضح عند تقدير بعض العلاقات وأهمها، معامل ردة الفعل التعقيمية لبنك الجزائر وقدرة استيعابه للصدمات المحلية والخارجية وحدود فعالية التدخل المعقم، بالإضافة إلى محاولة تقدير حجم تكاليف السياسة التعقيمية ونتيجة بنك الجزائر للحكم على فعاليتها بشكل أكثر موضوعية.

8- صعوبات الدراسة:

من أبرز الصعوبات التي واجهتنا أثناء إنجاز الدراسة ما سيتم ذكره في النقطتين التاليتين:

- بالنسبة للموضوع محل الدراسة، هو موضوع دقيق ومتخصص في المجال النقدي إلى حد بعيد وللحصول على المعلومة التي نخدمه لا يوجد سوى طريقة واحدة تتمثل في الرجوع إلى المصادر الأولية والأوراق البحثية الأصلية، وكما هو معروف فإن هذا النوع من المصادر غالبا ما يصعب الحصول عليه خاصة إن تعلق الأمر بالنسخ الأصلية المقدمة من طرف الباحث.

- تضارب الإحصائيات المقدمة من طرف السلطات الرسمية في الجزائر (بنك الجزائر، وزارة المالية...) كما أن هناك بيانات غير متوفرة تماما لا في الموقع الإلكتروني الخاص، ولا حتى على مستوى الإدارة المعنية ناهيك عن الحلقات المفقود وغياب الطرح المفصل لتلك الإحصائيات إن توفرت، فعالبا ما تكون سنوية وغير مفصلة بشكل يؤدي إلى ضبابية في التحليل، وهذا ما لا يخدم أهداف الدراسة.

9- هيكل الدراسة:

للإجابة على الإشكال المطروح، والتحقيق في الفرضيات المقترحة، تم تقسيم الدراسة إلى أربعة فصول، منها اثنين نظريين، وآخرين تطبيقيين، حيث ركز الفصل الأول؛ على المفاهيم المتعلقة بالسياسة التعقيمية، دواعي تكييفها، والاستدلال على فعاليتها، بالإضافة إلى حدود استدامتها. أما الأفكار الثلاث التي تناوها الفصل الثاني؛ تتعلق بإشكالية تناقض محددات الاستقرار النقدي، حتمية الاختيار بين أهداف البنك المركزي عن طريق تبني أحد البرامج الارتكازية، والفكرة الأخيرة تلغي الصفة المطلقة لسابقتها استدلالا بقدرة سياسة التدخل المعقم على فك شفرة الثلاثية المستحيلة في ظل شروط معينة وضيقة نسبيا.

أما بخصوص الفصلين التطبيقيين، تطرق الأول؛ إلى ربيعة الاقتصاد الجزائري وانعكاسها على الجانب النقدي بشكل خاص، ثم محاولة التعرف على البرنامج الارتكازي المعتمد من طرف بنك الجزائر، بالإضافة إلى التحقيق في سياسة استهداف التضخم خلال السنوات الأخيرة في ظل الظروف المشار إليها آنفا. أما الفصل الأخير؛ فقد ركز على تقييم نشاط الاسترجاع للأدوات التعقيمية المستحدثة، ثم تقدير وظيفة ردة الفعل التعقيمية لبنك الجزائر، وعمد كذلك إلى تقييم أداء التدخل المعقم للحفاظ على الاستقرار النقدي ضمن الإطار العام للثلاثية المستحيلة، وأختتم بأمرين مهمين، أولهما تعلق بالتمحيص في معالم استدامة السياسة المطبقة بناء على نموذج *Roberto Frenkel*، والأمر الثاني عبارة عن تقديم مقترح بوجه جديد للسياسة التعقيمية يتفادى المثالب التي تطرحها الممارسة الحالية.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التقييم النقدي

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التقييم النقدي

في ظل حقيقة التوجه الصريح والمتنامي نحو الاندماج المالي العالمي، تباينت أحجام، سرعة وأغراض حركة الرساميل على الصعيد الدولي، فهي تُدفع وتُسحب تبعاً لعدة عوامل كتلك المرتبطة بفوارق أسعار الفائدة بين الاقتصادات، أنظمة الصرف المتبعة أو غيرها. وعلى الرغم من أهمية تلك التدفقات بالنسبة للاقتصادات المضيفة، خاصة فيما يتعلق بالاستثمار الأجنبي المباشر باعتباره أحد المحفزات الرئيسية للنمو المحلي، إلا أنها لا تخلو من انعكاسات غير مرغوب فيها خصوصاً على الجانب النقدي، ويتضح ذلك جلياً من خلال تعسير مهمة البنك المركزي في بسط سيطرته على محددات الاستقرار النقدي وتحقيق أهدافه المسطرة، لأنه سينشط في بيئة جديدة ومنفتحة على الأنظمة النقدية الدولية الأخرى التي تتميز بتواتر الأحداث بصفة سريعة وقد يصعب حتى توقعها.

ويعد التقييم النقدي أولى السياسات التي تم تكييفها من أجل التعامل مع الحوادث السابقة الذكر، فهي وإن لم تمثل حلاً نهائياً، إلا أنها تمنح لصناع القرار متسعاً زمنياً يحولهم تجسيد الإصلاحات الهيكلية ذات العلاقة، فالسياسة التقييمية تدعم قدرة البنك المركزي لممارسة وظيفته على نحو مستقل أثناء تحييده لأثار التدفقات الرأسمالية على الجانب النقدي، من خلال فك حلقة الربط بين البيئة المالية الدولية ونظيرتها النقدية المحلية، بالاعتماد على عدة أدوات تقييمية مصممة لهكذا غرض. غير أن عنصر التكاليف المصاحب لممارسة السياسة، خاصة إذا استمر تطبيقها إلى أمد يفوق المتوسط، سيقوض تماماً من فرصة إضفاء الطابع النقدي المستقل، وقد يؤدي إلى إحداث نتائج تعاكس المأمول تماماً. وسيتم التعرض إلى الجوانب التفسيرية التي تخص السياسة التقييمية بشكل دقيق ومفصل في النقاط الجوهرية التالية:

المبحث الأول: المضامين النقدية للسياسة التقييمية؛

المبحث الثاني: أدوات سياسة التقييم النقدي؛

المبحث الثالث: تكاليف سياسة التقييم النقدي وإشكالية استدامتها.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

المبحث الأول: المضامين النقدية للسياسة التعقيمية

إن حركية رؤوس الأموال على المستوى الدولي تؤدي إلى تذبذب المكون الأجنبي للبنك المركزي وبذلك فهي تؤثر بشكل مباشر على وظيفته كمحدد للتوازنات النقدية. فحتى تراكم الأصول الأجنبية بعد حدوث موجات التدفق المرغوب فيها (نحو الداخل)، يعد سلاحاً ذو حدين؛ فكونها حائط صد أمام الأزمات الخارجية المحتملة لا ينفي انعكاساتها الوخيمة على الجانب النقدي، لذلك فإن تطبيق السياسة التعقيمية هو الحل المطروح لدى العديد من البنوك المركزية، من أجل الاستفادة من الحد الأول للظاهرة وعزل الآثار غير المرغوب فيها للحد الثاني.

المطلب الأول: مفهوم سياسة التعقيم النقدي

بما أن مفهوم سياسة التعقيم النقدي لا يكتمل بالتعرض إلى تعريفها بشكل منعزل، وجب التطرق إلى تبين الوضع النقدي السائد، ثم تحديد كيفية وأهداف ممارسة السياسة التعقيمية من قبل البنك المركزي في ظل تلك الظروف.

1- تعريف سياسة التعقيم النقدي:

إن المتبع لتعاريف سياسة التعقيم النقدي يجدها لا تختلف جوهرياً، ذلك لأنها تصب في قالب واحد يعبر عن الهدف الأوحده للسياسة وهو الاستقرار النقدي، غير أن هناك من يعرفها بشكل عام دون التطرق إلى تفاصيل تطبيقها، ومثال ذلك ما أتى في تعريف *Marston* بأنها "سياسة صُممت لعزل الوضع النقدي المحلي عن آثار التقلبات الحاصلة في ميزان المدفوعات"¹؛ وذلك من خلال تحييد فائض (عجز) ميزان المدفوعات الناتج عن دخول (خروج) رؤوس الأموال المتسبب في توسع (انكماش) الأساس النقدي.

¹. Richard C. Marston, "Cross Country Effects of Sterilization, Reserve Currencies and Foreign Exchange Intervention," NBER Working Paper, No. 391 (August 1979): 05.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.3386/w0391>

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

وعرفها *Moreno* في نفس السياق المذكور أعلاه، على أنها العملية التي من خلالها يتم عزل الأساس النقدي عن التغيرات الحاصلة على مستوى الأصول الأجنبية للبنك المركزي بواسطة تعديل مستوى الائتمان المحلي¹، أي أن البنك المركزي يقوم بتعديل الصدمات الخارجية الناتجة عن دخول (خروج) رؤوس الأموال، عن طريق تخفيض (رفع) مستوى أصوله المحلية، من أجل تخفيف أو عزل التقلبات التي كانت ستحدث في الأساس النقدي.

ومن بين التعاريف التي تطرقت إلى تفاصيل تطبيق السياسة نجد على سبيل الذكر أنها " تلك السياسة التي بموجبها يتم استعمال عمليات السوق المفتوحة من أجل عزل الآثار الناجمة عن التدخل في سوق الصرف والمنعكسة على الأساس النقدي، وتنفذ عادة من طرف البنك المركزي، حيث يقوم هذا الأخير ببيع (شراء) السندات لتخفيف التغير في القاعدة النقدية والناتج عن دخول (خروج) رؤوس الأموال".²

وقد عرفها *Cardarelli* وآخرون على أنها " العملية النقدية التي من خلالها يعدل الارتفاع في صافي الأصول الأجنبية للبنك المركزي عن طريق التخفيض في صافي أصوله المحلية، وبذلك تبقى القاعدة النقدية (الأساس النقدي) ثابتة، ويتحقق ذلك عبر تدخل البنك المركزي في السوق النقدي والعمل على تقييد أثر الزيادة في صافي الأصول الأجنبية بعدة وسائل منها: عمليات السوق المفتوحة، الزيادة في الاحتياطي الإجباري لتثبيت المضاعف النقدي...".³ وتجدر الإشارة إلى أن هذا التعريف كغيره من التعاريف الكثيرة الأخرى قد تطرق إلى مفهوم سياسة التعقيم النقدي من جهة واحدة وهي حالة دخول رؤوس الأموال وأغفل حالة انعكاس تدفقها، ويعود هذا إلى عدة أسباب من بينها أن تدفق رؤوس الأموال إلى الداخل عادة يدوم لفترة أطول من التدفق إلى الخارج، وبذلك فإن تطبيق سياسة التعقيم النقدي منتشر وبشكل واسع لدى الدول التي تشهد الحالة الأولى، بالإضافة إلى أن ظروف ممارسة سياسة التعقيم النقدي تكون

¹. Ramon Moreno, "Intervention, sterilization, and monetary control in Korea and Taiwan." *Economic Review-Federal Reserve Bank of San Francisco*, No. 3 (1996): 24.

<http://EconPapers.repec.org/RePEc:fip:fedfer:y:1996:p:23-33:n:3>

². Kai Lilaka Chan, "Three Essays on Monetary Policy in Small Open Economies," (PhD diss., University of Princeton, 2008), 35.

³. Roberto Cardarelli, Selim Elekdag and M. Ayhan Kose, "Capital Inflow: Macroeconomic Implication and Policy Responses," IMF Working Paper, No. 09/40 (March 2009):17.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.5089/9781451871883.001>

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

جد صعوبة في حالة خروج رؤوس الأموال منها في حالة دخولها، لذا فالعديد من الدول تلجأ إلى سياسات مساندة، وهذا ما سيتم تبيانه لاحقاً.

مما سبق يتضح أن سياسة التعقيم النقدي هي عبارة عن عملية نقدية تهدف إلى عزل الأساس النقدي عن الآثار المتأتبة من التدخل في سوق الصرف، بمعنى؛ أن البنك المركزي في حالة دخول (خروج) رؤوس الأموال يعمل على فك حلقة الربط بين التدخل دون ارتفاع (انخفاض) قيمة العملة وانعكاسه على زيادة (نقص) الأساس النقدي، وذلك عن طريق عدة أدوات نقدية منها: عمليات السوق المفتوحة، عمليات إعادة الشراء، الاحتياطي الإلزامي... إلخ.

2- سياسة التعقيم في ظل تباين الوضع النقدي السائد:

إن البنك المركزي ينشط دوماً تحت ظرف من أصل طرفين متعاكسين لا غير، إما عجز أو فائض في السيولة (*shortage or surplus liquidity*)، غير أنه يفضل الوضع الأول الذي يمنحه صفة الدائن الصافي للنظام البنكي، فيتخذ بذلك -أثناء تعقيمه لحالة العجز- مركز المحتكر أو الممول الوحيد للنظام ككل، الأمر الذي يخوله سلطة تحديد سعر الفائدة وسعر إعادة الخصم خلال تنفيذ العمليات التمويلية مع الأطراف المقابلة، وعلى هذا الأساس، وفي مثل هذه الوضعية، فإن البنك المركزي هو المحدد الأول للالتزامات البنوك. وعلى النقيض من ذلك، يتخذ البنك المركزي وضعية المدين الصافي تجاه النظام البنكي في حالة فائض السيولة، وذلك بعد تدخله في السوق النقدي من أجل تعقيم الظاهرة عن طريق عدة تعاملات (تخفيض أصوله المحلية، بيع أصول أجنبية أو محلية...)، هذه الأخيرة لها تأثير مباشر على جانب الأصول المتعلق بخزينة البنوك التجارية، وعليه فإن البنك المركزي يؤثر على مقدار ربحية تلك البنوك على عكس الوضعية الأولى التي يحدد فيها التزاماتهم.¹

وتجدر الإشارة إلى أن أسعار الفائدة المحددة في الحالة الثانية (فائض السيولة) تعبر عن تكاليف سياسة التعقيم المطبقة من طرف البنك المركزي، ولكن بأخذ مردود الأصول الأجنبية المستثمرة في الخارج بعين

¹. Darko Bohnec, Banka Slovenije and Marko Košak, "Central Bank Sterilization Policy: The Experiences of Slovenia and Lessons for Countries in Southeastern Europe," in *Emerging Markets: Any Lessons for Southeastern Europe?* Proceedings of OeNB Workshops, No. 12, ed. Rita Schwarz, (Republic of Austria: Oesterreichische Nationalbank, March 2007):130-131.

https://www.oenb.at/dam/jcr:5e2d4636-eba6-4a8e-afb3-06dd2aa5c509/workshop_12_tcm16-65927.pdf

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

الاعتبار، بالإضافة إلى تغيرات سعر الصرف. أما أسعار الفائدة المطبقة في الحالة العكسية، فما هي إلا وسيلة لإدارة حالة عجز السيولة باعتبار أن البنك المركزي ليس بالمؤسسة الربحية، غير أنه من الممكن أن يستترف احتياطياته الرسمية التي كانت ستدر عليه أرباحاً مستقبلية، ولهذا فمعظم البنوك المركزية في حالة خروج رؤوس الأموال لا تقاوم إلا لفترة معينة وغالبا ما تتجه نحو أنظمة الصرف ذات النطاق الأوسع.

أما بالنسبة إلى فعالية قناة انتقال أثر السياسة النقدية فهي ضعيفة في حالة اقتراضه من السوق النقدي أي حالة تعقيم فائض السيولة، وتعزز في الحالة العكسية، لأن البنك المركزي لا يستطيع إلزام الأطراف المقابلة بإقراضه السيولة الفائضة التي تساعد على تحقيق معدل التضخم المستهدف عند سعر فائدة لا ترغب فيه تلك الأطراف، لأنها مخيرة وليست مجبرة على الدخول في العملية التعقيمية، وعليه فإن فائض السيولة لا يعتبر محفزا مرغوبا فيه للاقتصاد على الأقل من هذا الجانب، بالإضافة إلى أن قدرة سيطرة البنك المركزي على الأوضاع النقدية تزداد صعوبة في ظل هذا الظرف،¹ حيث يجب عليه أن يكون المزود الوحيد لنوع معين من الأصول أو أن يرفع سعر الفائدة على الأصول العادية لتحفيز البنوك على امتلاكها، على عكس حالة قصور السيولة أين يكفيه أن يكون الملجأ الأخير للإقراض وهذا من طبيعة عمله في الأصل.

3- الدليل المحدد للوضع النقدي السائد:

للاستدلال على الوضع النقدي السائد الذي ينشط في ظل البنك المركزي بشكل مفصل، والذي على أساسه يتم إدارة سياسة التعقيم النقدي، يجب معرفة وضع السيولة التراكمي المستقل (*cumulative position autonomous liquidity*)، ويُحدّد هذا الأخير عن طريق بعض بنود ميزانية البنك المركزي الموضحة في الجدول التالي:

¹. Joe Ganley, "Surplus liquidity: implications for central banks," Centre for Central Banking Studies, Bank of England, Lecture Series, No. 03 (2002): 33.
<http://EconPapers.repec.org/RePEc:ccb:lectur:3>

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

الجدول (1-1): ميزانية البنك المركزي

إجمالي الأصول	إجمالي الخصوم
- الأصول الأجنبية	- التداول النقدي خارج البنوك
- مطلوبات على الحكومة	- الاحتياطيات المصرفية الكلية
- مطلوبات على المؤسسات الإيداعية	- ودائع المؤسسات المالية
- مطلوبات على مؤسسات إيداعية أخرى (مالية وغير مالية)	- السندات المصدرة
- أصول أخرى	- ودائع حكومية
	- التزامات أجنبية
	- التزامات أخرى

Source: Chenying Zhang, "Essays on Chinese Financial Market," (PhD diss., University of Pennsylvania, 2012), 61.

بالاعتماد على بنود الميزانية الموضحة أعلاه، يمكن تحديد العناصر الداخلة في حساب وضع السيولة التراكمي المستقل، الذي يعكس النشاط التاريخي للبنك المركزي في السوق النقدي. وكلمة الاستقلالية في هذا الموضع تعني أن العناصر التي سيتم تحديدها في المعادلة أدناه تكون بعيدة عن سيطرة البنك المركزي في الأجل القصير¹. وبذلك فهي تستطيع التأثير على مستوى السيولة خارج إطار رقابة البنك المركزي في تلك الآجال، وقد تؤدي إلى إحداث حالة فائض أو عجز تراكمي في السيولة، وذلك كما هو مبين في المعادلة التالية:²

$$\text{وضع السيولة التراكمي المستقل} = \text{صافي الأصول الأجنبية} + \text{صافي الإقراض إلى الحكومة} + \text{صافي البنود الأخرى} - \text{التداول النقدي خارج البنوك}$$

حيث:

$$\text{صافي الأصول الأجنبية (NFA)} = (\text{أصول أجنبية} - \text{التزامات أجنبية})؛$$

$$\text{صافي الإقراض للحكومة (NLG)} = (\text{مطلوبات على الحكومة} - \text{ودائع حكومية})؛$$

$$\text{صافي البنود الأخرى (NOI)} = (\text{أصول أخرى} - \text{التزامات أخرى}).$$

¹. Ibid., 14.

². Bohnc, Slovenije and Košak, "Central Bank Sterilization Policy," 135.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

إذا كان نتيجة كل من NFA ، NLG و NOI ذات إشارة موجبة فهذا يدل على حقن (ضخ) تراكمي للسيولة (*cumulative injection*) خلال الفترات السابقة، وإن كانت إشاراتها سالبة فهي تدل على سحبوبات تراكمية (*cumulative withdrawal*)، أما عن النتيجة فهي توليفة بين العناصر السابقة كما هو مبين في المعادلة أعلاه، وتدلل على فائض في السيولة* إذا كانت الإشارة موجبة والعكس بالعكس.¹

يبقى من الميزانية** صافي الإقراض إلى البنك المركزي (NLB) = (مطلوبات على المؤسسات الإيداعية + مطلوبات على المؤسسات الإيداعية الأخرى (مالية وغير مالية)) - (ودائع المؤسسات المالية + السندات المصدرة). هذا العنصر لا يدخل في حساب وضع السيولة التراكمي المستقل، وذلك راجع لافتراض *Borio* بأن كل القنوات التي تؤثر في السيولة وتخضع لسيطرة البنك المركزي تم تجميعها تحت عنصر صافي الإقراض إلى البنك المركزي²، أي أن هذا الأخير غير مستقل، ومتحكّم فيه بشكل تام ولو كان ذلك في الأجل القصير.

وعليه، فإن البنك المركزي يقوم بتكييف سياسة التعقيم النقدي حسب الحالة التي تشهدها السيولة في السوق النقدية، وذلك عن طريق رد فعل معاكس؛ فإذا كان هناك حقن تراكمي للسيولة فإن البنك المركزي يقوم باسترجاعها، أما إن كانت هناك سحبوبات تراكمية فعليه أن يقوم بضخ السيولة لسد الاحتياجات التمويلية، وفي كلتا الحالتين سوف يعمل على عزل الأساس النقدي عن تلك الاختلالات والآثار المترتبة عنها، بما يضمن له تخفيفاً أو تفادياً بشكل نهائي لكل الاحتمالات التضخمية والانكماشية وانعكاسها على الجانب النقدي والحقيقي معاً.

* إذا استمرت حالة الفائض أو العجز في السيولة إلى أجل يفوق المتوسط يطلق على الظاهرة اسم "فائض أو عجز هيكلي للسيولة".

¹ Ibid.

** يبقى كذلك من الميزانية الاحتياطيات المصرفية الكلية ($ABank Reserves$) = وضع السيولة التراكمي (ALP) + صافي الإقراض إلى البنك المركزي (NLB)، مع العلم أن الاحتياطيات المصرفية الكلية تضم كل من الاحتياطيات المصرفية الاختيارية (الحرّة) والإلزامية.

² Claudio E.V. Borio, "Monetary policy operating procedures in industrial countries," BIS Working Papers, No. 40 (March 1997): 07.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.860627>

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

المطلب الثاني: قياس درجة ممارسة سياسة التعقيم النقدي

من أجل المعرفة الدقيقة لرد فعل البنك المركزي أمام تدفقات رؤوس الأموال، وقياس تلك الاستجابة يمكن الاعتماد على المؤشرين التاليين:

1- المؤشر الضيق لسياسة التعقيم النقدي:

إن هذا المؤشر هو المشهور والأكثر استعمالاً لدى العديد من الاقتصاديين، فمن خلاله يمكن الاستدلال وقياس درجة استجابة سياسة التعقيم النقدي إزاء التدفقات الحاصلة خلال فترة زمنية معينة، أما عن طريقة بناء المؤشر، فهي تنطلق من الميزانية الموضحة في الجدول أعلاه رقم: (1-1)، والتي من خلالها يمكن استنتاج مطابقة البنك المركزي وذلك كما يلي:

صافي الإقراض للحكومة + صافي الإقراض للبنك المركزي + صافي البنود الأخرى = صافي الأصول المحلية

أي أن:

$$\text{صافي الأصول الأجنبية (NFA)} + \text{صافي الأصول المحلية (NDA)} = \text{القاعدة النقدية (BM)}^*$$

وبما أن سياسة التعقيم النقدي تهدف إلى عزل القاعدة النقدية عن الصدمات الخارجية فيجب أخذ بمطابقة ميزان المدفوعات التالية:¹

$$\text{رصيد الحساب الجاري (CA)} + \text{رصيد حساب رأس المال (CAP)} = \text{التغير في صافي الأصول الأجنبية (ΔNFA)}$$

* يمكن احتساب تلك المجمعات بالاعتماد على ميزانية البنك المركزي كما هو مبين في المطابقات التالية:

- صافي الأصول الأجنبية NFA = أصول أجنبية (احتياطيات رسمية + الذهب النقدي...) - التزامات خارجية (ودائع الهيئات النقدية الرسمية + قروض ص ن د...).

- صافي الأصول المحلية NDA = أصول محلية (مستحقات على الخزينة العمومية والبنوك التجارية + مستحقات أخرى) - التزامات محلية (ودائع الخزينة العمومية + ودائع البنوك التجارية ما عدا الاحتياطي الإلزامي + التزامات أخرى)

- القاعدة النقدية $BM = NFA + NDA$

¹. Moreno, "Intervention, sterilization," 23.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التقييم النقدي

تشير متطابقة ميزان المدفوعات إلى أن مجموع رصيدي الحساب الجاري وحساب رؤوس الأموال يساوي إلى التغير في صافي الأصول الأجنبية الخاصة بالبنك المركزي، هذا التغير (ΔNFA) هو مفتاح فهم الترابط بين المتطابقتين، لأنه يترجم الاختلال الحاصل في متطابقة ميزان المدفوعات (فائض أو عجز)، وفي نفس الوقت يمثل أحد محددات القاعدة النقدية في متطابقة البنك المركزي. ولتمحيص العلاقة المذكورة يمكن افتراض اقتصاد معين عند سعر صرفه السائد قد حقق توازنا في ميزان مدفوعاته فكانت المتطابقة كالتالي:¹

$$CAP + CA = \Delta NFA = 0$$

في حالة التوقعات الإيجابية بخصوص عائد الأصول المحلية سوف يحدث هناك تدفق داخل لرؤوس الأموال، هذه الحركية سوف تفرض ضغوطا على قيمة العملة المحلية نحو الارتفاع نتيجة زيادة الطلب الأجنبي عليها؛ بعد عمليات تحويل العملة الأجنبية إلى محلية من أجل امتلاك الأصول المحلية ذات العائد المرتفع، إلى هنا سوف يتدخل البنك المركزي* من أجل شراء الفائض في عرض العملة الأجنبية (إلغاء فائض الطلب على العملة المحلية) لمنع ارتفاع قيمة العملة، وبهذه الكيفية سوف يزداد رصيد مخزونه من الأصول الأجنبية بعد حدوث الفائض في ميزان رؤوس الأموال ($CAP > 0$)، فتصبح متطابقة ميزان المدفوعات على النحو التالي:

$$0 < CAP \text{ و } \Delta NFA \text{ حيث: } CAP + CA = \Delta NFA \neq 0$$

واستنادا إلى متطابقة البنك المركزي فإن هذه الزيادة في صافي الأصول الأجنبية سوف تنعكس مباشرة على القاعدة النقدية وذلك كما يلي:

$$NDA + (NFA + \Delta NFA) = (BM + \Delta BM)$$

ولأن البنك المركزي يسعى لمنع الزيادة في القاعدة النقدية BM الناتجة عن الزيادة في صافي أصوله الأجنبية NFA ، فإنه سوف يقوم بتعقيم العملية عن طريق اتخاذ إجراء معاكس من خلال تخفيض صافي أصوله المحلية، ويظهر ذلك في المعادلة التالية:

¹ Ibid., 23-24.

* إن تدخل البنك المركزي من أجل الحفاظ على الوضع التوازني للعملة يعني ذلك أنه يتبع نظام صرف ثابت أو بسيط، لأنه في حالة نظام الصرف المعموم بشكل حر فإن التوازن يحدث تلقائيا وينعكس على قيمة صرف العملة، وفي هذه الحالة فإن سياسة التقييم النقدي لا تمارس أو أن تطبق في حدود ضيقة على مستوى السوق النقدية.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

$$(NDA - \Delta NDA) + (NFA + \Delta NFA) = (BM + \Delta BM - \Delta BM_i)$$

إذا كانت الزيادة ($+\Delta BM$) الناشئة عن ΔNFA مساوية للانخفاض ($-\Delta BM_i$) الناتج عن ΔNDA فإن البنك المركزي استطاع تحييد اثر العملية بشكل تام، وتسترجع المعادلة شكلها الأول:

$$NDA + NFA = BM$$

وتجدر الإشارة إلى أنه في حالة خروج رؤوس الأموال، سوف يقوم البنك المركزي بعكس العملية فقط؛ عن طريق الزيادة في NDA لتعويض النقص الحاصل في NFA ، وإذا تساوى الطرفان فإن القاعدة النقدية لن تشهد أي انخفاض.

ولقياس درجة التعقيم بالاعتماد على المؤشر العادي، يجب الأخذ بالعوامل الأخرى التي يمكن أن تؤثر على متطابقة البنك المركزي ومن ثم على القاعدة النقدية، وهذا قياساً على المعمول به بين أغلب الاقتصاديين*، وذلك كما هو مبين في النموذج التالي:

$$\Delta NDA_t = c + \alpha \Delta NFA_t + Z_t + \varepsilon_t$$

c ، α ، ε و t : الثابت المطلق، معامل التعقيم النقدي، حد الخطأ والوقت الذي تتم فيه العملية على التوالي. Z : بعض المتغيرات الأخرى التي يمكن أن تؤثر في وظيفة التعقيم (الناتج المحلي الإجمالي، المضاعف النقدي...).

إن مؤشر التعقيم النقدي بالمفهوم الضيق يعتمد بشكل أساسي على معامل α ، والذي من خلاله يمكن تمييز الحالات التالية:¹

* يعد الاقتصاديان Cumby&Obstfeld أول من وضع العلاقة على هذا الشكل سنة (1981)، وتبعهم في ذلك على نفس المنهج كل من Cavoli & Rajan (2006)، Glick&Aizenman (2008)، Ouyang وآخرون (2010).¹ للاحاطة بكل الحالات أنظر :

- Joshua Aizenman and Reuven Glick, "Sterilization, Monetary Policy, and Global Financial Integration," NBER Working Paper, No. 13902 (March 2008): 08.

(DOI): <http://dx.doi.org/10.3386/w13902>

- Layal Mansour, "Hoarding of International Reserves and Sterilization in Dollarized and Indebted Countries: an effective monetary policy?" Group D'analyse et de Theorie Economique Lyon-St Etienne Working Paper, No. 1208 (Mai 2012): 05.

(DOI): <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2055165>

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

$\alpha = 1$ - تعقيم تام (*Full sterilization*): في هذه الحالة، وبعد الزيادة (النقصان) في صافي الأصول الأجنبية نتيجة دخول (خروج) التدفقات الرأسمالية، المؤدية في النهاية إلى توسع (انكماش) في الأساس النقدي، فإن البنك المركزي يتدخل لتحديد ذلك التغير في صافي أصوله الأجنبية بنفس حجم التغير في صافي أصوله المحلية، ولكن في الاتجاه المعاكس؛ كأن يخفض (يزيد) وحدة واحدة من *NDA* كلما اشترى (باع) وحدة إضافية من *NFA*، وبذلك يحقق حالة التحييد أو التعقيم التام، وصافي الأصول الأجنبية ليس لها أدنى تأثير على الأساس النقدي، أي أن التغير في هذا الأخير يساوي الصفر.

$\alpha = 0$ لا وجود لعملية التعقيم (*no practice of sterilization*): تدل قيمة المعامل في هذه الحالة على أن أي تغير في صافي الأصول الأجنبية بالزيادة أو النقصان سينعكس بشكل مباشر وكلي على الأساس النقدي، أي لا وجود لعملية تعقيمية والبنك المركزي لا يتدخل لتحديد التدفقات الداخلة أو الخارجة وبالنظر إلى البنك المركزي الذي يسعى دوماً إلى الحفاظ على الاستقرار النقدي، فإن هذه الحالة غير مرغوب فيها، لأنها تؤدي إلى ظهور البوادر التضخمية أو الانكماشية حسب اتجاه تدفق الرساميل.

$0 < \alpha < 1$ - تعقيم جزئي (*partial sterilization*): في حالة اتجاه التدفقات نحو الداخل (الخارج) فإن التعقيم الجزئي يدل على وظيفة ردة فعل البنك المركزي أمام زيادة (نقص) صافي الأصول الأجنبية ولكن بمعامل تعقيم منخفض، أي يسمح بتوسع (انكماش) نسبي في الأساس النقدي، لأن معدل الزيادة (النقص) في صافي الأصول الأجنبية يكون أكبر من معدل النقص (الزيادة) في صافي الأصول المحلية؛ فعندما يشتري (يبيع) البنك المركزي وحدة واحدة من *NFA* فإنه يقوم بتخفيض (بزيادة) أقل من وحدة واحدة من *NDA*

تجدر الإشارة إلى أن التعقيم الجزئي قد يعكس حالة من أصل حالتين متضادتين تماماً بخصوص السياسة النقدية؛ ففي حالة دخول رؤوس الأموال سيدل على تطبيق سياسة نقدية توسعية، أما في حالة خروجها فيوافق تطبيق سياسة نقدية انكماشية، أي أنه يمكن الاستدلال على توجهات السياسة النقدية اعتماداً على معامل التعقيم النقدي مباشرة.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

كما أن معامل التعقيم النقدي قد يأخذ قيمة تختلف عن الحالات الثلاث السابقة، والتي تم التوصل إليها في بعض الدراسات التي خصت دولا عايشت ظروفًا نقدية استثنائية نوعًا ما، وتمثل هذه القيم في الآتي:¹

$\alpha > 1$ - **تعقيم مفرط (over-sterilization)**: إذا كان اقتصاد معين يشهد تدفقات داخلية (خارجة) وكان معامل التعقيم النقدي أقل من الواحد الناقص، فهذا يدل على تطبيق سياسة نقدية صارمة (توسعية) متأتية من المخاوف الناجمة عن البوادر التضخمية (الانكماشية). في هذه الحالة فإن البنك المركزي عند امتلاكه (فقدانه) لوحدة واحدة من الأصول الأجنبية يترتب عليه تخفيض (زيادة) أكبر من وحدة واحدة من الأصول المحلية، وتطبيق السياسة بهذا الشكل يؤدي إلى تحقيق المستوى المرغوب في الأساس النقدي تحت الظروف النقدية المعنية.

$0 < \alpha$ **تعقيم مثبط (under-sterilization)**: في هذه الحالة، والتي يفوق فيها معامل التعقيم الصفر* فإن التغير في صافي الأصول الأجنبية والمحلية يكون في نفس الاتجاه وينعكسان معا وبنفس الكمية على الأساس النقدي؛ ففي حالة دخول رؤوس الأموال فإن البنك المركزي يطبق سياسة نقدية توسعية، وهذا ناجم عن مخاوف الوقوع في أزمة ائتمانية (*credit crunch*) أو التعرض إلى أزمة شاملة (*systemic crisis*)، أما في حالة التدفق نحو الخارج فإن البنك المركزي يطبق سياسة نقدية انكماشية.

وكما سبق الإشارة إليه، فإن معامل التعقيم إذا كان أقل من الواحد الناقص أو أكبر من الصفر فهذا يدل على تطبيق سياسة التعقيم النقدي لاحتواء ظروف استثنائية، فليس من المعقول أن تنخفض الأصول الأجنبية ويقوم البنك المركزي كذلك بتخفيض أصوله المحلية (حالة التعقيم المثبط) إلا إذا كان الاقتصاد المعني يشهد معدلات تضخم جد عالية أو أن التغير في كليهما جد طفيف ومؤقت، كما أن التغير في صافي الأصول المحلية بنسبة أكبر من التغير في صافي الأصول الأجنبية (حالة التعقيم المفرط) يدل على رغبة البنك المركزي في استهداف قاعدة نقدية تختلف عن الحالية تماما، وهذا لعدة أسباب قد تكون نقدية أو غير نقدية.

¹ . Aizenman and Glick, "Sterilization, Monetary Policy," 08-09.

* تختلف حالة التعقيم المثبط التي يتعدى فيها معامل التعقيم النقدي الصفر، عن حالة عدم ممارسة سياسة أصلا، أين يكون معامل التعقيم مساويا للصفر، ويظهر ذلك جليا حين مقارنة التغير في صافي الأصول المحلية، فنجده معدوما في الحالة الأولى ومتغيرا بنفس اتجاه تغير صافي الأصول الأجنبية في الحالة الثانية، أي قد يكون سالبا أو موجبا.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

2- المؤشر الواسع لسياسة التعقيم النقدي:

إن هذا المؤشر يعكس جهود البنك المركزي من أجل منع التقلبات في المجمع النقدي بمفهومه الواسع M_2 المترتبة عن التطورات الحاصلة في القاعدة النقدية، ويكون ذلك عبر تعديل المضاعف النقدي بواسطة الاحتياطات الإلزامية الملائمة، أي أنه يعكس أثر تراكم صافي الأصول الأجنبية على المجمع النقدي الواسع ويقاس المؤشر اعتماداً على النموذج التالي:¹

$$\Delta M_{2t} = c + \alpha \Delta NFA_t + Z_t + \varepsilon_t$$

إن المتغيرات المأخوذة في هذا النموذج الجديد لا تختلف عن السابق، إلا أنه تم استبدال التغير في صافي الأصول المحلية بالتغير في الكتلة النقدية M_2 ، وفي هذا النموذج يأخذ المعامل قيمتين* هما (1,0) الأولى تدل على ممارسة سياسة التعقيم بشكل تام، أما الثانية فهي تدل على عدم ممارسة السياسة². وتجر الإشارة إلى أن الاعتماد على هذا النموذج محدود جداً وأغلب الاقتصاديين يفضلون تبني النموذج الأول.

وفي ذات السياق، يمكن تحديد المضاعف النقدي الفعلي (*effective money multiplier*) الذي يختلف عن المضاعف النقدي العادي بمفهومه الضيق m_1 والواسع m_2 ، والذي من خلاله يمكن تقدير آثار تراكم احتياطات الصرف على العرض النقدي بالمفهوم الواسع خلال مدة زمنية معينة، وللحصول على الصيغة النهائية للمضاعف النقدي الفعلي يجب معالجة العلاقات التالية:³

لتكن البداية بمتطابقة البنك المركزي المعطاة سابقاً:

$$BM = NDA + NFA \quad \text{أي أن،} \quad \Delta BM = \Delta NDA + \Delta NFA \quad \dots \dots \dots (01)$$

¹. Cardarelli, Elekdag and Kose, "Capital Inflow: Macroeconomic Implication," 18.

* يمكن إسقاط الحالات الخمس المذكورة آنفاً والخاصة بالمؤشر العادي على هذا النموذج كذلك، فبالإضافة إلى الحالتين المذكورتين (تعقيم تام ولا وجود لممارسة التعقيم) يمكن استنتاج حالة التعقيم المفرط أين يكون المعامل أقل من الصفر، والتعقيم الجزئي ينحصر معاملته بين الصفر والواحد، أما في حالة التعقيم المنبسط فيكون أكبر تماماً من الواحد.

². Ibid.

³. Zhuo Tan and Shenggang Yang, "Neutralization in China: evidence from the balance sheet of the People's Bank of China," *Journal of Economic Policy Reform* 15, No. 01 (March 2012): 27. (DOI): <http://dx.doi.org/10.1080/17487870.2012.647776>

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

بمعنى أن التغيير في أحد الأصولين (المحلي أو الخارجي) أو كلاهما سوف يُترجم في تغيير الأساس النقدي ولتحييد هذا التغيير سوف يقوم البنك المركزي بالتدخل عن طريق التخفيض في صافي أصوله المحلية لمواجهة الزيادة الحاصلة في صافي أصوله الأجنبية، وذلك كما هو مبين في المعادلة التالية:

$$(02) \dots \dots \dots \Delta NDA = - \alpha \Delta NFA$$

حيث α يعبر عن نسبة التغيير في صافي الأصول الأجنبية المعقمة بواسطة التغيير في صافي الأصول المحلية، وقد يأخذ المعامل أحد الحالات الخمس المبينة سابقا. ولمعرفة انعكاس هذه الديناميكية في NFA على المجموع النقدي بالمفهوم الواسع وليكن M_2 ، يجب تحديد المضاعف النقدي الفعلي انطلاقا من المضاعف النقدي العادي وذلك كما يلي:

$$M_2 = m(BM)$$

في حالة مضاعف نقدي ثابت فإن:

$$(03) \dots \dots \dots \Delta M_2 = m (\Delta BM)$$

بتعويض المتطابقة (01) في المعادلة (03) نجد:

$$(04) \dots \dots \dots \Delta M_2 = m (\Delta NFA + \Delta NDA)$$

وبتعويض المعادلة (02) في المعادلة (04) يمكن الحصول على الصيغة النهائية للمضاعف النقدي الفعلي وذلك كما يلي:

$$\Delta M_2 = m (1 - \alpha) \Delta NFA$$

حيث ΔM_2 هو التغيير في الكتلة النقدية بالمفهوم الواسع الناتج عن التغيير المسبق في صافي الأصول الأجنبية ΔNFA ، أما عن العلاقة $m (1 - \alpha)$ فهي تعبر عن المضاعف النقدي الفعلي الذي يقيس مقدار التغيير السابق.

ومن المهم الإشارة إلى أنه في حالة التعقيم التام ($\alpha = 1$) فإن المضاعف النقدي الفعلي يساوي الصفر، وهذا يدل على أن التغيير الحاصل في صافي الأصول الأجنبية قد تم تحييده بشكل تام ولم يكن له تأثير يذكر على المعروض النقدي، وعموما فإن المضاعف النقدي الفعلي $m (1 - \alpha)$ يكون عادة أكبر من

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

الصفحة،¹ ولكن هذا لا ينفي أن يأخذ قيمة تقل عنه في بعض الحالات، ومثال ذلك حالة التعقيم المفرط الاستثنائية.

المطلب الثالث: تقييم سياسة التعقيم النقدي

بالرغم من المحاسن التي توفرها سياسة التعقيم النقدي، إلا أنها لا تخلو من عدة مثالب كانت محل جدل اقتصادي واسع، كما أن للسياسة عدة معيقات تعمل على الحد من فعاليتها خصوصا إن طالت فترة ممارستها. وما سيتم التعرض له في هذا العنصر يخص السياسة بشكل عام دون التطرق إلى تفاصيل تطبيقها التي ستوضح لاحقا.

1- فوائد ومضار سياسة التعقيم النقدي:

هناك العديد من الأفكار والآراء المتضاربة حول فعالية سياسة التعقيم النقدي من عدمها، ولا يوجد إجماع بخصوص هذا العنصر، وذلك راجع من جهة إلى اختلاف ممارسة السياسة في حد ذاتها، ومن جهة أخرى إلى المناخ الاقتصادي المطبقة فيه، فمثلا كان رأي كل من *Calvo*، *Leiderman* و *Reinhart* على أنها "خطوة تميل إلى إدامة الفجوة بين سعر الفائدة المحلي والأجنبي على نحو يؤدي إلى رفع التكاليف (شبه) المالية المتزايدة"²؛ أي أن سياسة تعقيم رؤوس الأموال الداخلة تعمل على رفع سعر الفائدة المحلي من أجل امتصاص تلك التدفقات، وبذلك تتولد موجات تدفق جديدة، وبما أن سعر الفائدة المطبق في هذه العملية يمثل عبئا على البنك المركزي، والعبء نفسه على علاقة طردية مع سعر الفائدة المحلي، فالنتيجة هي تعاضل تكاليف تطبيق السياسة في كل محاولة تعقيمية لتدفق جديد. أما عن *Reisen* فقد تطرق إلى الجانب الإيجابي للسياسة، وحثه في ذلك أنها حولت لبعض دول شرق آسيا تحقيق استقلالية نقدية على الرغم من ثبات أسعار صرفها وانفتاح أسواقها على العالم الخارجي³، بعبارة أخرى؛ أنها نجحت في التوفيق الآني النسبي بين أضلاع الثلاثية المستحيلة. ويمكن توضيح بعض فوائد ومضار السياسة بشكل عام في النقاط التالية:

¹. Ibid., 27-28.

². Jeffrey A. Frankel, "Sterilization of Money Inflows: Difficult (Calvo) or Easy (Reisen)?" *Estudios de Economia* 24, No. 02 (December 1997): 265

<http://EconPapers.repec.org/RePEc:udc:esteco:v:24:y:1997:i:2:p:263-285>

³. Ibid.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

1-1. فوائد سياسة التعقيم النقدي:

- تحقيق الاستقرار في الأساس النقدي: إن الفائدة الأساسية لسياسة التعقيم هي الحفاظ على استقرار الأساس النقدي، وبما أن التذبذبات الحاصلة على مستوى أسعار الفائدة (المحلي والأجنبي) تؤدي إلى إحداث خلل على مستوى ميزان المدفوعات نتيجة دخول أو خروج رؤوس الأموال، وجب تبني السياسة المعنية للحيلولة وتأثر الأساس النقدي بحالتي الفائض والعجز في ميزان المدفوعات¹، ولأن هاتين الحالتان تنعكسان على مستوى السيولة في السوق النقدي، فإنه يجب على البنك المركزي التدخل من أجل استرجاع أو حقن السيولة -حسب حالة ميزان المدفوعات- لتخفيف التقلبات الحاصلة في سعر الفائدة المحلي، الأمر الذي ينعكس بالإيجاب على قيمة سعر صرف العملة كذلك²؛ فيصبح البنك المركزي في غنى عن التدخل لحماية قيمة العملة من الارتفاع إذا لم ترتفع أسعار الفائدة والعكس بالعكس.

وتجدر الإشارة إلى أن محاولة تحقيق الهدف المذكور أعلاه يكتنفه بعض الغموض، خاصة إذا علمنا أنه في بعض الأحيان، عمليات استرجاع أو حقن السيولة بحد ذاتها تكون سببا في استمرارية المشكلة المراد معالجتها، بالإضافة إلى أن محاولة تحقيق الاستقرار في الأساس النقدي حالة دخول رؤوس الأموال يختلف كل الاختلاف عن الحالة العكسية، وهذا ما سيتم تبيانها في الجزء الخاص بالثلاثية المستحيلة.

بالنسبة إلى باقي فوائد السياسة فهي عبارة عن تحصيل حاصل من الفائدة الرئيسية المذكورة أعلاه وتختلف حسب اتجاه تدفق رؤوس الأموال، ونذكر منها:

- زيادة تنافسية قطاع الصادرات وتراكم الاحتياطيات الرسمية: هذه الميزة خاصة بتعقيم رؤوس الأموال الداخلة فقط، وتعنى بالدول التي تتبع إستراتيجية النمو القائم على التصدير* (*export-oriented*)

¹. Edward E. Ghartey, "Exchange pressure, sterilized intervention and monetary policy in Ghana," The University of the West Indies, (December 2005): 09.

<http://EconPapers.repec.org/RePEc:ekd:002721:272100031>

². Alice Y. Ouyang and Ramkishen S. Rajan, "Reserve Stockpiling and Managing its Monetary Consequences: The Indian Experience," *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies* 01, No. 01 (March 2008): 82.

(DOI): <http://dx.doi.org/10.1080/17520840701835021>

* وهي إستراتيجية تنموية تهدف إلى تعزيز القدرة الإنتاجية من خلال التركيز على فرص تسويقية متاحة في الأسواق العالمية، وقد خلقت هذه الإستراتيجية نوع من التوافق في الأوساط الاقتصادية حول قدرتها على تحريك عجلة النمو في ظل الانفتاح على العالم الخارجي. وتجدر الإشارة إلى أن ألمانيا واليابان كانتا السباقتين لتبني الإستراتيجية سنوات 1950 و 1960، ثم بعد ذلك أتى دور النمور الآسيوية الأربعة، كوريا الجنوبية، التايوان، هونغ كونغ وسنغافورة، وذلك سنوات 1970، ثم توسع نطاق تطبيقها خلال سنوات 1980-1990 وشمل كلا من دول جنوب شرق آسيا (تايلاند، ماليزيا وإندونيسيا) والمكسيك، وتعد الصين النموذج الرائد لهذه التجربة مع بداية القرن العشرين.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

(*growth strategy*)، والتي تعمل على زيادة مخزون الاحتياطي من العملة الأجنبية من خلال سياسة التعقيم النقدي، ثم تعتمد إلى التحسين أو الحفاظ على تنافسية قطاع صادراتها نحو الدول الصناعية بالاستعانة بتلك الاحتياطيات، وخير مثال على ذلك ما تقوم به الصين وجيرانها بمحاولتهم الحفاظ على تنافسية صادراتهم تجاه الولايات المتحدة الأمريكية وغيرها من الدول الصناعية، حتى وإن كان ذلك على حساب تحريف أنظمتهم المالية (تخفيض قيمة العملة)، والمهم هو ربح لعبة تراكم الاحتياطيات على الأقل في المدى القصير،¹ مع العلم أن الطريقة التي تجعل سياسة التعقيم تعمل على زيادة حجم الاحتياطيات الرسمية هي الإبقاء على قيمة العملة الخارجية في وضعها التنافسي أو تقييمها بأقل من قيمتها، وهذا ما يحفز من جهة على ولوج تدفقات رؤوس الأموال، ومن جهة أخرى يعمل على تشجيع قطاع الصادرات*.

– عزل آثار انخفاض قيمة العملة وتجنب انهيار الناتج المحلي: تحدث ظاهرة انخفاض قيمة العملة في حالة خروج رؤوس الأموال، والناتجة بدورها عن الهجمات المضاربية وأزمة ثقة في العملة، والتي قد تؤدي إلى انهيار البنوك والمؤسسات المالية، فيكون تدهور الناتج المحلي بالإضافة إلى ارتفاع معدلات البطالة نتيجة حتمية، وكإجراء تعقيمي من قبل البنك المركزي فإنه يتدخل لإرخاء السياسة النقدية (خفض سعر الفائدة ومنح الائتمان)، من أجل تحييد آثار خروج رؤوس الأموال ومنع انتقال أثرها السلبي على الجانب المالي والحقيقي²، غير أن التدخل الذي يقوم به البنك المركزي قد لا يكون كما خطط له، لأن خفض أسعار الفائدة إلى مستويات متدنية سوف يؤدي حتما إلى زيادة خروج رؤوس الأموال، كما أن مقاومة انخفاض قيمة العملة راجع إلى أمرين مهمين، أولهما؛ مستوى الاحتياطيات الرسمية الموجودة مسبقا لدى البنك المركزي، وثانيهما؛ هو رغبة هذا الأخير في استتراف تلك الاحتياطيات من أجل الحفاظ على قيمة العملة لذلك وجب عليه تخفيض سعر الفائدة في المدى الذي لا تفقد فيه جاذبيتها، لتبقى حافزا لدخول رؤوس الأموال الأجنبية، أو على الأقل لا تؤدي إلى هروب المحلية منها.

¹. Aizenman and Glick, “Sterilization, Monetary Policy,” 17.

* يجب أن تكون مرونة الطلب على الصادرات كافية لتحقيق الأثر المرغوب فيه بعد تخفيض العملة، والأمر الذي لا يقل أهمية هو، عدم دخول الشركاء التجاريين للبلد المعني في حرب للعملة (*Currency War*)؛ أي أن الشركاء التجاريين المقابلين لن يقوم هو الآخر بتخفيض قيمة عملته من أجل إعطاء دفعة لصادراته، وإلا فلن يكون لإجراء خفض قيمة العملة أثر يذكر.

². Ramkishan S. Rajan, “Financial Crisis Capital Outflow and Policy Responses: Simple Analytics and Examples from East Asia,” Centre for International Economic Studies, Discussion Paper, No 0311 (April 2003): 13.

<http://EconPapers.repec.org/RePEc:adl:cieswp:2003-11>

2-1. مضار سياسة التعقيم النقدي

كما هو الحال بالنسبة لفوائد سياسة التعقيم النقدي فإن مضارها هي الأخرى تختلف حسب اتجاه رؤوس الأموال، ففي حالة ولوج هذه الأخيرة فإن مضار السياسة تتمثل في النقاط التالية:¹

- **تفاوت حجم وأهمية القطاعات في الاقتصاد الواحد:** ذلك لأن سياسة التعقيم النقدي تعمل على إبقاء العملة مقومة بأقل من قيمتها (*undervalued*)، فيعمل ذلك على تحفيز وتطوير القطاعات المصدرة (*tradable sectors*) في البلد المعني على حساب القطاعات التي تمتاز بسلع غير قابلة للتصدير (*non-tradable sectors*)، مثل: قطاع العناية الصحية، السكن، التعليم... هذه الأخيرة تبقى شبه مهمشة وتحت المستوى المرغوب*.

- **تشويه الجانب المالي:** في خضم ممارسة السياسة التعقيمية فإن البنوك تكون من جهة ملزمة على إرجاع السيولة إلى البنك المركزي عن طريق الاحتياطي الإجباري، ومن جهة أخرى محفزة على نفس السلوك بواسطة أسعار الفائدة المغرية والخاصة بالسندات المستعملة في عملية الاسترجاع، ونتيجة لهذا سوف تُخلق دائرة شبه مغلقة تتحرك فيها السيولة بين البنك المركزي والبنوك التجارية دون مراعاة الحاجيات التمويلية للقطاع الحقيقي.

ومن المهم الإشارة إلى أن ارتفاع أسعار الفائدة المتتالي يخلق أكبر مشكلة ناتجة عن ممارسة السياسة التعقيمية، وهي التكاليف التي يتحملها البنك المركزي بعد ارتفاع أسعار الفائدة المطبقة على أدوات السياسة التعقيمية، وتعاظم بانخفاض العائد على الأصول الأجنبية الذي يمكن أن يغطي كل أو جزءا من هذه التكاليف، وعليه فإن تحمل التكاليف على امتداد فترة زمنية كبيرة سوف يكبد البنك المركزي خسائر كبيرة، وي طرح مشكل تآكل استقلالته أمام احتمال إعادة تمويله من قبل الحكومة².

¹. John Greenwood, "The Costs and Implications of PBC Sterilization," *Cato Journal* 28, No. 02 (Spring/Summer 2008): 209-210.

<http://EconPapers.repec.org/RePEc:cto:journl:v:28:y:2008:i:2:p:205-217>

* وتجدر الإشارة إلى أنه في حال كان القطاع القابل للمتاجر هو قطاعا منتجا للمواد الأولية، فإن تحسنه الملحوظ سوف يؤدي بعد فترة من الزمن -خصوصا بعد التحلي عن تطبيق السياسة التعقيمية أو عدم فعاليتها- إلى تهمين قيمة العملة نتيجة الفوائض المتأتبة عن عملية التصدير، الأمر الذي سيحدث زيادة في حجم الإنفاق على القطاع غير القابل للمتاجرة، وينعكس ذلك في زيادة الطلب على مخرجاته، ويكون تحسنه هو الآخر ما هو إلا تحصيل حاصل، وذلك كما أتت به نظرية لعنة الموارد في شقها الاقتصادي الخاص بالمرض الهولندي (*dutch disease*) المفسر لأثر تحول الإنفاق.

². Ganley, "Surplus liquidity," 33.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

إن الإبقاء على أسعار الفائدة المحلية في مستويات مرتفعة وما ينجر عن ذلك من مثالب، جعل بعض الأدبيات تصف السياسة التعقيمية بالأسلوب الفاشل ذاتياً (*Self-defeating manner*)¹؛ لأن نقطة ضعف السياسة في حد ذاتها هي الاعتماد على الدين الداخلي كخطوة لعزل التدفقات الرأسمالية، ولكن ارتفاع أسعار الفائدة سوف يعمل على جلب المزيد منها، وبهذا الشكل يتعاظم مستوى الدين (التكاليف شبه المالية) بارتفاع أسعار الفائدة. ناهيك عن استفحال أثر المزاحمة أو إقصاء القطاع الخاص (*-crowding out effect*) بعد تزايد شراهة المؤسسات المالية والبنوك لاكتساب السندات ذات معدل الفائدة المتزايد متجاهلة بذلك مطالب تمويل القطاع الخاص²، الذي لم يعد أمامه إلا أن يقترض بسعر فائدة مرتفع فيقضي على فرص ربحه - باعتبار أن القطاع العام يستطيع أن يقترض عند المستوى المذكور-، أو أن لا يقترض وهذا هو الاحتمال الأقرب، وبذلك تغيب مساهمة القطاع الخاص في النهوض بالاقتصاد المعني بعد انهيار القطاع في حد ذاته.

وعلى أساس ما سبق، يتضح بأن سياسة التعقيم النقدي ما هي إلا مسكن مؤقت يتم من خلاله تغليب مصلحة الاستقرار المالي على حساب تشويه القطاع الحقيقي، مع العلم أن كلاهما مهدد إذا استمر تطبيق السياسة على أمد يفوق المتوسط بنفس الوتيرة ودون إجراء التعديلات اللازمة.

أما عن مثالب السياسة في حالة خروج رؤوس الأموال فتتمثل في ما يلي:

- استنزاف الاحتياطيات الرسمية: في حالة خروج رؤوس الأموال (جاء ارتفاع سعر الفائدة الأجنبي، أزمة ثقة في العملة...) فإن النتيجة الطبيعية هي حدوث قصور للسيولة على مستوى السوق النقدي، وبمحاولة البنك المركزي تفادي الحالة المذكورة، فإنه سوف يقوم بتعقيم الانخفاض الحاصل في صافي أصوله الأجنبية عن طريق الزيادة في أصوله المحلية (زيادة حجم الائتمان المحلي) للحفاظ على استقرار الأساس النقدي، غير أن هذه العملية التعقيمية تعمل على تخفيض أسعار الفائدة* مؤدية بذلك إلى إحداث

¹. Edward Buffie et al, "Exchange Rate Policy and the Management of Official and Private Capital Flow in Africa," IMF Working Paper, No. 04/216 (November 2004): 29.

(DOI): <http://dx.doi.org/10.5089/9781451875119.001>

². Enrique Alberola and José M. Serena, "Global Financial Integration, Monetary Policy and Reserve Accumulation: Assessing the Limits in Emerging Economies," Banco de España Working Paper, No. 0706 (2007): 19.

(DOI): <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.978124>

* في الحالة العادية، أي دون ممارسة سياسة تعقيم أثر توجه رؤوس الأموال نحو الخارج، فإن أسعار الفائدة لا تنخفض وإنما سوف تنجح نحو الارتفاع، وذلك ناتج عن نقص حجم السيولة في السوق النقدي.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

نتائج عكسية؛¹ وذلك لزيادة خروج رؤوس الأموال التي لم تعد ترى في سعر الفائدة الحافز المرغوب من أجل البقاء، فينعكس ذلك على استنزاف الاحتياطيات الرسمية بعد اختيار البنك المركزي الدفاع عن قيمة العملة من الانخفاض، لذلك فقد أكد *Frankel* أنه في ظل حرية تنقل رؤوس الأموال مع نظام صرف ثابت، لا توجد أي طريقة تمكن من تحديد سعر الفائدة المحلي بشكل مستقل.²

– الهجمات المضاربية وإمكانية انهيار نظام الصرف: إذا كانت تدفقات رؤوس الأموال تمتاز بسرعة الدخول والخروج وذات أهداف مضاربية قصيرة الأجل (الأموال الساخنة)، فإن حساسيتها تجاه العائد النسبي للأصول المحلية جد عالية، فبمجرد ارتفاع سعر الفائدة الأجنبي سوف يؤدي ذلك إلى تحفيز الهجمات المضاربية على العملة المحلية وأزمة في ميزان المدفوعات، لأن تعقيم رؤوس الأموال الخارجة يؤدي إلى تخفيض العائد النسبي للأصول المحلية مقارنة مع الأجنبية،³ كما أن مقاومة تلك الهجمات متعلق بحجم الأصول الأجنبية لدى البنك المركزي الذي قد يتخلى عند مستوى معين عن الدفاع على قيمة العملة والاتجاه نحو التعويم في حالة ازدياد سرعة وحجم تلك الهجمات المضاربية.

2- معيقات سياسة التعقيم النقدي

إن معيقات سياسة التعقيم تحد من مجال السيطرة النقدية للبنك المركزي، وتجعل إمكانية استمراره في ممارسة السياسة جد ضيقة إن لم تنعدم في حال استمرار التدفقات لمدة طويلة، ومن بين هذه المعوقات نجد:

– الثلاثية المستحيلة (*impossible trinity*): استنادا إلى النظرية الكلاسيكية الخاصة بالاقتصادي *Mundell* * (1963)، فإن البنك المركزي لا يستطيع التحكم المتزامن في كل من سعر الصرف وسعر الفائدة المحلي (الاستقلالية النقدية) في ظل انفتاح الأسواق المالية، ففي حالة التدخل المعقم لخروج رؤوس الأموال فإن العوائق تتجسد من جهة في حجم ورغبة الدولة في استنزاف احتياطياتها من أجل الحفاظ على قيمة العملة، ومن جهة أخرى في حجم الائتمان الطارئ الذي يمكن منحه للاقتصاد المحلي، باعتبار أن

¹. D. S. Wijesinghe, "Monetary Policy Responses to External Shocks: Some Policy Simulations for Sri Lanka and Malaysia," the (SEACEN) Centre Working Paper (December 1989): 4.

<http://EconPapers.repec.org/RePEc:sea:rstudy:rp11>

². Frankel, "Sterilization of Money Inflows," 268.

³. Marcos A. Buscaglia, "Sterilization of Capital Inflows and Balance of Payments Crises," *Econometric Society 2004 Latin American Meetings Working Paper*, No.189, (July 2003): 04.

<http://EconPapers.repec.org/RePEc:ecm:latm04:189>

* *Robert Mundell* (1932-2012) اقتصادي كندي الجنسية، حائز على جائزة نوبل للاقتصاد سنة 1999 لعمله المشهور والمتغل في تحليل السياسة النقدية والمالية في ظل أنظمة الصرف المتباينة، بالإضافة إلى تحليله لمناطق العملة المثلى، وهو الأب الروحي لبعض النماذج الأخرى في الاقتصاد الدولي مثل نموذج ماندل – فليمنج.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

خروج رؤوس الأموال يؤدي إلى قصور في السيولة المحلية. أما الحالة العكسية فهي أقل وضوحاً وتعتمد على مدى رغبة الدولة في حيازة الاحتياطيات الرسمية ومقاومة ارتفاع قيمة عملتها، غير أن ارتفاع أسعار الفائدة المحلية لامتصاص السيولة الفائضة والناجثة عن تراكم تلك الاحتياطيات يجلب تدفقات جديدة، وبهذا الشكل تزداد الضغوط على العملة نحو الارتفاع، بالإضافة إلى تزايد تكاليف تطبيق العملية في كل مرة، كل هذا يؤدي في الأخير إلى زيادة قيمة العملة أو انهيار أسعار الفائدة،¹ فتبقى محاولة التنسيق بين أضلاع الثلاثة صعبة أو مستحيل، خاصة في حالة تدفق رؤوس الأموال نحو الخارج.

- **تصميم السياسة في حد ذاته:** ذلك لأنها مصممة للتعامل مع آثار الصدمة وليس مع أسبابها الضمنية، وفي حالة عدم معالجة هذه الأخيرة فإن حجم وسرعة التدفقات مع مرور الوقت سوف تتغلب على قدرة التعقيم فيصبح غير فعال، بعبارة أخرى؛ فإن سياسة التعقيم النقدي ما هي إلا وسيلة مؤقتة تمنح هامش مناورة كاف إلى غاية تشخيص أسباب الصدمة وتبني الإجراءات الملائمة.²

وفيما يخص المعوقات الخاصة بممارسة سياسة التعقيم النقدي في حالة دخول رؤوس الأموال فقط، نجد النقاط التالية:³

- **صعوبة إدارة ميزانية البنك المركزي:** وذلك ناتج عن ضخامتها جراء عمليات استرجاع السيولة الفائضة من السوق النقدية، بالإضافة إلى احتكار عملية الحيازة على الاحتياطيات الرسمية وعوائدها* المستثمرة في بعض الأصول الأجنبية، الأمر الذي يؤدي إلى تعسير مهمة البنك المركزي في إدارة ميزانيته بشكل أمثل، ناهيك عن إرغامه على تحمل تكاليف العملية ومواجهة البوادر التضخمية.

- **تخمة المدخرات العالمية (*global savings glut*):** إن تراكم الاحتياطيات الرسمية لدى العديد من الدول وبكميات ضخمة، أدى بالتوازي إلى تراكم مخزونها الخاص بالسندات الأمريكية - والأصول

¹. Madhusudan S. Mohanty and Philip Turner, "Intervention: what are the Domestic Consequences?" in *Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications*, BIS Papers No. 24 (Basel: Bank for International Settlements, May 2005): 60.
<http://EconPapers.repec.org/RePEc:bis:bispc:24-05>

². Jang-Yung Lee, "Implications of a Surge in Capital Inflows: Available Tools and Consequences for the Conduct of Monetary Policy," IMF Working Paper, No. 96/53 (May 1996): 06.

(DOI): <http://dx.doi.org/10.5089/9781451847345.001>

³. Greenwood, "The Costs and Implications," 210.

* قد يحدث وأن تمتلك البنوك التجارية في بعض الأنظمة المالية (كحالة الصين) أرصدة من الموجودات الأجنبية، لكنها تبقى قليلة ولا تقارن بالمستوى الذي هو في حوزة البنك المركزي، كما أن هذا الأخير هو المسؤول عن تحديد أحجام تلك الأرصدة المخول إدارتها خارج خزينته.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

المماثلة- كأصل خالي من المخاطرة، وبالتالي فإن فائض الطلب على هذه الأصول أحدث الظاهرة أطلق عليها *Bernanke* وآخرون اسم "تخمة المدخرات العالمية"، التي أدت إلى ارتفاع أسعار الأصول المعنية وانخفاض مردودها. وعليه، فإن الظاهرة أصبحت عائقا أمام مفهوم استمرارية السياسة التعقيمية، باعتبار أن العائد المنخفض المتأتي من العملية الاستثمارية لا يغطي تكاليفها المتزايدة.

اتضح مما سبق، أنه على الرغم من الفرص التي تطرحها سياسة التعقيم للبنك المركزي من أجل تعزيز سيطرته على الوضع النقدي في حالتي دخول وخروج رؤوس الأموال، عن طريق تحييد آثار الظاهرة ومنع انعكاسها حتى على الجانب الحقيقي، إلا أنها تحمل في طياتها أعراضا غير مرغوب فيها يمكن أن تقوض من محاولة تحقيق الاستقرار النقدي والاقتصادي ككل، خصوصا إذا كان تطبيقها بشكل غير كفاء وفي اقتصاد يعاني من مظاهر التخلف المالي والنقدي.

المبحث الثاني: أدوات سياسة التعقيم النقدي

من أجل تحقيق الهدف التعقيمي المنشود من وراء تطبيق السياسة، سيكون لزاما على البنك المركزي استحداث أو تكيف ترسانة من الأدوات التعقيمية تنشط في الوقت المناسب وبالجم الكافي وعلى مستوى السوقين (النقدي وسوق الصرف)، كما أن هذا لا ينفى لجوئه في بعض الأحيان إلى آليات إضافية مساعدة تكون ذات تكلفة أقل أو أكثر فعالية في الظروف غير العادية.

المطلب الأول: مبدأ عمل الأدوات التعقيمية وتقسيماتها

إن تعدد أدوات سياسة التعقيم النقدي راجع بشكل أساسي إلى تباين درجة فعاليتها في تحقيق أهداف السياسة، بالإضافة إلى البيئة النقدية محل نشاطها، أما عن أشهر تقسيماتها فيمكن الأخذ بالمعيارين التاليين:

1- التقسيم على أساس طبيعة الأداة:

تحت هذا المعيار يتواجد نوعين من الأدوات وهما، القائمة على أساس السوق (*market-based tools*) وغير القائمة على أساسه (*non-market-based tools*):

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

1-1-1. الأدوات السوقية: وهي عبارة عن تعاملات مالية بين البنك المركزي والبنوك التجارية من أجل تحقيق المستوى المرغوب للسيولة،¹ وكلمة تعاملات توحي بأن الاتفاق يأتي بعد التفاوض في ظل آليات سوق (العرض والطلب) تعمل دون قيود تذكر، ومن بين هذه الأدوات نجد:

1-1-1-1. عمليات السوق المفتوحة (*open market*): حيث تخول هذه الأداة للبنك المركزي القدرة على تجميع آثار تدفقات رؤوس الأموال عن الأساس النقدي، وذلك عن طريق بيع الأوراق المالية المحلية إلى البنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى من أجل امتصاص فائض السيولة المتواجد على مستوى الساحة النقدية جراء عمليات تنقيد التدفقات الداخلة،² أما إن كان التدفق نحو الخارج فإن البنك المركزي يكفيه عكس العملية، أي أنه سيعمد إلى شراء الأوراق المالية من أجل توفير الحجم الائتماني اللازم لتعويض الأثر الانكماشى الناتج عن تآكل مستوى الاحتياطيات الرسمية،³ وهذه الكيفية يستطيع البنك المركزي التعامل مع التدفقات الرأسمالية بالمرونة الكافية، والحيلولة دون تذبذب الأساس النقدي في كلتا الحالتين.

وتجدر الإشارة إلى أن عمليات السوق المفتوحة قد تتحول إلى أداة غير سوقية، وذلك إن تم خلالها التعاقد على الأوراق المالية بشكل قسري؛ كأن يرغم البنك المركزي البنوك التجارية على امتلاك الأوراق المالية في حالة امتناعها عن ذلك بسبب انخفاض أسعار فوائدها. وقد حدث وأن طبقت هذه العملية من قبل بنك الصين الشعبي، بعد التراكم غير المسبوق لاحتياطياته الرسمية بالتوازي مع تعاضم تكاليف تطبيق سياسة التعقيم، وسعيًا منه لاحتواء الوضع المكلف قام بتخفيض أسعار الفائدة على الأوراق المالية المتداولة ثم فرضها على البنوك التجارية الممتنعة عن ذلك.⁴

1-1-2. المزادات التنافسية (*competitive auctions*): تطبق هذه الأداة بشكل واسع لدى البلدان ذات الأسواق الصاعدة، التي غالبًا ما تجد نفسها أمام تدفقات رأسمالية داخلة وبأحجام معتبرة، نظرا لسياسات التحفيز التي تقدمها تلك الأسواق ومنها على سبيل المثال: المكسيك، المجر وأوغندا... وتضم هذه الأداة نوعين من المناقصات التنافسية، الأول يخص مناقصات أسعار الفائدة (*interest-rate*

¹. Ganley, "Surplus liquidity," 28.

². Ronald McKinnon and Gunther Schnabl, "China's Exchange Rate and Financial Repression: The Conflicted Emergence of the Renminbi as an International Currency," *China & World Economy* 22, No. 03 (2014): 21.

(DOI): <http://dx.doi.org/10.1111/j.1749-124X.2014.12066.x>

³. Robert P. Flood, Peter M. Garber and Charles Kramer, "Collapsing exchange rate regimes: Another linear example," NBER Working Paper, No. 5318 (October, 1995): 10.

(DOI): <http://dx.doi.org/10.3386/w5318>

⁴. McKinnon and Schnabl, "China's Exchange Rate," 22-23.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

tender)؛ التي يحدد من خلالها البنك المركزي حجم السيولة الذي يلزم استرجاعه، بالإضافة إلى سعر الفائدة الأقصى الذي لا يمكن تجاوزه. أما النوع الثاني فهو متعلق بمناقصات الحجم (*volume tender*) حيث يثبت فيها البنك المركزي سعر الفائدة، أما أحجام السيولة المراد استرجاعها فلا يعلن عنها قبل المزاد¹. والفارق الملحوظ بين المناقصتين يتجلى في المتغير الذي يتم تحديده من قبل البنك المركزي، ففي المناقصة الخاصة بأسعار الفائدة يكون هذا الأخير قابلاً للتفاوض في ظل آلية تنافسية ما لم يتعدى حدوده القصوى المعلن عليها، أما أحجام السيولة المراد استرجاعها فهي محددة مسبقاً استناداً إلى خصوصية تسيير العرض النقدي من قبل البنك المركزي. وعلى النقيض من ذلك، فإن مناقصات الحجم يكون فيها سعر الفائدة ثابتاً ولا مجال للتفاوض عليه، وأحجام السيولة لا تحدد قبل قيام المزاد.

يمكن أن تكون المزادات التنافسية في صورة مزادات اقتراض من البنك المركزي لا إقراضاً له كما أتى سالفاً، وذلك في حالة خروج رؤوس الأموال، فحاجة الساحة النقدية إلى السيولة تجعل البنك المركزي مرغماً على تعقيم آثار الظاهرة كالاكتفاء على تسهيلة المزاد الآجل (*The Term Auction Facility*) التي تبناها الاحتياطي الفدرالي من أجل عزل الأساس النقدي عن ظاهرة العجز في السيولة أواخر سنة 2007، وذلك عن طريق تخصيص الحجم المناسب من السيولة وإقراضه إلى البنوك التجارية بأسعار فائدة تتحدد في السوق النقدية وفق آلية تنافسية².

3-1-1. عمليات إعادة الشراء العادية والعكسية (*Reverse repo&Repo*): في حالة عمليات إعادة الشراء العادية تكون البنوك التجارية هي المقترض من البنك المركزي مقابل سعر فائدة معين، أي أنها تعمل على بيع أوراق مالية ذات سعر فائدة محدد إلى البنك المركزي مقابل منحها حجم السيولة المرغوب فيه على أن تعيد شرائها منه مستقبلاً. أما في حالة عمليات إعادة الشراء العكسية، فإن البنك المركزي يلعب دور المقترض من البنوك التجارية، وذلك بعد منحها لأوراق مالية ذات سعر فائدة معلوم، مقابل امتصاص حجم يراه مناسباً من السيولة، شرط أن يعيد شراء تلك الأوراق آجلاً³.

¹. Ganley, "Surplus liquidity," 29.

². Olivier Armandier et al, "Discount Window Stigma during the 2007-2008 Financial Crisis," *Journal of Financial Economics* 118, No. 02, (November 2015): 320.

(DOI): <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.08.006>

³. John Hawkins, "Globalisation and monetary operations in emerging economies," in *Globalisation and monetary policy in emerging markets*, BIS Papers No. 23 (Basel: Bank for International Settlements, May 2005): 74.

(DOI): <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1188511>

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

بمعنى، أن عمليات إعادة الشراء العادية تعمل على تعقيم أثر خروج رؤوس الأموال بعد إلغاء حالة قصور السيولة في السوق النقدية، بينما عمليات إعادة الشراء العكسية تعمل بخلاف ذلك، من خلال تعقيم أثر دخول رؤوس الأموال عن طريق امتصاص فائض السيولة. وعليه، فإن هاتين الأدوات تمسحان البنك المركزي فرصة التعديل المناسب لمستوى السيولة المحلية، وعزل أثري الفائض والانكماش عن الأساس النقدي.

4-1-1. مبادلات العملة الأجنبية (swaps): وهي من الأدوات التي يستعملها البنك المركزي من أجل تعقيم تدفقات رؤوس الأموال، ففي صيغتها الانكماشية (*contractionary swaps*) تعمل على كبح التوسع في المعروض النقدي الناتج عن ظاهرة التدفق الداخلي، وذلك عن طريق تدخل البنك المركزي وبيع العملة الأجنبية مقابل المحلية، وفي نفس الوقت يوافق على إعادة شرائها في المستقبل بسعر الصرف الآجل وبهذا الشكل فإن العملة الأجنبية لدى البنوك تزداد في الوقت الذي تنخفض فيه سيولتها بالعملة المحلية، وإذا عمل البنك التجاري على منح قروض للمقيمين بالعملة الأجنبية، فسوف يؤدي ذلك إلى التقليل من مستوى القاعدة النقدية إلى غاية تحقيق المستهدف منها، كما أن بإمكانه إقراض غير المقيمين أو أن يستثمر بنفسه خارج البلد،¹ مع العلم أن هذا الإجراء الأخير غايته خلق تدفق نحو الخارج لمعادلة أو على الأقل التخفيف من حدة التدفقات الداخلة، وغالبا ما تكون العملية برمتها تحت رقابة البنك المركزي الذي يسعى للتحكم في حجم وسرعة هذه العمليات، من أجل تفادي آثارها العكسية. أما في ما يخص الصيغة التوسعية لمبادلات العملة الأجنبية (*expansionary swaps*) التي تهدف إلى تعقيم آثار خروج رؤوس الأموال، بعد تدخل البنك المركزي وشرائه للعملة الأجنبية بواسطة العملة المحلية مع التعهد بإعادة بيعها بسعر الصرف الآجل مستقبلا². وفي كلتا الصيغتين وحسب درجة استجابة البنك المركزي للظاهرة المعنية بالاعتماد على مبادلات العملة الأجنبية، يتم تحديد مستوى تحييد انعكاس آثار تدفقات رؤوس الأموال دون حدوث حالة تذبذب في السيولة على مستوى الساحة النقدية.

¹. Lee, "Implications of a Surge in Capital Inflows," 13.

². Catharina J. Hooyma, "The Use of Foreign Exchange Swaps by Central Banks : A Survey," IMF Working Paper, No. 93/64 (August 1993): 3.

(DOI): <http://dx.doi.org/10.5089/9781451848489.001>

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

1-2-1. الأدوات غير السوقية: وهي عبارة عن حواجز وقيود كمية تُفرض على نشاط السوق النقدية،¹ أي أنه لا وجود لمفهوم حرية عمل آليات السوق، ومن بين هذه الأدوات نجد:

1-2-1-1. الاحتياطي الإلزامي: إن هذه الأداة التقليدية تمكن البنك المركزي من قطع الرابط ولو بشكل نسبي بين التدخل في سوق الصرف من أجل حماية قيمة العملة وانعكاس ذلك على مستويات السيولة في السوق النقدي، ففي حالة دخول (خروج) رؤوس الأموال يقوم البنك المركزي بشراء (بيع) العملة الأجنبية، وفي الوقت نفسه يقوم بزيادة (بتخفيض) متطلبات الاحتياطي الإلزامي²، أي أن التدخل في السوق النقدية لحماية قيمة العملة داخليا (عزل البوادر التضخمية) أتى كرد فعل متزامن لعزل أثر التدخل الحاصل في سوق الصرف لحماية قيمة العملة خارجيا. وتختلف ممارسات الاحتياطي الإلزامي حسب طبيعة الاقتصاد المعني والظروف المطبق فيها، فهناك بنوك مركزية تفرضه كنسبة معينة من إجمالي الودائع بالعملة المحلية فقط، وأخرى لجأت إلى احتياطات ملزمة إضافية على ودائع العملة الأجنبية*، وهناك من أزاله كليا كحالة المكسيك قبل حوادث التدفقات الداخلة، وذلك استجابة إلى الإصلاحات الهيكلية في القطاع المالي³. وتجدد الإشارة إلى أن المضاعف النقدي هو المتغير الذي يؤثر من خلاله الاحتياطي الإلزامي على المعروض النقدي، فتخفيض متطلبات الاحتياطي يهدف إلى زيادة معينة في المضاعف لتنعكس على ارتفاع مستوى المعروض النقدي في حالة خروج رؤوس الأموال، وفي حالة ولوجها يعكس العملية.

1-2-2-1. تحويل ودائع القطاع العام من البنوك التجارية إلى البنك المركزي: كان تطبيق هذه الأداة واسع الانتشار سنوات 1990 لدى دول آسيا المستضيفة لأحجام هائلة من التدفقات الرأسمالية، وكمحاوله لتعقيم آثارها تم تحويل ودائع القطاع العام، بما فيها الحكومية، من البنوك التجارية إلى البنك المركزي واتخاذ نفس الإجراء بالنسبة إلى صناديق التقاعد والمعاشات المدارة من طرف الحكومة،⁴ وبهذا الشكل يتم تخفيض الأصول المحلية للبنك المركزي - باعتبار أن هذه الأرصدة تعبر عن التزاماته تجاه أصحابها - لمعادلة الزيادة

¹. Ganley, "Surplus liquidity," 31.

². Carmen M. Reinhart and Vincent R. Reinhart, "On the Use of Reserve Requirements in Dealing with Capital Flow Problems," *International Journal of Finance & Economics* 4, No 01 (January 1999): 51.
(DOI): [http://dx.doi.org/10.1002/\(SICI\)1099-1158\(199901\)4:1<27::AID-IJFE92>3.0.CO;2-T](http://dx.doi.org/10.1002/(SICI)1099-1158(199901)4:1<27::AID-IJFE92>3.0.CO;2-T)

* منها على سبيل الذكر البنوك المركزية التابعة للدول: الشيلي، البيرو وسريلانكا. ومن المهم الإشارة إلى أن هذا النوع من الاحتياطات الإلزامية لا يؤثر في المضاعف النقدي بالمفهوم الضيق؛ الذي يعكس مقدار التوسع في المجمع النقدي الضيق (MI).

³. Carmen M. Reinhart and Steve Dunnaway, "Dealing with Capital Inflows: Are There Any Lessons?" MPRA Working Paper, No. 13764 (May 1996): 07.
<http://EconPapers.repec.org/RePEc:pra:mprapa:13764>

⁴. Chan, "Three Essays on Monetary Policy," 39.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

الحاصلة في أصوله الأجنبية، ونتيجة هذا الإجراء تتجلى في تقليل أو إلغاء التوسع الذي قد يحدث في القاعدة النقدية.

كما أن اللجوء إلى أداتي سعر الخصم (*Discount rate*) والإقناع الأدبي (*Moral Suasion*) يعد حلا مطروحا أثناء تعقيم تدفقات رؤوس الأموال،¹ غير أنهما ذوو فعالية أقل مقارنة مع الأدوات السابقة الذكر، فالبنوك التجارية قد تستغني عن اللجوء إلى سعر الخصم من أجل عمليات إعادة التمويل، خصوصا في حالة تدفق رؤوس الأموال إلى الداخل، وهذا راجع لتوفر أحجام سيولة تزيد عن المطلوب أصلا، أما بالنسبة إلى الإقناع الأدبي فغياب صفة الإلزام فيه قد لا تؤدي إلى تحقيق المرغوب، خاصة إذا لم تتوافق رغبة البنوك التجارية مع البنك المركزي.

2- التقسيم على أساس الخيار التطبيقي للسياسة التعقيم:

ويهدف هذا المعيار إلى تبيان الأدوات التعقيم المتاحة في ظل الممارسات المختلفة لسياسة التعقيم النقدي، وتنقسم إلى ثلاث أقسام:²

2-1. أدوات خيار التعقيم المحلي: ويقصد بها تلك الأدوات التي تحول البنك المركزي القدرة على تعقيم تدفقات رؤوس الأموال محليا، أي على مستوى السوق النقدي، ومنها على سبيل الذكر: عمليات السوق المفتوحة، الاحتياطي الإلزامي...، وذلك دون التمييز بين الأدوات ذات القابلية السوقية من غيرها.

2-2. أداة خيار التعقيم الخارجي: وتتمثل في مبادلات العملة الأجنبية (*swap*)، والتي من خلال يتم تحييد آثار تدفقات رؤوس الأموال على مستوى سوق الصرف.

2-3. أدوات الخيار المزدوج: وهي عبارة عن مزيج بين الأدوات التعقيم المطبقة في السوق النقدي وسوق الصرف، ويتم هذا المزج في حالة اختيار البنك المركزي عملية تعقيم مزدوجة في كلا السوقين.

¹. Shinji Takagi and Taro Esaka, "Sterilization and the capital inflow problem in East Asia, 1987-97." in *the Regional and Global Capital Flows: Macroeconomic Causes and Consequences*, ed. Takatoshi Ito and Anne O. Krueger, NBER-EASE 10, (Chicago: University of Chicago Press, January 2001), 203.

http://papers.nber.org/books/ito_01-1

². Sanjeev Gupta, Robert Powell and Yongzheng Yang, "The Macroeconomic Challenges of Scaling up Aid to Africa," IMF Working Paper, No. 05/179 (September 2005):16-17.

(DOI): <http://dx.doi.org/10.5089/9781451861983.001>

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

عموماً، يمكن الاعتماد على الجدول الموالي لمعرفة قنوات انتقال أثر الأدوات المذكورة آنفاً على القاعدة النقدية ومن ثم المعروض النقدي بالمفهوم الواسع وليكن $M2$.

الجدول (1-2): قنوات انتقال أثر الأدوات التعقيمية على الأساس والمعروض النقديين

الأداة	قناة انتقال الأثر
	مع العلم أن: $NDA + NFA = BM$ و $mm * BM = M2$
- عمليات السوق المفتوحة - المزادات التنافسية - عمليات إعادة الشراء - تحويل ودائع القطاع العام من البنوك التجارية إلى البنك المركزي	القناة ناقلة الأثر هي NDA وذلك كما يلي: في حالة $(-) \Delta NFA \leftarrow (+) \Delta NDA$ فيبقى BM ثابت $M2 = mm * BM$ ثابت
- مبادلات العملة الأجنبية	القناة ناقلة الأثر هي NFA وذلك كما يلي: في حالة $(-) \Delta NFA \leftarrow (+) \Delta NFA$ فيبقى BM ثابت $M2 = mm * BM$ ثابت
- الاحتياطي الإلزامي	القناة ناقلة الأثر هي mm وذلك كما يلي: في حالة $(-) \Delta NFA \leftarrow (+) \Delta BM$ غير ثابت $M2 = \Delta mm (+) * \Delta BM (-) +$ ثابت

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المرجعين التاليين:

- Jang-Yung Lee, "Implications of a Surge in Capital Inflows: Available Tools and Consequences for the Conduct of Monetary Policy," IMF Working Paper, No. 96/53 (May 1996): 10-14.

(DOI): <http://dx.doi.org/10.5089/9781451847345.001>

- Joe Ganley, "Surplus liquidity: implications for central banks," Centre for Central Banking Studies, Bank of England, Lecture Series, No. 03 (2002): 28-29.

<http://EconPapers.repec.org/RePEc:ccb:lectur:3>

من الجدول أعلاه يتبين أن وظيفة الأدوات التعقيمية على اختلاف أنواعها، هو إحداث اتجاه معاكس* في المتغير المتأثر بالتدفقات الحاصلة (صافي الأصول الأجنبية NFA)، أو في المتغير الذي هو على علاقة مباشرة بهذا الأخير (صافي الأصول المحلية NDA) أو غير مباشرة (المضاعف النقدي mm) كخطوة من أجل ضبط الاستقرار في الأساس النقدي وبشكل نهائي في الجاميع النقدية.

* بافتراض بقاء mm ثابتا بالنسبة للقناة الأولى والثانية، وكذلك الزيادة (النقص) في NFA يساوي تماما النقص (الزيادة) في ΔNDA ، ΔNFA و Δmm للقناة الأولى، الثانية والثالثة على التوالي، أما إن كانت العلاقة السابقة لا تعبر عن مساواة؛ أي أن التغير في أحد الطرفين أكبر أو أصغر من الطرف الآخر فإننا أمام حالة التعقيم الجزئي أو المفرط والذي على أساسه يتحدد التغير النسبي في $M2$ و BM .

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

المطلب الثاني: المفاضلة بين الأدوات التعقيمية

قبل المفاضلة بين الأدوات التعقيمية، تجدر الإشارة إلى أن جل الأدبيات إن لم تكن كلها اعتمدت في ذلك على تحليل عنصر التكلفة، هذا الأخير يتحمله البنك المركزي أثناء ممارسته لسياسة تعقيم تدفقات رؤوس الأموال الداخلة، لأن البنوك التجارية في هذه الحالة تجد نفسها في مجبوحه مالية تمنحها الاستقلال عن الحاجة التمويلية من البنك المركزي، وبهذا الشكل سيضطر إلى إغرائها وتحمل تكلفة ذلك سعياً منه لإحكام سيطرته على الساحة النقدية. أما في الحالة العكسية فتُجبر البنوك التجارية على التعامل مع البنك المركزي باعتباره الملجأ الأخير للإقراض، الأمر الذي يسهل عليه تحقيق أهدافه المسطرة على نحو أيسر من الحالة الأولى.

ولا تتم المفاضلة بين كل من الأدوات السوقية (عمليات السوق المفتوحة*، مبادلات العملة الأجنبية) وغير السوقية (الاحتياطي الإلزامي، تحويل ودائع القطاع العام من البنوك التجارية إلى البنك المركزي) إلا بعد معرفة المزايا والعيوب التي تطرحها كل أداة فيما يخص نشاطها التعقيمي، وسيتم تبيان ذلك في ما يلي:

1- محاسن ومثالب أدوات التعقيم السوقية:

لا ريب في أن الأدوات السوقية لا تقيد ديناميكية آليات السوق، إلا أنها تحمل في طياتها الكثير من المساوئ كذلك، ولتناول هذا الجزء بشيء من التفصيل، سيتم تمحيص دور كل أداة من الأدوات السوقية على حدّتها.

1-1. عمليات السوق المفتوحة: تعتبر هذه الأداة وسيلة فعالة لكبح الزيادة في الجاميع النقدية والقرضية دون أن تتحمل الأطراف المقابلة للعملية (البنوك التجارية، المؤسسات المالية...) تكاليف بارزة، كذلك فإنها لا تعمل على تثبيط مفهوم الوساطة المالية كما هو الحال بالنسبة للاحتياطي الإلزامي.¹ غير أن هذه الأداة تؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة المحلية إلى مستويات أعلى، خاصة إذا كان النمو في عرض النقود لا يقابله نمو مماثل في الطلب عليها²، فينشأ بذلك فائض في السيولة على مستوى الساحة النقدية، ولعزل هذا الفائض وتحييد بوارده التضخمية يقوم البنك المركزي بامتصاصه عن طريق بيع سندات ذات سعر فائدة

* باعتبار أن عمليات إعادة الشراء والمزادات التنافسية غالباً ما تطبق من خلال عمليات السوق المفتوحة ولها نفس الآثار مع بعض الخصوصيات المتعلقة بسيرورة أدائهما.

¹. Reinhart and Dunnaway, "Dealing with Capital Inflows," 06.

². Alberola and Serena, "Global Financial Integration," 19.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

مغر، وكالما ارتفع هذا الأخير تزايدت معه تكاليف تطبيق العملية التعقيمية والمتمثلة في تحمل أعباء الدين المحلي.

وتعد الحلقة المفرغة لسياسة التعقيم (*vicious circle*)¹ أهم مشكل يُطرح خلال تطبيق عمليات السوق المفتوحة؛ وتحدث الظاهرة بعد رفع أسعار الفائدة المحلية من أجل امتصاص الموجات الأولى للتدفقات الرأسمالية، ولكن هذا الإجراء في حد ذاته يحفز على تدفق موجات رأسمالية جديدة تلزم البنك المركزي على تقييد أثرها عن طريق رفع أسعار فائدة إلى مستوى أعلى من الأولي، أي وجوب توفر عنصر الإغراء من أجل تعقيم التدفقات المتتالية. ومن المهم الإشارة أنه حتى التدفقات التي قد تم تعقيمها في زمن مضى وبسعر فائدة معين تستوجب إجراء تعقيماً إضافياً في المستقبل، أي بعد عملية تسهيل السند خاصة إذا كان قصير الأجل، ويتحدد ذلك وفق فترة النضج (الاستحقاق) الخاصة به². وما يزيد الأمر تعقيداً هو افتعال أو المساهمة في إدامة الحلقة المفرغة لسياسة التعقيم وما ينجر عنها من تعاظم للتكاليف جراء الارتفاع المتواصل لأسعار الفائدة، وقد حدث هذا الأمر، على سبيل المثال، في جمهورية الشيك سنوات 1995 وأصطلح عليه بلعبة التعقيم (*sterilization game*)؛ فبمجرد ارتفاع أسعار الفائدة المحلية أثناء تطبيق سياسة التعقيم النقدي في ظل ثبات سعر الصرف، تعتمد البنوك التجارية إلى الاقتراض من الخارج بأسعار فائدة منخفضة واستثمار تلك الأموال في السندات المحلية³، أي الاستفادة من فروق أسعار الفائدة (المحلي والأجنبي) ولو كان ذلك على حساب البنك المركزي خصوصاً والنظام النقدي المحلي عموماً، وقد ساعدها على ذلك مجال الثقة الذي يمنحه نظام الصرف الثابت باستعباده لإمكانية التعرض إلى خطر تقلبات سعر الصرف، على اعتبار أن انخفاض قيمة العملة المحلية احتمال ضعيف إلا في الحالات غير العادية.

وكإجراء تحوطي توجهت معظم البنوك المركزية، وعلى وجه الخصوص تلك التي تنشط في الأسواق الصاعدة*، إلى إصدار سندات ذات أجل طويل، لأن السندات قصيرة الأجل تعمل على جلب تدفقات رأسمالية إضافية عند كل عملية إصدار من أجل تعقيم التدفقات السابقة، خاصة إذا تعلق الأمر بالأموال الساخنة ذات الأهداف المضاربة، فتؤدي بذلك إلى ارتفاع أسعار الفائدة وتعاظم التكاليف بشكل

¹. Jakob Christensen, "Capital Inflow, Sterilization and Commercial Bank Speculation: the Case of the Czech Republic in the mid-1990s," IMF Working Paper, No. 04/218 (November 2004): 26.

(DOI): <http://dx.doi.org/10.5089/9781451875171.001>

². Alberola and Serena, "Global Financial Integration," 20.

³. Christensen, "Capital Inflow, Sterilization," 24.

* الصين في سنوات (2004-2006-2007-2010) بلغ متوسط استحقاق سنداها المصدرة ثلاث سنوات، أما عن إنونيسيا فمذ سنة 2011 لم ينخفض متوسط استحقاق سنداها عن ستة أشهر بعدما شهد قبل هذا متوسط قدره شهر وثلاثة أشهر، وبخصوص تايلاند في سنة 2010 رفعت متوسط استحقاق سنداها إلى سنة كاملة.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

تدرجي، بالإضافة إلى أنها تعتبر بديلا شبه تام لفائض السيولة في نظر البنوك التجارية لإمكانية تسهيلها بشكل يسير لأجل أغراضها التمويلية¹، أي أنها تلزم البنك المركزي على التعامل معها مستقبلا وتحمل تكاليف العملية، ويحدث هذا مثلا بتمديد أجل السند (*roll-over*) بسعر فائدة جديد تستطيع البنوك التجارية من خلاله تحقيق ربح يكون أكبر من إيراد العملية التمويلية، لأجل هذا فإن السندات طويلة الأجل تخول للبنوك المركزية سيطرة نقدية أفضل، كما أنها تعمل على تخفيض التكاليف المتعلقة بالعملية التعقيمية، لأنها تسترجع فائض السيولة بسعر فائدة أولي (منخفض نسبيا) ولمدة زمنية طويلة²، وبذلك فهي تقمع أطماع التدفقات ذات الأهداف المضاربية، غير أنها يمكن أن لا تتجنب أثر الإقصاء (المزاحمة) المبين سابقا، خاصة إذا اتجهت البنوك التجارية إلى الاستثمار في تلك السندات بشكل مكثف من أجل تحقيق أهدافها الربحية، متناسية بذلك أهمية تمويل احتياجات القطاع الخاص. وعليه، فإن التوليفة بين سندات طويلة وقصيرة الأجل يكون الحل الأفضل بالنسبة إلى عمليات السوق المفتوحة، ووزنهما النسبي داخل التوليفة يرجع إلى رؤية البنك المركزي المستندة إلى خصوصيات الاقتصاد المعني والظروف المحيطة به.

2-1. مبادلات العملة الأجنبية: عدد الاقتصادي Lee أهم المزايا المتعلقة بهذه الأداة كما هو مبين في النقاط التالية:³

- إن إجرائها لا يستوجب توفر مخزون كاف من السندات التعقيمية في المحفظة المالية للبنك المركزي خصوصا إذا تعلق الأمر بالسندات الحكومية التي ربما تكون قد استترفت في عمليات السوق المفتوحة، أو أنها لا توجد أصلا كحال البنوك المركزية التي لا تعمل على إدارة عجز خزينة الدولة*.
- تطبق مبادلات العملة الأجنبية بعد رغبة أولية من السلطات النقدية فقط، أي أنها ليست كغيرها من الأدوات التي تتميز بآلية (روتينية) التطبيق (كسعر الخصم) عند رغبة الأطراف الأخرى، وبهذا الشكل تمنحه رقابة أفضل ومرونة كافية من أجل الاستجابة إلى حوادث التدفقات بشكل مستقل تماما عن الدوافع الربحية للبنوك التجارية مثلا.

¹. Aaron Mehrotra, "On the Use of Sterilisation Bonds in Emerging Asia," in *Are central bank balance sheets in Asia too large?*, BIS Papers, No. 66 (Basel: Bank for International Settlements, September 2012): 122. <http://EconPapers.repec.org/RePEc:bis:bisbps:66>

². Ibid., 117.

³. Lee, "Implications of a Surge in Capital Inflows," 14-15.

* وذلك مثل حالة سويسرا التي اعتمدت بشكل مطلق أثناء عمليات تعقيم تدفقات رؤوس الأموال على مبادلات العملة الأجنبية، لانعدام السندات الحكومية داخل المحفظة المالية للبنك المركزي، وهذا راجع إلى عدم إدارته للعجوزات التي يمكن أن تحدث في خزينة الدولة.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

كذلك فإن إمكانية تمديد عقد المبادلات تمنح للبنك المركزي فرصة تحقيق الهدف التعقيمي المرغوب لفترة زمنية طويلة،¹ وفي نفس السياق، يعد ضمان هامش مبادلات مغري* للبنوك التجارية بحد ذاته حافزا لإعادة استثمار الأصل مع عوائده في الأسواق الأجنبية،² وبهذا الشكل يستطيع البنك المركزي فرض سيطرته النقدية بشكل مرن ولفترة زمنية تطول، كما أنه يعمل على تحقيق الأهداف الربحية للبنوك التجارية بعد منحها فرصة الاستثمار خارجا وتنويع حقائبها المالية.

إن المزايا المذكورة أعلاه لا تدل على أن مبادلات العملة الأجنبية هي الأداة التعقيمية المثلى، لأن الاعتماد عليها بشكل مكثف يعمل على زيادة عرض العملة الأجنبية، بمعنى آخر زيادة الطلب على العملة المحلية، مؤدية بذلك إلى تهمين قيمة العملة فيكون تدهور تنافسية الاقتصاد ما هو إلى تحصيل حاصل، لذا معظم البنوك المركزية تحبذ الخيار الداخلي لسياسة التعقيم،³ بالإضافة إلى أن ضمان هامش مناسب للعقد من أجل تحفيز البنوك التجارية على الدخول في العملية، ثم بعد ذلك وبغية تحقيق الأثر الطويل يتم تمديد العقد عند تاريخ الاستحقاق أو التشجيع على إعادة استثمار الأصل وأرباحه، يعد جد مكلف بالنسبة إلى البنك المركزي، خاصة إذا كان الهامش المضمون أكبر من الفعلي، وقد يتعدى الأمر إلى عقد صفقات معاكسة "opposite transaction" بعد إتمام الصفقة مع البنك المركزي، فقد يلجأ أحد البنوك التجارية إلى عقد صفقة مضادة تكون سرية - في ظل ضعف حلقة الرقابة على النشاطات البنكية أو التعليمات التي تنظمها - من أجل الاستفادة من الهامش المضمون وفي وقت قصير، وبهذا الشكل تفسل الأداة في تحقيق الهدف التعقيمي المبتغى وراء العملية.⁴

ومن المهم الإشارة إلى أن البنك المركزي يجب عليه مراعاة آجال العقود، لكي لا يجد نفسه مضطرا للتعامل مع تدفقات أكبر من التي عقمها سابقا إذا ما أخذت أرباحها بعين الاعتبار، فيعمد إلى اختيار تواريخ استحقاق تتزامن مع انعكاس متوقع لتدفق رؤوس الأموال، أو أن يحدث تباين في تلك التواريخ بوجه لا يلزمه على التعامل مع عقود تنفذ في آجال موحدة أو متباعدة بفترات زمنية جد قصيرة، وكذلك تغنيه عن اللجوء إلى تمديد العقود أو تشجيع إعادة الاستثمار بهامش ربحي يتحمل تكلفته المتزايدة.

¹. Hooyman, "The Use of Foreign Exchange Swaps," 09.

* هامش المبادلات هو الفرق بين سعر الصرف الحاضر (spot) والآجل (forward) المتفق عليه في العقد، وعندما يريد البنك المركزي تحقيق غرضه التعقيمي باستعمال مبادلات العملة الأجنبية، فإنه يغري البنوك التجارية عن طريق ضمانه هامش يغطي أخطار الصرف الممكن التعرض إليها، أي يمكنها الاستفادة من فروق أسعار الفائدة دون مراعاة فروقات أسعار الصرف.

². Lee, "Implications of a Surge in Capital Inflows," 15

³. Gupta, Powell and Yang, "The Macroeconomic Challenges," 16-17.

⁴. Lee, "Implications of a Surge in Capital Inflows," 15-16.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

إن أداتي السوق المفتوحة ومبادلات العملة الأجنبية تشتركان في أنهما تمنحان للبنك المركزي قدرة التعديل والاستجابة المرنة لحوادث تدفق رؤوس الأموال، إلا أن ذلك يكون بشكل مؤقت وعلى أساس فترات الاستحقاق، فيستلزم بذلك إعادة تنشيط السياسة التعقيمية مستقبلا وإدخال البنك المركزي في دوامة من التكاليف المتزايدة، كما أن هذه التكاليف سواء كانت في صورة أسعار فائدة أو هوامش مضمونة معهود بها للبنوك التجارية، فهي تعبر عن إصدار نقدي جديد يضاف إلى الأصل المعقم مؤقتا ومعنى هذا، أن أفضل الحالات للتدخل المستقبلي سيكون مع نفس التدفق ولكن بحجم أكبر، هذا إن لم تؤخذ الموجات الجديدة لتدفقات رؤوس الأموال في الحسبان.

أما عن الفرق الجوهرى بينهما، فيتمثل في أن عمليات السوق المفتوحة قد تهدد الاستقرار الداخلي للعملة بعد فشلها في الحفاظ عليه عن طريق رفع أسعار الفائدة من أجل كبح البوادر التضخمية، وبالنسبة إلى الاعتماد الكبير على مبادلات العملة الأجنبية فهو يؤدي إلى تهديد الاستقرار الخارجي للعملة بعد تئمينها، وعليه فالمفاضلة بين الأداتين خاضع للاعتبارات التي يجب تغليبها عن الأخرى في ظل الظروف الاقتصادية السائدة.

2- محاسن ومثالب أدوات التعقيم غير السوقية:

إن اللجوء إلى كل من متطلبات الاحتياطي الإلزامي وتحويل ودائع القطاع العام من البنوك التجارية إلى البنك المركزي له دوافعه ومبرراته، لكن هذا الاتجاه لا يعني مثالية الأداتين المذكورتين، ولإثبات القضية أو نفيها سيتم تقييم كل أداة على وجه منفرد.

2-1. الاحتياطي الإلزامي: يعد من الأدوات التعقيمية ذات التأثير غير المباشر على مستوى صافي الأصول المحلية بعد التحكم المسبق في المضاعف النقدي، ولقد شهد تطبيقا على نحو واسع أثناء تعقيم التدفقات الرأسمالية، ويرجع هذا لتميزه بضالة التكلفة التي تقع على عاتق البنك المركزي جراء ممارسته، خصوصا إذا كان غير معوض أو أن نسبة تعويضه أقل من أسعار الفائدة للسندات التعقيمية¹، بالإضافة إلى أنه لا يعمل على زيادة أسعار الفائدة كإجراء تحفيزي كما سبق ورأينا في عمليات السوق المفتوحة، وبذلك وفر على البنك المركزي عناء التعامل مع التدفقات المتجددة خصوصا المضاربية منها.

¹. Chenying Zhang, "Essays on Chinese Financial Market," (PhD diss., University of Pennsylvania, 2012), 71.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

ولقد قدم الاقتصاديان *Reinhart* و *Dunnaway* تفسيراً مفصلاً للمفارقة التي يحدثها الاحتياطي الإلزامي أثناء تعقيمه لتدفقات رؤوس الأموال الداخلة، وهذا بناء على رؤية البنوك التجارية التي تعتبره عبئاً يقع على عاتقها خاصة إذا كان غير معوض، وعليه سوف تقوم بنقل جزء من هذا العبء أو كله إلى المتعاملين معها سواء مودعين أو مقترضين، وذلك عن طريق توسيع الفجوة* بين سعري الإيداع والإقراض ولكن سلوك كل منهما له أثر يختلف عن الآخر، فبالنسبة إلى المودعين فإن إجراء نقل التكلفة لهم عن طريق خفض سعر الفائدة الإيداعي سوف يعمل على تقليل أو كبح ولوج التدفقات الرأسمالية. وعلى النقيض من ذلك، فإن التدفقات الداخلة سوف تزداد بزيادة تكلفة الإقراض بعد رفع سعر الفائدة الإقراضي، ذلك لأن كل باحث عن التمويل سوف يغطي احتياجاته عن طريق الاقتراض من الخارج،¹ وعوض أن يكبح الاحتياطي الإلزامي التدفقات الداخلة أصبح سبباً في إحداثها نتيجة لسلوك المقترضين.

ما أراد أن يشير إليه الاقتصاديان هو أن تبني الأداة المعنية قد يحدث أثراً أكبر من أحدهما مخالف للأثر المرغوب فيه، غير أنهما ركزا على المستثمر الأجنبي في حالة الإيداع وهو المهم، ولكن هذا لا يكفي لإعطاء الصورة بالشكل الصحيح، لأنه إذا كان نقل التكلفة إلى المستثمر الأجنبي يؤدي إلى كبح التدفقات الداخلة فإن نقلها إلى المستثمر المحلي يرغمه على البحث عن بدائل استثمارية مالية أفضل من المحلية، الأمر الذي ينتج عنه تدفق عكسي نحو الخارج، هذا الأخير لن يكون مرغوباً فيه إلا إذا كان ضئيلاً وفي سياق التخفيف من أثر ولوج التدفقات الرأسمالية. أما بالنسبة إلى تركيزهما على المستثمر المحلي في حالة الإقراض فهو كافٍ، باعتبار أن المستثمر الأجنبي لن يكون له أي أثر مادامت تكلفة الاقتراض الأجنبية - من وجهة نظره - أكبر من المحلية، ويعني هذا أن المفارقة تحدث بين حالتي الإيداع والإقراض، أما تجاوز الأثر المرغوب فيه فيحدث في نفس الحالة ألا وهي الإيداع ولكن باختلاف بلد المستثمرين.

وتجدر الإشارة إلى أنه لو حدث وتساوى حجم التدفق نحو الخارج نتيجة انخفاض سعر الفائدة الإيداعي مع حجم التدفق الداخل جراء ارتفاع سعر الفائدة الإقراضي، فحقيقة أن الاحتياطي الإلزامي يعمل على زيادة ولوج رؤوس الأموال تصبح غير واردة، أي أن تحليل الاقتصاديين يبقى صحيحاً مادام حجم التدفق الداخل أكبر من التدفق الخارج، هذا إذا استبعدنا احتمال حدوث الحالة العكسية، والتي على

* يقصد بالفجوة وضع سقف لسعر الفائدة على عمليات الإيداع لا يمكن تجاوزه، وأرضية لسعر الفائدة على عمليات الإقراض لا يمكن الزول عنها، ومقدار التباعد بين الأرضية والسقف يحدد مدى اتساع الفجوة التي بدورها تحدد مقدار أرباح وتكاليف البنوك التجارية.

¹. Reinhart and Dunnaway, "Dealing with Capital Inflows," 08.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

أساسها تعكس المفاهيم بشكل كلي، ويصبح الاحتياطي الإلزامي يشجع على خروج رؤوس الأموال لا على دخولها، وبهذا الشكل فإن الطرح كان يجب أن يأخذ في الحسبان الاحتمالات الثلاث المتعلقة بأحجام التدفقات دون التركيز على أحدهم.

كما أن للاحتياطي الإلزامي ثغرة يمكن أن تقلل من احتمال تحقيق الهدف المنشود وراء العملية التعقيمية، وهي الاحتياطيات الفائضة* لدى البنوك التجارية، فكلما تم رفع مستوى الاحتياطي الإلزامي بغية امتصاص نسبة معينة من السيولة الزائدة، تم تعويض جزء أو كل تلك النسبة الممتصة عن طريق اللجوء إلى الاحتياطيات الفائضة¹ وبهذا الشكل تضعف حلقة الربط بين الاحتياطي الإلزامي والمضاعف النقدي ويكون تأثير هذا الأخير ضعيفا أو لا يرقى إلى المستهدف، ناهيك عن ما إذا تم تعويضه بموجات تدفق جديدة تلزم البنك المركزي على إعادة النظر** في معدل الاحتياطي الإلزامي من جديد.

وفي دراسة مفصلة أجراها الاقتصاديان *Reinhardt & Reinhart*² تناولوا من خلالها التفاصيل الدقيقة للنشاط التعقيمي الخاص بالاحتياطيات الإلزامية على فترات مختلفة كانت بدايتها سنة 1989 وامتدت إلى غاية سنة 1995، واشتملت العينة على عدد لا بأس به من الدول النامية تابعة للقارات: آسيا، إفريقيا وأمريكا اللاتينية كانت قد اعتمدت بشكل مكثف على ذات الأداة من أجل تحييد أثر التدخل في سوق الصرف على قيمة العملة بعد حوادث التدفقات المتتالية لرؤوس الأموال. وقد لاحظنا أنه في ثلاثة عشرة حالة من أصل عشرين ينخفض فيها سعر الإيداع في الشهر الذي يتم فيه تفعيل النشاط التعقيمي للاحتياطي الإلزامي أو يحدث ذلك خلال الأشهر الموالية، كما أن هناك اثنا عشرة حالة أخرى يرتفع فيها سعر الاقتراض لنفس السبب، وهذا يعني أنه في كل الحالات تقريبا قد اتسعت الفجوة بين سعري الإيداع والاقتراض وأن المودعون والمقترضون على حد سواء هم من يتحمل تكلفة ذلك، وعلى حسابهم استطاعت البنوك المركزية تعقيم تلك التدفقات على نحو يكبح من خلاله معدلات التضخم المحتملة.

* قد تنمو هذه الاحتياطيات إلى مستويات غير مرغوب فيها، خاصة إذا كانت البدائل الاستثمارية غير متاحة أو ليست مربحة، وتتراكم إذا ما كانت معوضة بأسعار فائدة تدفع من قبل البنك المركزي كما هو الحال بالنسبة إلى بنك الصين الشعبي، ولسد هذه الثغرة قام هذا الأخير بتخفيض تلك التعويضات إلى مستوى تعويض الاحتياطي الإلزامي أو أقل في بعض الأحيان.

¹. Zhang, "Essays on Chinese," 75.

** إن البنوك المركزية قد تلاقي مشكلة التوفيق بين الرفع من معدل الاحتياطي الإلزامي من أجل تعقيم التدفقات الداخلة وتأثير ذلك المعدل العالي على بعض البنوك خاصة الصغيرة والمتوسطة، هذه الأخيرة أغلب متعاملها أصحاب مشاريع صغيرة ومتوسطة (أحد المحركات الرئيسية للنمو)، لذلك قد تلجأ بعض البنوك المركزية إلى التفرقة بين المعدل المفروض على البنوك التجارية الكبرى وغيرها من البنوك الأقل حجما.

². Reinhart and Reinhart, "On the Use of Reserve Requirements" 27-54.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

2-2. تحويل ودائع القطاع العام من البنوك التجارية إلى البنك المركزي: أو ما يمكن تسميته بعبارة أخرى التعقيم من خلال الاستعانة بالسياسة المالية. وهذه الآلية عدة مزايا منها عدم تحميل النظام البنكي أي تكلفة جراء عملية التحويل، كذلك فإنها لا تطرح مشكل العبء الذي يقع على عاتق البنك المركزي لأن الأرصدة المحولة في الغالب تكون غير معوضة*، ولعل أهم ما تتميز به هذه الأداة أنها لا تدفع بسعر الفائدة المحلي نحو الارتفاع كما هو الحال بالنسبة إلى عمليات السوق المفتوحة.¹

إن عملية تحويل الأرصدة بالشكل المنصوص عليه آنفا، يحمل في طياته ما لا يقل خطورة عما سبقه من أدوات، فمن جهة قد يتعرض البنك المركزي إلى تآكل استقلاليته نتيجة إدارة حساب الخزينة المتضمن للأرصدة المحولة، ومن جهة أخرى، قد تحدث زيادة غير متوقعة في الأساس النقدي بشكل يصعب التعامل معها إن أُجريت عمليات سحب مفاجئة من قبل الحكومة، ولمعالجة هذه المشكلة لجأت بعض البنوك المركزية إلى بيع جزء من الاحتياطات الأجنبية بشكل مباشر إلى الحكومة والدفع يكون نقدا، أي مقابل العملة المحلية، ولكن هذه العملية تقلل من خطر السحوبات المفاجئة غير أنها تطرح مشكل استقلالية البنك المركزي،² لأنه سوف يكون مضطرا لانتظار رغبة الحكومة وقبولها الدخول في هكذا عملية، وعلى هذا الأساس قد تتم العملية بشكل غير استثنائي أو بعد تقديم بعض التنازلات، هذا إن رغبت الحكومة في ذلك.

كما أن التحويلات ذات الحجم الكبير قد تعيق البنك المركزي أثناء عملية إدارة النقد،³ وتمنع البنوك التجارية من تحقيق الإدارة المثلى لمخازنها المالية نتيجة السحوبات المتكررة⁴، لذلك فمن الأفضل للطرفين أن تكون عملية التحويل بشكل منتظم وبعد سابق إنذار بما يكفل لهما حسن الإدارة والتسيير.

يتجلى الفرق بين الاحتياطي الإلزامي وتحويل الأرصدة من البنوك التجارية إلى البنك المركزي في مرجعية الأداة في حد ذاتها، فالأولى تابعة للسياسة النقدية وتنفذ على وجه الإلزام، أما الثانية فهي تابعة للسياسة المالية وتطبق بعد توافق الرغبات ولا إلزام فيها. كما أنهما يتشابهان إلى حد كبير من الناحية التطبيقية، بشرط أن تكون الأرصدة المحولة جزءا من الكتلة النقدية و النسبة المفروضة على عملية التحويل

* إن عدم تعويض الأرصدة التي تم تحويلها من الصناديق الخاصة، مثل صندوق الادخار المركزي لسنغافورة (CPF) وكذلك صندوق الادخار للمستخدمين بماليزيا (EPF)، يحمل وبشكل مباشر المساهمين في هذه الصناديق لتكلفة عملية التحويل.

¹. Reinhart and Dunnaway, "Dealing with Capital Inflows," 09.

². Alberola and Serena, "Global Financial Integration," 19-20.

³. Reinhart and Dunnaway, "Dealing with Capital Inflows," 09.

⁴. Gupta, Powell and Yang, "The Macroeconomic Challenges," 17-18.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

في هذه الحالة هي مئة بالمائة¹، والتي لا تبلغها النسبة المفروضة على الاحتياطي الإلزامي للحفاظ على سيرورة عملية منح الائتمان وما وجدت من أجله البنوك التجارية، كما أن الأدوات يمكن تطبيقهما دون تكاليف تذكر إن كان معدل التعويض يساوي الصفر، وبتكاليف أقل إن لم يبلغ أو يتجاوز معدل التعويض سعر الفائدة المفروض على السندات المحلية.

قبل المفاضلة بين أدوات التعقيم السوقية وغير السوقية، تجدر الإشارة إلى أن كلاهما يتعامل مع آثار الظاهرة ولوقت معين لا مع أسبابها، إذن فهي تمنح متنفسا لإجراء الإصلاحات الهيكلية اللازمة، وعليه فإن المفاضلة تكون خلال الوقت الذي تمنحه تلك الأدوات، لأن استمرار تطبيق السياسة إلى أجل يفوق المتوسط يجعل كل الأدوات دون استثناء غير مجدية.

من أهم المرتكزات التي يجب أخذها بعين الاعتبار أثناء المفاضلة بين الأدوات التعقيمية نجد: عنصر التكاليف؛ الوساطة المالية؛ كبح التدفقات الرأسمالية؛ وارتفاع قيمة العملة. بالنسبة إلى العنصر الأول اتضح أن الأدوات السوقية تعمل على زيادة تكاليف البنك المركزي، سواء عن طريق تحمل أعباء الدين المحلي نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة، أو عن طريق ضمان هامش المبادلات، وذلك خلافا للأدوات غير السوقية التي لا يعد تطبيقها مكلفا بالنسبة للبنك المركزي، خصوصا إذا كانت غير معوضة.

أما عن الوساطة المالية، فالأدوات السوقية لا تعمل على تثبيطها مادامت آليات السوق تنشط بشكل حر، على عكس الأدوات غير السوقية المعبرة عن إجراءات وقيود تضبط العملية من أجل تحقيق ما هو مستهدف دون مراعاة حرية نشاط آليتي الطلب والعرض.

ويعد عنصر كبح التدفقات الرأسمالية من أهم معايير المفاضلة بين الأدوات التعقيمية، فالسوقية منها تؤدي إلى زيادة التدفقات الرأسمالية الداخلة كنتيجة للإغراء الذي يقدمه سعر الفائدة المتزايد، الأمر الذي يجبر البنك المركزي على الدخول في حلقة تعقيمية مفرغة، أو يقوده إلى أن يكون طرفا ضعيفا في لعبة تعقيمية تكون فيها البنوك التجارية الرايح الوحيد، وعلى النقيض من ذلك، فإن الأدوات غير السوقية تكبح التدفقات الرأسمالية بشكل فعال - باستثناء الاحتمال الذي طرحه *Reinhart&Dunnaway* حول انعكاس الاحتياطي الإلزامي على سعر الفائدة الإقراضي - لأنها لا تدفع أسعار الفائدة نحو الارتفاع.

¹. Reinhart and Dunnaway, "Dealing with Capital Inflows," 09.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

ويعتبر معيار تثمان قيمة العملة من الأهمية بمكان، خاصة إذا فرضته ضرورة الحفاظ على التوازنات الخارجية، وبالنظر إلى الأدوات السوقية فإنها تعمل على تثمان قيمة العملة، سواء تعلق الأمر بعمليات السوق المفتوحة بعد ارتفاع سعر الفائدة المؤدي إلى زيادة الطلب على العملة المحلية، أو زيادة معروض العملة الأجنبية عن طريق المبادلات في سوق الصرف، وفي ما يخص الأدوات غير السوقية فلا علاقة مباشرة لها بقيمة العملة ولا تعمل على تثمانها.

وتبقى المفاضلة بشكل نهائي بين الأدوات التعقيمية عملية نسبية ومعقدة، ذلك لأنها تخضع لعدة اعتبارات متداخلة فيما بينها، غير أنه يمكن اللجوء إلى الأدوات غير السوقية في حالة الخوف من تعاضم تكاليف البنك المركزي، وأيضا في حالة التدفقات ذات الأهداف المضاربية، لكي يتم تجنب ارتفاع سعر الفائدة وما ينجر عنه من تدفقات جديدة وتثمان لقيمة العملة، أما الاستعانة بالأدوات السوقية فتكون في حالة التدفقات غير المتجددة -على الأقل خلال فترات قصيرة- وذات الآجال الطويلة مع مراعاة عنصر التكاليف. ولعل الاعتماد على توليفة بين الأدوات التعقيمية يعد الوجه الأفضل للاستفادة من محاسنها واحتواء الجانب الأسوأ منها، وتبقى نسبة كل أداة داخل التوليفة تخضع لرؤية البنك المركزي حسب طبيعة التدفق، بالإضافة إلى الظروف المالية المحلية والدولية المحيطة به.

المطلب الثالث: الإجراءات المساعدة لسياسة التعقيم النقدي

قد يلجأ البنك المركزي إلى تطبيق بعض الآليات المساعدة من أجل تفعيل السياسة التعقيمية المطبقة وذلك على نحو يضيق من خلاله في حدود نشاطها، من أجل تقليل تكاليفها بعد التنصل من مسؤولية التعامل مع جزء من التدفقات وإلقائها على عاتق تلك الآليات المساعدة.

1- نطاقات أوسع لأسعار الصرف

إن منح متنفس لقيمة العملة ارتفاعا من أجل التعامل مع التدفقات الرأسمالية يؤدي إلى تقليل الحاجة إلى السياسة التعقيمية وما ينجر عنها من تكاليف، خصوصا إذا كانت في حدودها القصوى، وقد أوضح كل من *Reinhart و Leiderman، Calvo* أن مرونة أسعار الصرف تزيد من استقلالية البنك المركزي وتعمل على توجيه تركيزه إلى الأهداف الداخلية (المجاميع النقدية، أسعار الفائدة والتضخم) بشكل أيسر وعلى نحو فعال، إلا أن تلك المرونة المسموح بها يجب أن تكون مضبوطة مخافة أن ينجر عنها تقلبات حادة

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

في قيمة العملة، وقد أشاروا إلى أن العديد من الدول لجأت إلى نظام النطاقات الزاحفة كحل وسيط وأمثلة في مثل هذه الظروف¹، ذلك لأنه يقلل نسبيًا من اللجوء في كل مرة إلى تعقيم التدفقات المتجددة، كما أنه يلغي احتمال التقلبات الشاذة (المتطرفة) للعملة مادامت داخل نطاق الزحف.

وأشار Lee إلى أن التوجه نحو نطاق صرف أوسع، يدعم التسيير الأمثل للسياسة التعقيم من خلال منح البنك المركزي المزايا التالية:²

- السماح بارتفاع قيمة العملة يعمل على التقليل من معدلات التضخم، وبهذا الشكل لن تكون السلطات النقدية ملزمة بتعقيم الحجم الكلي للتدفقات؛

- إن زيادة مرونة أسعار الصرف تعمل بدورها على زيادة الخطر المحسوس لدى المضاربين بخصوص تقلبات أسعار صرف العملة في المدى القصير، وعليه يلغى الجزء الخاص بالتدفقات ذات الأهداف المضاربة فتنتفي الحاجة إلى تعقيمه؛

- إذا كان السبب الضمني للتدفقات الرأسمالية هو كون العملة مقيمة بأقل من قيمتها (*undervalued*) فإن ارتفاعها بعد تبني نطاق صرف أوسع يعمل على تشييط التدفقات الناتجة عن ذلك السبب الداخلي.

أي أن نطاق الصرف الأوسع يمنح للبنك المركزي فرصة التقليل من تكاليف السياسة لانعدام الحاجة إلى تعقيم التدفقات الداخلة مادام سعر الصرف لم يخرج عن النطاق المحدد، بالإضافة إلى تجنبه الدخول في الحلقة المفرغة للتدفقات المتجددة، لأن مرونة أكبر في سعر الصرف تؤدي إلى امتصاص جزء من الصدمة وبالتالي تمنحه مجالاً أوسع لضبط معدل الفائدة المحلي والتخفيف من تبعيته المفرطة للتدفقات المتجددة خاصة المضاربة منها، وعليه فإن إمكانية جذب تلك التدفقات عن طريق أسعار فائدة مرتفعة تكون أقل في حالة النطاق الأوسع.

ومن المهم الإشارة إلى أن القدرة على التنبؤ بالتغيرات المستقبلية الخاصة بسعر صرف العملة قد تؤدي إلى نتائج عكسية، وذلك بعد حدوث موجات عنيفة لتدفقات رؤوس الأموال يحركها حجم الثقة في تلك

¹. Guillermo A. Calvo, Leonardo Leiderman and Carmen M. Reinhart, "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s," *the Journal of Economic Perspectives* 10, No. 02 (Spring 1996): 135.136. (DOI): <http://dx.doi.org/10.1257/jep.10.2.123>

². Lee, "Implications of a Surge in Capital Inflows," 17.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

التوقعات، لأن النطاقات الأوسع لأنظمة الصرف تجعل جمهور المتعاملين يتوقعون انخفاض قيمة العملة مستقبلاً إذا أخذت اعتبارات تنافسية الاقتصاد المعني في المقام الأول، أما إن كانت السلطات النقدية في مواجهة للضغوط التضخمية فالتوقعات تأخذ منحاً عكسياً، أي توقع ارتفاع قيمة العملة.¹ لهذا فإن الاستعانة بمرونة أكبر لسعر صرف العملة كإجراء مساعد لسياسة التعقيم النقدي، يعمل على تقليل حاجة اللجوء المتكرر إلى الأدوات التعقيمية المحلية، ومن ثم تتاح فرصة استمرار تطبيق السياسة إلى أمد أطول وبتكاليف أقل، غير أن التحكم في مرونة سعر الصرف أمر غاية في الصعوبة ولو كان داخل النطاق المحدد له، وتحكمه ضوابط محلية وأخرى دولية. وبذلك، فحتى مرونة أسعار الصرف في أفضل حالاتها تمنح للبنك المركزي متنفساً وليست حلاً نهائياً، هذا إن لم تؤدي إلى نتائج مخالفة لتوقعاته.

2- الرقابة على تدفق الرساميل (*capital control*): وهي من بين الإجراءات المساعدة على تفعيل سياسة التعقيم النقدي، وتطبيقها يكون بشكلين متزامنين، الأول صارم على التدفقات الداخلة، والثاني مخفف أو أقل حدة على التدفقات المتجهة نحو الخارج.

1-2. الرقابة الصارمة على التدفقات الداخلة: هناك العديد من الإجراءات الرقابية المتبعة في هذا المجال وسيتم التركيز على أهمها نظراً للدور المباشر الذي تلعبه في دعم السياسة التعقيمية.

1-1-2. متطلبات الإيداع الإلزامي غير المعوضة (*encaje*): إضافة إلى أنه شكل من أشكال الرقابة على تدفقات الرساميل، فقد اعتبره *lee* كذلك كأداة من أدوات سياسة التعقيم النقدي، ذلك لأنه يعمل على عزل، وبشكل مباشر، جزء من التدفقات الداخلة. ولقد عرفه على أنه نسبة معينة من الالتزامات الأجنبية التي تقع على عاتق المقترضين المحليين، توضع لدى البنك المركزي في حساب غير معوض، وغير قابل للتحويل لفترة زمنية محددة، والنسبة تحدد من قبل السلطات النقدية وتكون قابلة للتغير استجابة للتدفقات الجديدة وللاحتياجات النقدية². والملاحظ في التعريف أنه ركز على موجات التدفق المتأتية من سلوك المقترضين المحليين متجاهلاً بذلك سلوك المستثمرين الأجانب على اعتبار أن وجهة التدفق لا تختلف بالنسبة

¹. Ibid.

². Ibid., 21.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

للطرفين، ومن هذا المنطلق يكون التوصيف الأشمل على أنه جزء من التدفقات الأجنبية يودع لدى البنك المركزي في حساب لا تفرض عليه فوائد ولفترة زمنية معينة¹.

من التعريفين السابقين يتضح أن متطلبات الإيداع الإلزامي غير مكلفة بحكم أنها لا تعوض، بالإضافة إلى أنها توفر على البنك المركزي حتمية التعامل مع تلك النسبة المعزولة على مستوى الساحة النقدية وتحمل عبء العملية، كما أنها لا تعمل على زيادة أسعار الفائدة المحلية وبذلك فلن تتسبب في إحداث موجات تدفق جديدة، كذلك فإن هذه الأداة تمنح للسلطات النقدية فرصة التكيف مع الأسواق المالية الدولية دون الحاجة إلى منع التدفقات الناتجة عنها وإنما يكفي إدارتها، ولعل الأمر الأهم من ذلك هو العلاقة العكسية بين النسبة المفروضة على التدفقات الداخلة وأجلها (مدة الاستثمار)²، فكلما زادت النسبة المحتجزة قل معها الربح الذي يمكن تحصيله من الاستثمار قصير الأجل، أما إن كانت مدة الاستثمار طويلة فإن تلك التكلفة يمكن احتوائها لأنها فرضت مرة واحدة ولمدة زمنية قصيرة نسبياً إذا ما قورنت بأجل الاستثمار، أي أنها تحد من الاستثمارات المالية ذات الحركة السريعة لحساب الاستثمار في المجال الحقيقي. وبالنسبة إلى مدة الحجز فإذا تم تثبيتها لفترة زمنية معينة، فإن تكلفة الاقتراض الفعلية أو التدفقات الداخلة تتزايد كلما كانت المدة التي تخص تلك الحركة قصيرة³.

واختصاراً لما سبق، فإن كل من نسبة ومدة الحجز على علاقة عكسية مع الربح المتوقع تحصيله خلال فترة الاستثمار، وبهذا الشكل فإن تكلفة العملية تتزايد كلما كان التدفق قصير الأجل، لذلك فإن متطلبات الإيداع الإلزامي غير المعوضة تعمل على تغيير مكون الدين الخارجي، وذلك بقمع التدفقات ذات الأهداف المضاربية لحساب التدفقات طويلة الأجل، وبذلك تؤدي من جهة إلى تقليل حجم تدخل البنك المركزي من أجل تخفيف الضغط على قيمة العملة، ومن جهة أخرى تلغي الجهود التعقيمية الناتج عن ذلك التدخل المسبق في سوق الصرف.

¹. Kevin Cowan and José De Gregorio, "International borrowing, capital controls, and the exchange rate: lessons from Chile," in *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, ed. Sebastian Edwards, (Chicago: University of Chicago Press, May 2007), 249-250.
<http://papers.nber.org/books/edwa06-1>

². Masahiro Kawai and Shinji Takagi, "A Survey of the literature on Managing Capital Inflows," in *Managing Capital Flows: The Search for a Framework*, ed. Masahiro Kawai and Mario B. Lamberte, (Cheltenham, UK. Northampton, MA, USA: Edward Elgar Publishing, 2010), 56.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.4337/9781849806879>

³. Lee, "Implications of a Surge in Capital Inflows," 22.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

وتجدر الإشارة أنه للأداة المذكورة جانب سلبى يتمثل في عدم تمكن أصحاب الاستثمارات الحقيقية من تلبية احتياجاتهم التمويلية بالشروط وفي الظروف الملائمة،¹ وذلك بعد الانطباع السائد لحالة عدم اليقين بخصوص الإجراءات التي يمكن اتخاذها مستقبلاً المتعلقة بمدة ونسبة الحجز، لهذا فمن الأفضل أن تكون الأداة تتصف بالتحيزية؛ عن طريق منح مزايا للتدفقات ذات الأهداف الاستثمارية في المجال الحقيقي - كأن تقلل من مدة ونسبة الحجز-، وتكون صارمة أثناء التعامل مع التدفقات المضاربية.

2-1-2. فرض ضريبة لتحقيق المساواة بين سعر الفائدة المحلي والأجنبي: (*interest equalization tax*)

إن هذه الضريبة القدرة على التعامل مع حالي خروج ودخول رؤوس الأموال، ففي الحالة الأخيرة يفرض البنك المركزي ضريبة على امتلاك الأصول المحلية (أسهم وسندات) من قبل غير المقيمين، كما أنها تعمل على رفع تكلفة الاقتراض من الخارج بالنسبة إلى المقترضين المحليين، ولهذا فهي تعتبر ضريبة على رأس المال المستورد (*Capital Import Tax*)،² ومن هذا المنطلق تستطيع السلطات النقدية قمع التدفقات الداخلة جراء الاستثمار في الأصول المحلية ذات العائد المرتفع، وذلك بعد فرض ضريبة على تلك الأصول بالشكل الذي يحقق المساواة بين العائد المحلي والأجنبي فيغيب بذلك عنصر التحفيز. أما في حالة الاقتراض من الخارج فيجب فرض ضريبة على نحو يتم من خلاله إزالة الفجوة بين سعر الفائدة المحلي المرتفع والأجنبي المنخفض، وبهذا الشكل لا المستثمرون الأجانب ولا المقترضون المحليون يستطيعون الاستفادة من فروق أسعار الفائدة، وتلغى بذلك التدفقات الناتجة عن ذلك السلوك. أما في الحالة التي يريد فيها البنك المركزي عزل موجات التدفق الخارجة فيكفيه عكس العملية، فمن جهة يفرض ضريبة على المقيمين بعد امتلاكهم للأصول الأجنبية ذات العائد المرتفع، ومن جهة أخرى يرفع تكلفة الاقتراض لغير المقيمين.

و من أجل فعالية أكبر، ذهب *Dornbusch* إلى أبعد من ذلك، مشرطاً ضرورة تطبيق الضريبة حتى على التحويلات الناتجة عن الاستثمارات (*repatriation*)،³ أي الدفعات الخاصة بالفوائد والأرباح الموجهة للمستثمرين المقيمين (الأجانب) الناتجة عن استثماراتهم الخارجية (المحلية)، وللإشارة فإن فرضها على التحويلات الخارجة يهدف إلى تخفيف حجم التدفقات الداخلة وليس العكس؛ وذلك لأنه يقلل من نسبة تلك التحويلات كإجراء عقابي لاستثمار الأجانب في الساحة المحلية، والعكس بالعكس.

¹. Ibid., 23.

². Ibid., 24.

³. Rudiger Dornbusch, "Flexible Exchange Rates and Excess Capital Mobility," *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 01 (1986): 224.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.2307/2534419>

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

2-2. ضريبة توبين: يرجع فضل استحداث هذه الضريبة إلى الاقتصادي *James Tobin** سنة 1972 وهي عبارة عن ضريبة صغيرة وموحدة تفرض على كل التعاملات المنفذة على مستوى سوق الصرف الأجنبية دون استثناء¹، ولقد أحدثت هذه الضريبة جدلا واسعا تعدى المجال الاقتصادي**، غير أنه سيتم التركيز على الجانب الذي يمكن أن تقدمه هذه الأداة في سبيل تفعيل سياسة التعقيم، والمتمثل في ذر الرمال في عجلة عوامة الرساميل (*throwing sand in the wheels*)؛ فهي لا تستطيع إيقافها بشكل تام ولكنها تخفف من حدتها وسرعة تقلبها، وبهذا الشكل توفر على البنك المركزي حتمية التدخل المكثف من أجل الدفاع عن قيمة العملة²، أي أن فرض ضريبة على كل التعاملات خصوصا ذات الأهداف المضاربية منها وفي الاتجاهين ذهابا وإيابا، يعمل على زيادة استقلالية البنك المركزي بعد تحرره ولو نسيباً من التدخل في سوق الصرف، فيركز جهوده على أداء السياسة النقدية، ثم إن ذلك الجزء المثبط من خلال الآلية التي تفرضها الضريبة يلغي الحاجة إلى تعقيمه بأي أداة من الأدوات، والتي غالبا ما تكون السندات -حالة دخول الرساميل-، لأن تلك التدفقات تسعى للاستفادة من أسعار الفائدة المفروضة عليها.

ولأن الضريبة تطبق بشكل موحد على كل التعاملات دون التمييز بين أهدافها، مضاربية كانت أو مستثمرة من أجل خلق قيمة مضافة في الجانب الحقيقي، اقترح *Spahn* تعديلا جزئيا متحيزا لصالح التدفقات طويلة الأجل، وذلك بتقسيم الضريبة إلى مستويين، الأول يبقى في صيغته الكلاسيكية التي أتى بها *Tobin* على شرط أن تكون هذه الضريبة صغيرة وموحدة، كما أنها تستجيب لتغيرات السوق الناتجة عن توسع الفجوة بين العرض والطلب، ودون تأثير سلبي على حجم السيولة، أما المستوى الثاني فقد صُمم خصيصا لمواجهة الأطماع المضاربية وسماه "ضريبة تسوية سعر الصرف" (*Exchange-rate normalization duty*) وهذه الضريبة تكون خامدة وتحتوي على أعباء إضافية تُفعل أثناء زيادة

* *James Tobin* (1918-2002)، هو اقتصادي يهودي أمريكي، عمل في مجلس المستشارين الاقتصاديين، التابع لنظام الاحتياط الفدرالي، ودرس في جامعة هارفارد، تلقى جائزة نوبل التذكارية في العلوم الاقتصادية عام 1981 على اقتراحه المتمثل في فرض ضريبة على معاملات صرف العملات الأجنبية، التي تعرف الآن باسم "ضريبة *Tobin*"، والمصممة للحد من المضاربة الدولية في سوق العملات. كما اقترح أن عائدات هذه الضريبة يمكن أن تستخدم لتمويل مشاريع لصالح بلدان العالم الثالث، أو لدعم الأمم المتحدة.

¹. Ibid.

** على الرغم من النسبة الرمزية التي تفرضها ضريبة توبين، إلا أن الحجم المائل لمعاملات العملة الأجنبية يجعل من المداخل المتأتبة منها حد كبيرة، لذا فمناقشة تداعياتها قد تعدت الجانب الاقتصادي وأصبح ينظر إلى جانبها الاجتماعي وحتى السياسي. ولأكثر تفصيل حول هذا الموضوع يمكن الرجوع إلى الورقة البحثية الصادرة من طرف شبكة أو جمعية ضريبة توبين "Tobin Tax Network"

². Paul Bernd Spahn, "On the Feasibility of a Tax on Foreign Exchange Transactions," Report To the Federal Ministry for Economic Cooperation and Development, Bonn, the Federal Ministry for Economic Cooperation and Development, (February 2002): 01.

<http://www.wiwi.uni-frankfurt.de/profs/spahn/tobintax/Tobintax.pdf>

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

التعاملات المضاربية،¹ وعليه فالجزء الأول من الضريبة يحمي قيمة العملة في الظروف العادية، أما في غيرها فتنشط الضريبة ذات الأعباء الإضافية من أجل زعزعة ثقة المضاربيين، وبذلك تمنح للبنك المركزي القدرة على تعديل سعر الصرف دون اللجوء إلى سعر الفائدة المحلي من أجل تعقيم تلك التدفقات التي غالباً ما تكون جد مكلفة هذا إن لم تتجاوز قدرته في التصدي لها.

3-2. تخفيف الرقابة المفروضة على خروج رؤوس الأموال: قد تلجأ بعض البنوك المركزية إلى إلغاء بعض القيود المفروضة على خروج رؤوس الأموال (*Easing of restrictions on outflows*) كإجراء مضاد للتخفيف من حدة ولوجها، ويكون ذلك على وجهين، الأول من خلال تخفيف الرقابة على رؤوس الأموال المتدفقة نحو الخارج والتابعة للقطاع الخاص، بعد التنازل الجزئي عن عائدات النقد الأجنبي، فتنحى للمؤسسات المحلية فرصة الاستثمار خارجاً وتنويع حقائبها المالية، بالإضافة إلى تمكين بعض المؤسسات الأجنبية من إصدار سندات مسعرة بالعملة المحلية وفي السوق المحلي، أما الوجه الثاني فيتمثل في تحرير قطاع الاستيراد، من خلال إدخال بعض الإصلاحات المتعلقة بالتعريف الجمركية والتخفيضات.² وعليه يمكن التخفيض من الحجم الكلي الصافي للتدفقات الداخلة، فيوازيه من جهة تراجع الضغط المفروض على قيمة العملة نحو الارتفاع، ومن جهة أخرى تخفيف حجم السيولة المحلية، فتزول بذلك الحاجة إلى تعقيم الجزء المعزول عن طريق هذا الإجراء، مما يساهم في استمرار تطبيق السياسة لفترة أطول وتكاليف أقل.

غير أن الإشكالية المطروحة أثناء تخفيف القيود على التدفقات الرأسمالية الخارجة، تكمن في اعتبارها إشارة أو خطوة إيجابية نحو زيادة التحرر المالي، والثقة في استرجاع الأموال المستثمرة مع عوائدها مستقبلاً على نحو أيسر، مما يساهم في ولوج الرساميل من جديد،³ أي أن النتيجة عكس المتوقع تماماً، فعوض التخفيف من حدة التدفقات الداخلة سلفاً، قد يجد البنك المركزي نفسه أمام تدفقات إضافية، وما يزيد من احتمال حدوث مثل هذه الوضعية، هو توفر الثقة في نظام الصرف المتبع بما يكفل للمستثمر الأجنبي الاستفادة من حرية الدخول والخروج.

¹ Ibid., 18.

² Lee, "Implications of a Surge in Capital Inflows," 20.

³ Ibid., 21.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

3- سياسة مالية صارمة (*Fiscal tightening*): إن تخفيض الإنفاق الحكومي هو الوجه الأفضل* لتحقيق أهداف هذا الاتجاه، ذلك لأن السلع غير القابلة للتجارة تمتص منه غالباً حصة الأسد، وأي انخفاض في هذا الأخير سوف يؤدي إلى انخفاض الطلب عليها، ومن ثم تراجع أسعارها نسبة إلى نظيرتها القابلة للتجارة¹ والغاية وراء ذلك، هو اتخاذ إجراء مضاد للاتجاه المألوف المتمثل في زيادة الإنفاق الحكومي بعد حوادث تدفق الرساميل إلى الداخل. إن التفسير السابق يصلح في فترة زمنية قصيرة فقط؛ لأن انخفاض أسعار السلع المعنية يحث زيادة الطلب عليها من طرف قطاع آخر، ناهيك عن نقص عرضها نتيجة نزوح بعض المنتجين من القطاع كردة فعل لتوقع تقلص أرباحهم، وبهذا الشكل يصبح انتعاش الأسعار ما هو إلا مسألة وقت فقط.

على العموم فإن السياسة المالية الصارمة تستطيع احتواء جزء من البوادر التضخمية، بالإضافة إلى تخفيف الضغط على قيمة العملة بعد الانخفاض النسبي للأسعار ولو بشكل مؤقت، وبذلك فهي تجنب البنك المركزي الشروع في تطبيق سياسة تعقيم مكلفة في ظل اقتصاد تضخمي وحتمية التعامل مع الفوائض المالية التي يمكن أن يحدثها التوسع في الإنفاق، كما أن التنسيق بين البنك المركزي وخزينة الدولة يصبح أمراً حتمياً في مثل هذه الظروف، كي لا ينتهج كل منهما سياسة تخالف الآخر، وفي الغالب تميل السياسة المالية إلى التوسع بعد ولوج رؤوس الأموال على عكس السياسة النقدية.

يعد حسن اختيار توليفة الأدوات التعقيمية أمراً ضرورياً يقع على عاتق البنك المركزي، وعليه أن يراعي في ذلك عنصر التكاليف في المقام الأول، كما يجب عليه أن لا يهمل باقي المحددات الخاصة ببحرية عمل آليات السوق، والانعكاسات التي يمكن أن تحدث بعد تطبيق الأداة لفترة زمنية تطول. وقد تمنح الإجراءات المساعدة متنفساً يساهم في تفعيل السياسة التعقيمية، إلا أن الأمر برمته غير محتكر كلياً من طرف البنك المركزي، لهذا فتغليب المصالح النقدية أثناء العمليات التنسيقية سيكفل تطبيقاً أفضل للسياسة التعقيمية، وطبعاً هذا لن يكون وارداً في كل الأحوال ولو في الظروف العادية.

* تطبق السياسة المالية الصارمة بالاعتماد على وجهيها، التخفيض في مستوى الإنفاق العام و/أو الزيادة في نسبة الضرائب، غير أن هذا الأخير غير محبذ كونه يعمل من جهة كمحفز على زيادة الإنفاق بعد تحسن المداحيل الجبائية، ومن جهة أخرى، وهي الأهم، قد يؤدي إلى توقف أو حتى انعكاس الرساميل إذا كانت الزيادة في معدل الضريبة قد أحدثت تدهوراً كبيراً في مستوى الإنتاج المحلي، وصاحبه في ذلك إحساس المستثمرين الأجانب بخطر الدخول أو البقاء في الاقتصاد المضيق.

¹. Calvo Leiderman, and Reinhart, "Inflows of Capital," 135.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

المبحث الثالث: تكاليف سياسة التعقيم النقدي وإشكالية استدامتها

استطاع عنصر التكلفة أن يستأثر لنفسه بالجانب الأهم في جل الأدبيات التي اهتمت بممارسة سياسة التعقيم النقدي، وذلك راجع بشكل أساسي إلى دوره في تحديد فعاليتها من جهة، وللتحكم في مفهوم استمرارية تطبيقها عبر الزمن من جهة أخرى. ولقد نوقشت مسألة التكاليف بإسهاب تزامنا وحوادث التدفقات الداخلة، لأن في هذه الحالة تكون قدرة البنك المركزي على مقاومة الظاهرة وتحمل تكاليف العملية تختلف تماما عن نظيرتها التي لا تتم فيها ممارسة السياسة إلا لفترة قصيرة جدا، هذا إن طبقت أصلا، خصوصا مع استمرار حوادث التدفقات الخارجة، أين تكون التكلفة الأساسية متمثلة في الوقوع في أزمة ناتجة عن اهتار قيمة العملة. ولقد كانت المرجعية الأساسية في مناقشة المسألة مستوحاة من التجارب التي عايشتها الدول النامية ذات الأسواق الصاعدة أثناء مرحلتها الانتقالية، أي بعد توجهها نحو التحرير المالي متبينة في ذلك السياسة التعقيمية من أجل التعامل في الغالب مع الفوائض المالية لفترة من الزمن.

المطلب الأول: محددات تكاليف السياسة التعقيمية

إن تشخيص حجم التكاليف المتأني من ممارسة سياسة التعقيم النقدي، يلزم البنك المركزي إجراء تشخيص يسبقه بخصوص محددات تلك التكاليف الرئيسية منها والثانوية، والعملية لن تخلو من الضبابية في التحليل مادامت تلك المحددات تمتاز بسرعة التغير ويصعب التنبؤ بها، هذا إن لم تكن نوعية ويتعسر قياسها.

1- المحددات الرئيسية للتكلفة

إن تكاليف سياسة التعقيم هي الجانب الموضح لحجم الخسائر التي يقع فيها البنك المركزي جراء وقوعه في وضعية المدين اتجاه متعامليه، فحتمية استرجاع السيولة الفائضة على مستوى السوق النقدي بواسطة الأدوات التعقيمية، تجعل البنك المركزي يمنح أسعار فائدة (معدل تعويض إن تعلق الأمر بالاحتياطي الإلزامي وتحويلات الأرصدة، أو ضمان الهامش فيما يخص مبادلات العملة الأجنبية) تعمل على إغراء الأطراف المقابلة من أجل التنازل عن تلك السيولة، هذه الأخيرة تحدد بشكل واضح حجم مديونته اتجاه تلك الأطراف، وتعد الدفعات الخاصة بأسعار الفائدة على علاقة تناسبية مع استمرارية التدفقات الداخلة وتعاضم تكاليف السياسة في كل مرة.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التقييم النقدي

ومن المهم الإشارة إلى أن سعر الفائدة المحلي لا يتعدى كونه أحد المحددات الرئيسية لتكاليف السياسة التعقيمية، فهو لا يعبر عنها بشكل كلي، ولا يمكن الاعتماد عليه بشكل مطلق ومنفرد لتحديد مفهوم التكلفة، بل يجب الأخذ في الحسبان المحددات الأخرى المتمثلة في أسعار الفائدة الأجنبية؛ سعر الصرف المحلي؛ والأجنبي¹، لأن تكاليف السياسة لا يمكن تقديرها إلا بعد معرفة حصيلة التوليفة الناتجة عن تفاعل تلك المحددات الأربعة الرئيسية* وفي نفس الوقت.

يعد سعر الفائدة المحلي الوجه المعبر عن تكلفة الدين المحلي التي يتحملها البنك المركزي، أما سعر الفائدة الأجنبي فيعبر عن العائد الممكن تحصيله بعد استثمار الاحتياطيات الدولية الناتجة عن العملية التعقيمية، فإن حدث وأن تجاوز سعر الفائدة المحلي نظيره الأجنبي، فحجم التكاليف يكون أكبر من العوائد فيتحمل بذلك البنك المركزي الخسائر الناتجة عن تلك الفجوة بين أسعار الفائدة، والعكس بالعكس. ولكن يجب في نفس الوقت تقدير أثر التغير في سعر صرف العملة على مجريات العملية ككل، لأن انخفاض قيمة العملة المحلية مع ثبات قيمة العملة الأجنبية أو ارتفاعها، يؤدي إلى زيادة قيمة الاحتياطيات الدولية من وجهة نظر العملة المحلية، وهذا الأثر قد يقلل أو يعدل تماما إن لم يبلغ الخسائر الناتجة عن التغير المسبق في أسعار الفائدة، وعليه يستطيع البنك المركزي أن يتفادى تنامي تكاليف ممارسة السياسة التعقيمية ما بقيت أسعار الفائدة المحلية أقل من الأجنبية، أو على الأقل يكون التغير في قيمة العملة على نحو يُعدّل من خلاله تكاليف الفجوة غير المرغوب فيها لأسعار الفائدة. ولكن حدوث مثل هذه الحالة من الصعوبة بمكان، لأن أسعار الفائدة المحلية سوف تميل إلى الارتفاع نتيجة لتواتر التدفقات الرأسمالية الداخلة خاصة المضاربية منها وبهذا فقيمة العملة هي الأخرى سوف تتجه نحو الارتفاع بعد زيادة الطلب عليها، ناهيك عن احتمال انخفاض مستويات الفائدة الأجنبية كنتيجة لظاهرة التخمة المالية أو لبعض الإصلاحات الضرورية في القطاع المالي، ولكل هذا دلالة على أن البنك المركزي حتى وإن تجنب تعاضم تكاليف ممارسة السياسة في الأمد القصير أو المتوسط، لن يستطيع تجنبها في الأجل الأطول، فيضطر في الأخير إلى التخلي عن ممارسة السياسة وإعادة النظر في سعر صرف عملته.

¹. Zhang, "Essays on Chinese," 93.

* يقصد بسعر الفائدة الأجنبي في هذا الموضوع ذلك الخاص بالبلد المستثمرة فيه الاحتياطيات الرسمية، كذلك بالنسبة إلى سعر الصرف الأجنبي الذي تقيم به تلك الاحتياطيات في البلد المستثمر فيه.

2- المحددات الثانوية للتكلفة

في حقيقة الأمر أن هذه المحددات تؤثر بشكل غير مباشر على تكاليف سياسة التعقيم النقدي بعد تأثيرها المباشر على أسعار الفائدة المحلية، ونتيجة العلاقة التأثيرية تحدد إن كان ذلك في صالح البنك المركزي أم العكس.

2-1. درجة تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي: وهما محددان لكلٍ منهما أثر يخالف الآخر؛ فولوج التدفقات الرأسمالية إلى البلدان ذات الأنظمة المالية المتطورة يعمل على الإفراط في منح القروض، لأن ذلك النوع من الأنظمة سوف يجد السبيل من أجل تعبئة الموارد المتاحة وإعادة توزيعها، مما يؤدي إلى إحداث فقاعات في أسعار الأصول وتنامي معدلات التضخم،¹ خصوصاً إن لم ينتج عن النمو المفاجئ في المجاميع القرضية نمو على الأقل يماثله في الجانب الاقتصادي، فيكون لزاماً على البنك المركزي تحويل جزء من تلك الموارد إلى حساباته الخاصة، ولن يكون له ذلك إلا إذا نجح في إغراء البنوك عن طريق رفع أسعار الفائدة إلى مستويات تغنيهم عن العوائد المتأتية من العملية الإقراضية، وبالطبع سوف ينعكس ذلك بشكل مباشر على الخسائر التي سوف يتحملها من العملية التعقيمية. وهذا بخلاف البلدان ذات الأنظمة غير المتطورة التي في الغالب لا تخاطر بمنع الائتمان، خصوصاً إن كانت البيئة الاقتصادية لا تشجع على ذلك، وتفضل الاستثمار في السندات التعقيمية المقدمة من طرف البنك المركزي كأصل مضمون و خال من المخاطر وإن كانت أسعار الفائدة منخفضة نسبياً.

أما فيما يخص أثر تطور معدل النمو الاقتصادي، فهو يخالف تماماً ذلك الناتج عن تطور النظام المالي فبمجرد أن يشهد الوضع الاقتصادي معدلات نمو معتبرة، سوف يؤدي ذلك إلى زيادة الطلب على النقود وتراجع معدلات التضخم في هذه الحالة ما هو إلا تحصيل حاصل،² فلا يضطر البنك المركزي بذلك إلى رفع أسعار الفائدة من أجل امتصاص فائض العروض النقدي الناتج عن حوادث التدفقات الداخلة، لأن ارتفاع مستوى الطلب على النقود قد سد الفجوة وانتهى الأمر. وعليه، وفي ظل هذا الظرف، لن يكون البنك المركزي مجبراً على المفاضلة بين ممارسة السياسة النقدية بشكل مستقل أو السماح بزيادة ولوج التدفقات الرأسمالية.

¹. Alberola and Serena, "Global Financial Integration," 17.

². Ibid.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

2-2. توقع وسلوك المستثمرين: إن نقطة ضعف سياسة التعقيم النقدي تتمثل في التراكم المستمر للدين المحلي، وهذه النقطة بالذات تؤثر على توقع وسلوك المتعاملين بخصوص قيمة العملة في المستقبل، لأن الاستمرار على هكذا وضع يعد حافزا للسلطات النقدية من أجل التخلي مستقبلا عن المسار المحدد مسبقا لسعر الصرف، أين تكون مضطرة لتخفيض قيمة العملة من أجل تصفية بعض الديون المحلية، ولهذا فالمستثمرون غالبا ما يطلبون أسعار فائدة أعلى تعوضهم عن الخسائر المحتملة الناتجة عن ارتفاع معدلات التضخم المستقبلية،¹ لأن حلقة الوهم التي أنشأها البنك المركزي باعتماده على مستوى معين لأسعار الفائدة لن تكون نافعة دائما، خصوصا عند التعامل مع المستثمرين المتمرسين وذوي المستوى المقبول من الرشادة أثناء تعاملاتهم المالية.

إن الاستمرار في شراء الأصول الأجنبية وتعقيم أثرها محليا اعتمادا على الدين المحلي، سوف يحول مخاوف المستثمرين بخصوص تطور معدلات التضخم المستقبلية من احتمال إلى حقيقة*، حينها تصبح الوضعية النقدية التي ينشط فيها البنك المركزي جد صعبة، وسوف يكون تحت ضغط هدفين ملزمين ومتناقضين في نفس الوقت؛ الأول وهو امتصاص فوائض السيولة المتواجدة على مستوى الساحة النقدية من أجل كبح معدلات التضخم، والثاني يتمثل في ممارسة سياسة نقدية توسعية من أجل تقليل الخسائر الناجمة عن العمليات التعقيم المتتالية، وغالبا ما يميل، كتحيّز متأصل، إلى إحداث فجوات تضخمية مفاجئة؛² أي أنه سوف يلجأ إلى تنقيد تلك الخسائر بعد عمليات الإصدار النقدي الجديد لتغطية تكلفة الدين المحلي المتراكم، وقد يؤدي هذا الإجراء إلى زيادة تعقيد مهمة البنك المركزي إذا لم يتم التحكم السريع في معدلات التضخم المحدثة، وإلا ستصبح البيئة الاقتصادية غير ملائمة للاستثمار تماما، فينعكس بذلك اتجاه الرساميل نحو الخارج وتصبح التكلفة الأكبر متمثلة في انهيار قيمة العملة.

والملاحظ، أنه بين توقع المستثمرين وتجدد ذلك التوقع بالنسبة للبنك المركزي، توجد لعبة تضخم بين الطرفين، فالأول يتخذها حجة للحصول على أسعار فائدة أعلى، أما الثاني فيستعين بها للتقليل من

¹. Guillermo A. Calvo, "The Perils of Sterilization," IMF Working Paper, No. 90/13 (March 1990): 01. (DOI): <http://dx.doi.org/10.5089/9781451924695.001>

* قد يكون للأسباب السابقة الذكر (تخفيض قيمة العملة للتقليل من الخسائر)، أو قد يحدث ذلك إذا تمت عمليات التسهيل المفاجئ للسندات التعقيم التي وصل تاريخ استحقاقها، بالإضافة إلى احتمال تراجع الحكومة عن تعهدها بعد عمليات السحب المفاجئة لودائعها من حساباتها المدارة من طرف البنك المركزي.

². Hooyman, "The Use of Foreign Exchange Swaps," 22-23.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

حسائر العملية التعقيمية، أي أن التضخم تجرد من كونه هدفا في حد ذاته، وتحويل إلى وسيلة تصبو إلى تحقيق أهداف ظرفية أخرى تختلف بتباين أهداف طرفي المعادلة السالفة الذكر.

وتجدر الإشارة إلى أن تزامن انخفاض أسعار الفائدة الأجنبية مع رغبة المستثمرين الأجانب في امتلاك الأصول المحلية بعد التخلي عن الأجنبية نتيجة ذلك الانخفاض، تمكن البنك المركزي من إجراء العملية التعقيمية بأسعار الفائدة المحلية السائدة،¹ وتجنبه ارتفاع التكاليف إلى مستويات أكبر، لأنه لن يضطر إلى دفعها (أسعار الفائدة المحلية) نحو الأعلى لتحقيق عنصر الإغراء المتوفر دون مقابل في هذه الحالة. ومن جهة المستثمرين المحليين فإن توفر الرغبة في الاستثمار خارجا يصب في مصلحة البنك المركزي أيضا، لأن التدفق نحو الخارج يعمل على تعديل أحجام التدفقات الداخلة على نحو ينحصر فيه دور البنك المركزي، ويقل تدخله من أجل تحييد أثر العملية وتحمل تكاليفها في كل مرة، ولكن يجب الأخذ في الحسبان التحويلات الناتجة عن تلك الاستثمارات مستقبلا (الفوائد، الأرباح والمداحيل...)، والتي سوف تخلق تدفقا داخليا يزيد من حدة الوضع في المستقبل، لهذا فالاستثمار خارجا يساهم في تخفيض تكاليف البنك المركزي ولكن في الفترة التي تسبق انبثاق تدفق مضا (نحو الداخل) غير مرغوب فيه ناتج عن ذلك الاستثمار.

2-3. طبيعة الفائض المراد تعقيمه: والمقصود هنا، هل التدفق الرأسمالي ناتج عن فائض في ميزان رؤوس الأموال أو في الميزان التجاري؟ لأن الحالة الأخيرة تكون فيها مهمة البنك المركزي أيسر نسبيا من الحالة التي سبقتها، فالعوائد المقيمة بالعملة الأجنبية الناتجة عن ذلك الفائض سوف تؤدي بالتأكيد إلى زيادة المعروض المحلي بعد عملية تنقيدها على مستوى الحسابات البنكية المحلية الخاصة بالمصدرين، وإن تم تعهد البنوك المعنية على تسليم تلك العوائد (أو جزء منها) إلى البنك المركزي مقابل منحها وبشكل مباشر لسندات تعقيمية، سوف يؤدي ذلك إلى التقليل من تكاليف العملية،² ويجنبه رفع أسعار الفائدة لتحقيق عنصر الإغراء بعد عملية التنقيد وعدم توافق الرغبات بين الطرفين، وقد يساعده في ذلك كون البنوك ذات طابع عام، أي ملك للدولة، إضافة إلى ضالة الفرص الربحية من وراء التسهيلات الائتمانية. أما إن كان الفائض ناتج عن ميزان رؤوس الأموال، فحركة تلك التدفقات خصوصا المتعلقة باستثمارات المحفظة لا

¹. Maurice Obstfeld, "Never Say Never: Commentary on a Policymaker's Reflections," *IMF Economic Review* 62, No. 04 (July 2014): 672.

(DOI): <http://dx.doi.org/10.1057/imfer.2014.12>

². Mehrotra, "On the Use of Sterilisation Bonds," 121.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

تتماز بالثبات واحتمال انعكاسها دائما وارد، وحتى إن أراد البنك المركزي التعامل معها فسيكون ذلك في السوق المالي، ولن يتعدى كونه أحد المتدخلين فيه على عكس السوق النقدي أين يمثل رأس هرمه. على العموم، تعد المحددات المذكورة سابقا، الرئيسية منها والثانوية، على درجة من الأهمية إذا تعلق الأمر بسيرورة السياسة التعقيمية، وقد تتباين قدرة البنك المركزي على التحكم في كل محدد منها، غير أن الأهم هو أن تلك المحددات حتى وإن صبت في صالحه فإنها لن تدوم طويلا، والأفضل هو الاتجاه نحو التعديل الأنسب، لأنه وكما تم الإشارة إليه آنفا، فإن سياسة التعقيم النقدي مصممة للتعامل مع آثار الظاهرة لا مع أسبابها الضمنية.

المطلب الثاني: آليات دعم استدامة السياسة التعقيمية

في أحسن الظروف، قد يكون الأمد المتوسط هو الحد الأقصى لاستمرار تطبيق السياسة التعقيمية بشكل ناجح، وتعتبر هذه الفترة الزمنية غير كافية على الأقل بالنسبة للدول التي تعتمد تأجيل اتخاذ التدابير اللازمة، أو التي لا تسعى إلى ذلك في الأصل، لهذا فقد انبثقت العديد من الآليات هدفها الأول هو التخفيض من تكاليف السياسة والعمل على تحقيق استدامتها لأمد أطول، من أجل الاستفادة أكثر من محاسن التدفقات الرأسمالية الداخلة وبأقل الأضرار، ومن بين هذه الآليات نجد، آلية التسييد الجزئي للاحتياطيات الرسمية؛ آلية التنسيق بين البنك المركزي وخزينة الدولة؛ واستراتيجية القمع المالي ذو الحدين.

1- آلية التسييد الجزئي للاحتياطيات الرسمية (*securitized reserves*):

اقترح هذه الآلية الاقتصاديان *Prasad&Rajan*¹ سنة 2005، وتهدف من جهة إلى تخفيض تكاليف سياسة التعقيم النقدي على وجه يمنحها مدى تطبيقي أطول، ومن جهة أخرى تعد فرصة للمستثمرين المحليين من أجل تنويع محافظهم المالية بعد السماح لهم بالاستثمار في الخارج، بالإضافة إلى أنها تعبر عن شكل من أشكال الرقابة على حركة رؤوس الأموال.

أما عن المنهجية التي تقوم عليها آلية التسييد (التوريق)، فتتمحور حول الرغبة المتزايدة للبنك المركزي في حيابة الاحتياطيات الدولية، وفي نفس الوقت تحديد كمية التدفقات الخارجة المسموح بها والمعدلة

¹. Eswar S. Prasad and Raghuram G. Rajan, "Controlled Capital Account Liberalization: A Proposal," IMF Policy Discussion Paper 05/7 (October 2005).
<http://EconPapers.repec.org/RePEc:imf:imfpdp:05/7>

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

بشكل جزئي للتدفقات الداخلة، والتي تعبر بشكل آخر عن استثمار المحليين في الخارج. غير أن الآلية لا تتم بهذه البساطة، وإنما بعد دراسة مسبقة من طرف البنك المركزي، يقوم على أساسها بمنح رخصة الاستثمار في الخارج لشركة (أو عدة شركات حسب الحاجة) إدارة الصناديق الخاصة، شرط أن يكون الصندوق متخصصا في استثمار الأصول الأجنبية وذو نهاية مغلقة*، ولكن قبل أن تحصل الشركة على تلك الأصول المرخصة، يجب عليها أولا أن تقوم باسترجاع فائض السيولة المتواجد على مستوى الساحة النقدية عن طريق بيع أصول مقيمة بالعملة المحلية تثبت ملكية المتعاملين تجاه الصندوق، ثم بعد ذلك يقوم البنك المركزي ببيع الأصول الأجنبية (المحددة مسبقا والمعبرة عن حجم التدفق الخارج) مقابل العملة المحلية المسترجعة من طرف الشركة بسعر الصرف السائد في السوق، إلى هنا يمكن للشركة أن تقوم بعملية الاستثمار الخارجي في أصول مالية أجنبية (سندات أو أسهم). وحسب الحاجة يمكن للبنك المركزي أن يمنح تراخيص لشركات إضافية تحمل نفس الخصائص، أو أن يقوم بزيادة حجم الأصول المرخص استثمارها خارجا، وقد يلغي الأمر برمته إن اقتضت الضرورة (كانعكاس تدفق الرساميل).

من بين المميزات الإيجابية لآلية التسديد، أنها تضيي نوعا من الرقابة على حركة رؤوس الأموال الخارجة، لأن البنك المركزي بموجبها يستطيع تحديد وقت، حجم وعدد مرات انعقاد العملية، بالإضافة إلى أنه المسؤول الوحيد عن منح وإلغاء التراخيص، على عكس ما أتى به الفكر التمويلي الحديث. بمنحه الحرية التامة لحركة الرساميل. أما بالنسبة للمستثمرين المحليين فهي تخول لهم إمكانية تنويع الفرص الاستثمارية خصوصا الأجنبية، لأنها في الأخير سوف تساعدهم على اكتساب الخبرات الضرورية من أجل التكيف مع العالم الخارجي في حالة تبني الانفتاح المالي التام.

لكن السؤال المهم هو، كيف يمكن لآلية التسديد أن تخفض من حجم تكاليف السياسة التعقيمية؟ وبالتالي هل تمنحها فعلا مدى تطبيقيا أطول؟ وبالنظر إلى ميكانيزم تطبيق الآلية، يتضح أن البنك المركزي قد أقحم الشركة العاملة على إدارة الصندوق ذو النهاية المغلقة وسط العملية، من أجل استرجاع قسط من فوائض السيولة وتحمل تكلفة ذلك، كمقابل لمنحها الترخيص من أجل الاستثمار خارجا وتحقيق عوائد لتغطية تلك التكاليف، وعندما يقوم البنك المركزي بشراء ذلك الفائض من الشركة مقابل التنازل عن

* تعرف الصناديق الاستثمارية ذات النهاية المغلقة "closed-end mutual fund" على أنها: قنوات استثمارية تقتصر على فئة مختارة من المستثمرين، وما يميزها هو أن عدد الوثائق (الأسهم) المصدرة تكون محددة وثابتة (مغلقة)، كما لا يمكن استردادها إلا عن طريق بيعها في السوق (لا تمتاز بخيرية الدخول والخروج)، بالإضافة إلى أن الاستثمار في هذا النوع من الصناديق يكون محدد المدة والهدف (كما هو الحال بالنسبة إلى الهدف التعقيمي الذي أتت به الاستراتيجية المقترحة)، يصفى بعدها الصندوق وتوزع عائداته على المستثمرين.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

كمية محددة مسبقا من العملات الأجنبية، يكون قد نجح في حجز جزء من التدفقات الداخلة (مقيمة بالعملة المحلية) دون تكلفة تذكر، بل أكثر من ذلك، أنه قد أحدث تدفقا نحو الخارج يعدل من حدة أثر التدفقات الداخلة، وانعكاس العملية سيكون حتما إيجابيا على معدلات التضخم.

والملاحظ في العملية، أن البنك المركزي قد قام بتسنيده جزء من احتياطياته الرسمية عن طريق التعامل غير المباشر مع المستثمرين المحليين، كل واحد منهم يملك حصة تخوله حق المطالبة بعوائد تلك الأصول المسندة والمدارة من طرف الشركة المرخصة، أي أن عبء العملية تم نقله من ميزانية البنك المركزي إلى ميزانية الشركة، على عكس عمليات السوق المفتوحة أين تسجل التكاليف كدين مستحق الدفع على البنك المركزي. ومن المهم الإشارة إلى أن آلية التسنيده تخفف من تكاليف السياسة التعقيمية وتطرح فرصة استمرار تطبيق السياسة لأمد أطول، لكن لفعالية أكبر يجب أن يتحكم البنك المركزي في الجزء الآخر المنقذ من التدفقات الداخلة وبأقل تكلفة. وتجدد الإشارة إلى أن ارتفاع أسعار الصرف، تزايد الإحساس بالمخاطرة ونقص خيرة الشركة المديرة للصندوق في مجال الاستثمار الخارجي، قد يقوض من فرصة نجاح الآلية بعد عزوف المستثمرين على الخوض في هكذا استثمار.

2- التنسيق بين البنك المركزي وخزينة الدولة:

يعد التنسيق بين البنك المركزي وخزينة الدولة من الضرورة بمكان، والعديد من الاقتصادات التجأت إليه كإجراء داعم لاستمرارية السياسة التعقيمية ولفترة أطول، وتتم العملية بعد نقل جزء من تكاليف الممارسة خارج خزينة البنك المركزي نحو خزينة الدولة، وقد يكون ذلك في صورة إصدار سندات خزينة لأغراض نقدية بحتة؛ تعويضات تمنحها الخزينة لتغطية جزء من تلك التكاليف؛ أو ضمان تغطية هذه الأخيرة فقط في حالة حدوث فائض في رصيد الخزينة¹. وتتوقف عملية التنسيق بين الطرفين بشكل أساسي على تغليب الاعتبارات النقدية عن المالية ولو بشكل ظرفي، والتي بدورها تتحدد انطلاقا من النظرة الحالية والاستشرافية لصناع القرار في المجال الاقتصادي.

ولقد تعددت أوجه التنسيق بين البنك المركزي وخزينة الدولة بتعدد وتباين البنية الاقتصادية للدول التي عايشت ظاهرة التدفقات الرأسمالية الداخلة. ومن بين تلك التجارب نجد على سبيل الذكر تجربة الهند

¹ Staff of the Monetary and Financial Systems Department, "Monetary Policy Implementation at Different Stages of Market Development," International Monetary Fund, (October 2004): 22-23. Available at: <<<https://www.imf.org/external/np/mfd/2004/eng/102604.pdf>>> Date accessed: 03 Juin. 2015.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

عندما تم استحداث ما يسمى "بمخطط استقرار السوق *Market Stabilisation Scheme*" سنة 2004، وفي ظل هذا المخطط يُرخص للبنك المركزي -في حدود مضبوطة مسبقا- إصدار سندات أو أذونات الخزينة لأغراض استرجاع السيولة الفائضة من السوق النقدي، وتلك الأرصدة تحجز في حساب مستقل لدى البنك المركزي غير معوض ولا يحق للحكومة التصرف فيه، وبالنسبة للفوائد المستحقة للدفع للحائزين على تلك السندات فهي أعباء تقع على عاتق الحكومة فقط*. كما أن الرصيد المحتجز يلعب دورا فعالا في حالة انعكاس التدفقات نحو الخارج، أين يعتمد البنك المركزي إلى إعادة ضخه في السوق النقدي لتحديد حالة الانكماش¹، وبهذا الشكل تكون العملية التنسيقية بين الطرفين قادرة على عزل أثري الفائض والانكماش لمدة أطول وتكاليف أقل من الحالة التي لا تتم فيها. والملاحظ بخصوص المخطط التنسيقية أنه لا يتم إلا بعد تفاوض مسبق بين الطرفين، والبنك المركزي لا يملك سلطة الإصدار المطلقة وإنما هو مقيد بحجم السندات المرخص له بها في البرنامج فقط، أي أن نجاح العملية يتوقف على ذلك الحجم. والعنصر الإيجابي في العملية أن الحكومة لا يحق لها إدارة الرصيد المسترجع، وبذلك يبقى البنك المركزي المحتكر الوحيد لعملية إصدار النقود وإدارتها.

وقد جسد الصندوق المركزي للادخار** في سنغافورة "*Central Provident Fund*" شكلا آخر من أشكال العملية التنسيقية، وكان حلقة الربط بين البنك المركزي والحكومة بدور فعال دعم من خلاله استمرارية سياسة التعقيم النقدي وتكاليف أقل. وحسب القوانين المنظمة لآلية عمل الصندوق تستطيع السلطات النقدية -أثناء حوادث التدفقات الداخلة- أن تقوم ببيع سندات تعقيمية (حكومية أو خاصة بالبنك المركزي) إلى الصندوق من أجل عزل حجم معين من فوائض السيولة وتحييد أثرها عن الأساس النقدي، وفي حال كانت الأقساط المسددة تتم عبر الحسابات البنكية، فكأنما الصندوق الادخاري لعب

* تقيد التكلفة التي تم تحملها خلال العملية التعقيمية بشكل واضح في الوثيقة الخاصة بميزانية الدولة، ولقد بلغت كمتوسط خلال الفترة (2004-2009) ما قيمته 0.13% نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

¹. Rakesh Mohan and Muneesh Kapur, "Managing the Impossible Trinity: Volatile Capital Flows and Indian Monetary Policy," Staford Center for International Development Working Paper, No. 401 (November 2009): 48.

(DOI): <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1861724>

** وهو صندوق ممول كليا باقتطاعات مفروضة جبرا على أحوار المستخدمين وأرباب العمل، كما أنه يضم حصصا خاصة بالأفراد، يدار من قبل الحكومة ومهمته الأساسية تتمثل في تحصيل الادخارات من المساهمين بشكل دوري للحصول على منحة التقاعد في الأخير، كما أن نشاطه توسع ليشمل مساعدتهم في إنجاز نفقاتهم الخاصة بالمسكن، الصحة والاستثمار. وقد تراوحت المدخرات التي تم تحصيلها خلال الفترة (1988-1997) بين 16.3 إلى 30.4 بالمائة من إجمالي ادخارها الوطني، وكان له دور جد مهم في تعقيم التدفقات الرأسمالية الداخلة أثناء تلك الفترة.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

دور الوسيط من أجل تحويل تلك الأرصدة من خزائن البنوك التجارية إلى خزينة البنك المركزي. والمهم في العملية أن أسعار الفائدة المفروضة على السندات التعقيمية غير مرنة ومنخفضة نسبياً، وعليه فلن يواجه البنك المركزي خطورة ارتفاعها في كل مرة تتم فيها العملية كما هو الحال بالنسبة إلى عمليات السوق المفتوحة،¹ وبهذا الشكل فتعقيم جزء معين من التدفقات الداخلة لا يشجع على جلب تدفقات رأسمالية أخرى، فيتفادى بذلك البنك المركزي الدخول في حلقة مفرغة ومكلفة، بالإضافة إلى أنه سيخفف من الضغوط المفروضة على قيمة العملة، ويكون احتمال اتجاهها نحو الارتفاع أقل نسبياً أو معدوماً على الأقل من الناحية التي تخص العملية التنسيقية.

وفي دولة سيراليون تقوم الحكومة بإصدار سندات خزينة تعرض في المزاد أسبوعياً لأغراض تعقيمية بحتة، والحجم المصدر يدار من طرف البنك المركزي وفي حساباته الخاصة تحجز السيولة المسترجعة، كما أنه يستطيع أن يطلب من الحكومة زيادة حجم الإصدار إن كان لذلك ضرورة. أما في ما يخص البنك المركزي لدولة المكسيك وكوريا فقد اقتصر دورهما -أثناء تنفيذ العملية التنسيقية- على إدارة السيولة الهيكلية فقط (التي تدوم شهراً فما فوق)، بعد الإعلان عن برنامج محدد مسبقاً لعمليات الإصدار والسيولة المراد استرجاعها، وبخصوص التغيرات القصيرة الأجل (يومية أو أسبوعية) تترك لسندات الخزينة ولكن تحت إدارة البنك المركزي.²

عموماً، تعد آلية التنسيق بين البنك المركزي وخزينة الدولة أمراً غاية في الأهمية، فاحتواء تكاليف السياسة التعقيمية بشكل مشترك يساعد من جهة على استمراريتها، ومن جهة أخرى يخفف من التشوهات النقدية التي يمكن أن تنتج عنها. والجدير بالذكر، أن العملية التنسيقية تبقى فعالة ما لم تتداخل صلاحيات الحكومة في المجال الذي يخص البنك المركزي، لأنه في هذه الحالة تفقد السياسة النقدية استقلاليتها، وقد تؤدي العملية في الأخير إلى نتائج تخالف المأمول فيه تماماً.

¹. Chan, "Three Essays on Monetary Policy," 53

². Simon T. Gray, "Central Bank Management of Surplus Liquidity," Centre for Central Banking Studies, Bank of England, Lecture Series, No. 06 (August 2006):13.
<http://EconPapers.repec.org/RePEc:ccb:lectur:6>

3- القمع المالي ذو الحدين (two-edge financial repression):

إن التراكم المستمر لتكاليف سياسة التعقيم النقدي على عاتق البنك المركزي، يرغمه على ممارسة ما يعرف بسياسة القمع (الكبح) المالي* من أجل التخفيف من تلك الأعباء ونقل قسط منها إلى الأطراف المتعاملة معه في السوق النقدي، وقد تتمثل إجراءاته في رفع معدل الاحتياطي الإلزامي، تخفيض أسعار الفائدة، أو بعض القيود الإدارية المفروضة على النشاط المصرفي. وغالبا ما تكون مطبقة من قبل البنوك المركزية التي لها رغبة متزايدة في جلب، ثم التعامل مع الأحجام الهائلة للتدفقات الرأسمالية، مادامت الأطراف الأخرى الداخلة في العملية لا تزال قادرة على تحمل الجزء المحول لها من التكاليف.

ويعد بنك الصين الشعبي من البنوك المركزية الأكثر ممارسة لسياسة القمع المالي، ساعيا بذلك لتحقيق عنصر المشاركة في تحمل التكاليف كآلية داعمة لمفهوم استمرارية السياسة التعقيمية أثناء تعامله مع التدفقات الضخمة والمستمرة، ويتم ذلك على مستويين، الأول من البنك المركزي إلى البنوك التجارية؛ والثاني من البنك المركزي عبر البنوك التجارية إلى قطاع العائلات؛ وفيما يلي تحليل المسألة بشكل مفصل:¹

- الحد الأول (من البنك المركزي إلى البنوك التجارية): لضمان استمرارية السياسة التعقيمية على أمد يفوق المتوسط، وجب على بنك الصين الشعبي أن لا يتحمل تكاليف تطبيقها بشكل منفرد، لذلك لجأ إلى سياسة القمع المالي لتحويل جزء من تلك التكاليف إلى البنوك التجارية، وتجسد ذلك في صورتين أساسيتين هما: رفع معدل الاحتياطي الإلزامي وإصدار سندات ذات أسعار فائدة منخفضة، والحياسة على هذه الأخيرة يعني تضييع فرصة ربحية كانت متاحة لو تم إقراض نفس المبلغ بسعر فائدة أكبر في السوق البيئي. وبالنسبة للمؤسسات المالية غير البنكية فهي لا تبدي اهتماما بتلك السندات لانخفاض أسعارها لذلك في كثير من الأحيان كانت المزادات المنعقدة تنتهي بالفشل، فيضطر البنك المركزي إلى استعمال الإقناع الأدبي من أجل الحث على حياسة تلك السندات، وفي الغالب يعمل على سن قوانين إدارية مباشرة

* إن مصطلح القمع أو الكبح المالي طوره كل من Shaw&McKinnon سنة 1973 ويعرف على أنه مجموعة من الآليات التي يمارسها البنك المركزي حبرا، مثل الرفع من متطلبات الاحتياطي الإلزامي، تسقيف أسعار الفائدة، وفرض قيود على التعاملات بالعملة الأجنبية... كل هذا من أجل التعامل مع التدفقات الداخلة وبأقل تكاليف بعد نقل جزء منها إلى المتعاملين. وقد كان منتشرا في دول أمريكا اللاتينية والدول الآسيوية سنوات 1950 و1960 في صورة سعر فائدة حقيقي سالب مفروض من قبل الحكومة من أجل تغطية عجز الموازنة آن ذاك.

¹ Ming Zhang, "Chinese Stylized Sterilization: The Cost-sharing Mechanism and Financial Repression," *China & World Economy* 20, No. 02 (2012): 50-56.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.1111/j.1749-124X.2012.01279.x>

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

تلزم البنوك بشرائها، وقد يفرض سندات أخرى وبسعر فائدة أدنى كإجراء ردعي للبنوك غير المتعاونة والتي رفضت التقيد بتلك القوانين.

وفيما يخص رفع معدل الاحتياطي الإلزامي، فالأمر أسوأ بالنسبة للبنوك التجارية، لأن معدل التعويض عن تلك الأرصدة المحتجزة هو أقل بكثير من سعر الفائدة الإقراضي ما بين البنوك (*SHIBOR*)، وأيضاً أقل من الفجوة الربحية الناتجة عن الفرق بين سعر الإيداع والإقراض، وحتى لو قورن بسعر الفائدة المنخفض والمفروض على سندات التعقيم فهو لا يزال متدنياً، أي أن الأرصدة المحتجزة أضاعت على البنوك التجارية ثلاث فرص استثمارية في سبيل تحمل، وبشكل قسري، جزء من تكاليف السياسة التعقيمية.

- الحد الثاني (من البنك المركزي وعبر البنوك التجارية إلى قطاع العائلات): ولأن نشاط البنوك التجارية من الأهمية بمكان فيما يخص العمليات التمويلية، فإن الحكومة لن ترضى بأن تحملها قسطاً كبيراً من تلك التكاليف على نحو يقوض من أداءها العادي، لهذا فتحدد سقف لسعر الفائدة الإيداعي وأرضية لسعر الفائدة الإقراضي يكفل للبنوك فجوة ربحية تضمن لها سيرورة نشاطها بشكل ملائم. غير أن جمود الحدود العليا والدنيا لتلك الفجوة ينقل، وبصفة مباشرة، قسطاً لا بأس به من تكاليف التعقيم إلى قطاع العائلات، خاصة إذا كانت البدائل أمام هذا الأخير ضيقة أو غير مسموح بها في حالة التعامل مع الخارج فيتحمل بذلك تكلفة كبيرة في حالة الاقتراض، والتي كانت ستكون أقل لولا ممارسة السياسة التعقيمية، أما في حالة الإيداع فأسعار الفائدة الحقيقية المتحصل عليها من العملية جد متدنية أو قد تكون سالبة في الأصل، خاصة إذا كان سعر الفائدة الإيداعي جامداً لفترة طويلة* ولا يأخذ في الحسبان تطور مستويات التضخم عبر الزمن.

إضافة إلى فرض معدل تعويض متدنٍ على الاحتياطيات الإلزامية، فإن عدم تحرير أسعار الفائدة يعد النقطة الجوهرية في تحليل القمع المالي ذو الحدين الممارس من قبل بنك الصين الشعبي، لأنه لو حدث عكس ذلك لارتفعت أسعار الفائدة على السندات التعقيمية إلى مستويات أعلى، كما أن الفجوة الربحية الخاصة بالبنوك قد تتغير - حسب حجم العرض والطلب - ولا تُنقل عبرها التكاليف إلى قطاع العائلات، وعلى هذا الأساس يكون بنك الصين الشعبي المتحمل الأكبر لتكاليف السياسة التعقيمية، ولن يكون بمقدوره

* تعددت فترات جمود أسعار الفائدة على عملية الإيداع في الصين، فالأولى استمرت 14 شهر (من نوفمبر 2003 إلى ديسمبر 2004)، تلاها فترتان متعاقبتان دامتا 21 شهر (من فيفري 2007 إلى أكتوبر 2008، ومن فيفري 2010 إلى أكتوبر 2011).

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

الاستمرار في تطبيق السياسة إلى أمد أطول، لذلك أجبر البنوك التجارية وقطاع العائلات على الدخول تحت لواء المشاركة في تحمل التكاليف كإستراتيجية داعمة لاستمرارية السياسة التعقيم لفترة أطول.

لا تعد البنوك التجارية القناة الوحيد الناقلة لعنصر التكاليف، لأن تحويل أرصدة الصناديق الممولة بودائع الخواص إلى البنك المركزي، يعد هو الآخر شكلا من أشكال القمع المالي مطبقا في حق المساهمين في تلك الصناديق، خاصة إذا كانت تلك الأرصدة غير معوضة - كما هو الحال بالنسبة إلى صندوق الادخار المركزي بسنغافورة وصندوق ادخار الأجراء بالهند-، ولتفادي مثل هذه الممارسات لجأت بعض الدول (كتايلاند) إلى تحويل جزء فقط من تلك الأرصدة، وبهذا الشكل تكون إدارة الصندوق من قبل القائمين عليه بشكل أفضل وذو صلاحيات أوسع.

وخلاصة القول، أن ممارسات القمع المالي سواء على البنوك التجارية، قطاع العائلات أو حتى على فئة المساهمين في بعض الصناديق ذات الطابع الادخاري، تعيق العمل التلقائي لآليات السوق وتمنح البنك المركزي فرصة إدامة تطبيق سياسة التعقيم النقدي لفترة أطول، لأنها لا تحمله كل التكاليف المتعلقة بالعملية. وعلى الرغم من تباين قدرة استيعاب كل طرف من تلك الأطراف المتشاركة في تحمل التكاليف إلا أنها مرهونة برغبة وقدرة تلك الأطراف على الاستمرار في هكذا عملية ولو كانت بشكل قسري كذلك يجب الأخذ في الحسبان تنامي سلوك البحث عن طرق ربحية أخرى ولو كانت بشكل غير قانوني.

المطلب الثالث: الصيغة الكمية المحددة لشرط استمرارية السياسة التعقيم

قدم الاقتصادي *Frenkel*¹ الصيغة الكمية المشروطة الشاملة، التي تكفل للبنك المركزي إمكانية الاستمرار في ممارسة السياسة التعقيم دون تعاضم تكاليفها، وهي عبارة عن الحد الأقصى لسعر الفائدة المحلي الذي لا يجذب تجاوزه في ظل مستويات معينة لأسعار الفائدة الأجنبية، سعر الصرف المحلي والأجنبي أصول والتزامات البنك المركزي.

إن تكلفة سياسة التعقيم النقدي في وقت معين يُعبر عنها بالمعادلة التالية:

$$s = i - r - e$$

¹. Roberto Frenkel, "The Sustainability of Monetary Sterilization Policies," *Cepal Review*, No. 93 (December 2007): 29-36.
<http://EconPapers.repec.org/RePEc:ecr:col070:11230>

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

حيث (s): تعبر عن تكلفة سياسة التعقيم النقدي.

(i): سعر الفائدة المحلي؛

(r): سعر الفائدة الأجنبي؛

(e): معدل نمو سعر صرف العملة الأجنبية من وجهة نظر العملة المحلية، ويساوي $\Delta E/E$ حيث E يعبر عن سعر صرف العملة المحلية مقابل نظيرتها الأجنبية.

وعليه، فإن تكلفة سياسة التعقيم النقدي تكون مساوية إلى الصفر إذا تساوى سعر الفائدة المحلي (i) مع مجموع كلا من معدل نمو سعر الصرف (e) وسعر الفائدة (r) الأجنبيين، كما هو مبين في المعادلة التالية:

$$i = r + e$$

ومنه يمكن القول، أن السياسة التعقيمية تتصف بالاستمرارية إذا فقط إذا كانت تكاليفها مساوية إلى الصفر أو أقل (سالبة)، بمعنى:

$$(1) \dots \dots \dots i \leq r + e$$

وعليه، فإن ($r + e$) هو الحد الأقصى الذي يضمن للسياسة التعقيمية استمراريتها، كما يمكن استنتاج الصيغة الخاصة باستقلالية السياسة النقدية من المعادلة (1)، وذلك كما يلي:

$$(2) \dots \dots \dots g = I_{max} - (r + e)$$

حيث (g): هي درجة استقلالية السياسة النقدية، وتحدد بالفرق بين الحد الأقصى لسعر الفائدة الذي يضمن استمرارية السياسة التعقيمية (I_{max}) والمجموع ($r + e$)، وما لم يتجاوز هذا الأخير مستوى (I_{max}) سوف يبقى البنك المركزي يمارس سياسته النقدية باستقلالية تامة*.

وقد أردف *Frenkel* مشيراً إلى أن الشرط المذكور في العلاقة رقم (1) لا يعتبر ضرورياً لاستمرارية السياسة التعقيمية، لأنه يمكن أن يتم ذلك وسعر الفائدة المحلي أكبر من الحد الأقصى المبين في العلاقة.

* إن اتساع الفجوة السالبة بين (I_{max}) و($r + e$) على علاقة طردية مع مفهوم استقلالية السياسة النقدية، لأنه مادامت أعباء البنك المركزي الناتجة عن دفعات سعر الفائدة المحلي أقل من المتحصل عليه من عوائد خارجية جراء توظيف الأصول الأجنبية، بالإضافة إلى أن تغيرات سعر صرف العملة الأجنبية تصب في صالحه (أو تأثيرها ضئيل)، سيمارس سياسته باستقلالية تامة ولن يكون مضطراً لتوجيهها لأغراض نظام الصرف المتبع.

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

ولتوضيح المسألة، افترض أن البنك المركزي يملك أصلاً وحيداً وهو الاحتياطيات الأجنبية، ويصدر التزامين متمثلين في القاعدة النقدية التي لا تدر عائداً، والسندات التعقيمية ذات أسعار فائدة واجبة الدفع. وعليه تكون الصيغة المعيرة لإجمالي الالتزامات كما يلي:

$$P = B + L$$

حيث (P): تعبر عن إجمالي التزامات البنك المركزي، (B) و (L): القاعدة النقدية والسندات المصدرة للأغراض التعقيمية على التوالي.

في زمن محدد، وعند سعر فائدة (i) وسعر صرف (E)، إذا كان هناك فائض في عرض العملة الأجنبية (C) على مستوى سوق الصرف (زيادة الطلب على العملة المحلية)، سوف يتدخل البنك المركزي ويقوم بشرائه لتفادي تهمين قيمة عملته المحلية، ويمول عملية الشراء بإصدار نقدي جديد، ثم يعمد إلى امتصاص فائض السيولة الناتج عن ذلك الإصدار النقدي مستعيناً بالسندات التعقيمية، وعليه تزداد التزامات البنك المركزي بوجهيها كما هو مبين في المعادلة التالية:

$$(3) \dots \dots \Delta P = \Delta B + \Delta L = CE + iL$$

حيث (CE): قيمة فائض عرض العملة الأجنبية من وجهة نظر العملة المحلية.

(iL): قيمة الفوائد الواجبة الدفع من قبل البنك المركزي على السندات التعقيمية المصدرة.

ولتكن معادلة زيادة الطلب على القاعدة النقدية كما يلي:

$$\Delta B = B\delta(p + y)$$

حيث (ΔB): التغير في مستوى الطلب على القاعدة النقدية، (δ): درجة مرونة الطلب على القاعدة النقدية للتغيرات الحاصلة في الناتج المحلي الإجمالي الاسمي (GDP)، (p): معدل التضخم، (y): نسبة نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

وفيما يخص جانب الأصول، إذا رمزنا إلى الاحتياطيات الأجنبية بـ (R)، وكان $\Delta(RE)$ يدل على الزيادة في قيمة الاحتياطيات الأجنبية من وجهة نظر العملة المحلية، و (r) هو الإيراد المحصل (سعر الفائدة الأجنبي) من توظيف تلك الاحتياطيات في الأصول الأجنبية، فإن محصلة الزيادة في $\Delta(RE)$ تنتج عن:

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

$$\begin{aligned}\Delta(RE) &= R\Delta E + E\Delta R \\ &= R\Delta E + E(C + rR) \\ (4) \dots\dots\dots &= R\Delta E + EC + ErR\end{aligned}$$

ومن المعروف أن استمرارية السياسة التعقيمية مرهونة من جهة بحجم أعباء البنك المركزي الناتجة عن زيادة التزاماته، ومن جهة أخرى بحجم الإيرادات المتأتية من توظيف أصوله الأجنبية في الخارج، وما لم يتعدى الطرف الأول نظيره الثاني فلن تطرح مشكلة الاستمرارية بتاتا، وذلك كما هو مبين في المتراجحة الأساسية التالية:

$$(5) \dots\dots\dots \Delta P \leq \Delta(RE)$$

بمعنى، أن السياسة التعقيمية مستمرة مادامت نسبة الالتزامات الكلية للبنك المركزي إلى قيمة احتياطياته بالعملة المحلية $P/(RE)$ أقل أو تساوي الواحد، وفي أحسن الأحوال أن تكون دوما متجهة نحو الانخفاض.

بتعويض المعادلتين رقم (3) و (4) في المعادلة رقم (5) نتحصل على ما يلي:

$$\begin{aligned}CE + iL &\leq R\Delta E + EC + ErR \\ (6) \dots\dots\dots iL &\leq R\Delta E + ErR\end{aligned}$$

بقسمة المعادلة رقم (6) على (RE) نجد:

$$\begin{aligned}e = \Delta E/E \quad \text{مع العلم أن} \quad iL/RE &\leq e + r \\ \text{أو} \quad i &\leq (e + r) / L/RE\end{aligned}$$

وبوضع $Lr = L/RE$ حيث (Lr) : هي النسبة بين القيمة الاسمية للسندات التعقيمية المصدرة بسعر فائدة معين من طرف البنك المركزي واحتياطياته الأجنبية من وجهة نظر العملة المحلية، سوف نجد المتراجحة التالية:

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

$$(7) \dots \dots \dots i \leq e + r/Lr$$

المعادلة رقم (7) تعبر عن الصيغة النهائية المشروطة لاستمرارية السياسة التعقيمية، فمادام (i) أقل أو يساوي الطرف الثاني، يستطيع البنك المركزي متابعة تطبيق السياسة دون القلق بخصوص تكاليفها. والملاحظ في المعادلة أن سعر الفائدة (i) يستطيع أن يكون أكبر من ($e+r$) ويضمن استمرار تطبيق السياسة على عكس الصيغة المشروطة في المعادلة رقم (1)، ولكن بشرط أن يكون (Lr) أقل من الواحد، وكلما كان المقام أصغر، كلما كانت قيمة الطرف الثاني للمعادلة أكبر على نحو يضمن لسعر الفائدة المحلي التحرك في مجال أوسع. وعليه فإن استمرارية السياسة التعقيمية لا تُحدد بسعر الفائدة الأجنبي والمحلي إضافة إلى سعر الصرف الأجنبي فقط، وإنما يجب كذلك الأخذ بعين الاعتبار قيمة السندات المحددة لالتزامات البنك المركزي إلى قيمة احتياطياته الأجنبية (Lr).

ويمكن التعبير عن سعر الفائدة المحلي الأقصى (I_{max}) الضامن لاستمرارية السياسة في المعادلة التالية:

$$(8) \dots \dots \dots I_{max} = e + r/Lr$$

وبتعويض المعادلة رقم (8) في المعادلة الخاصة بالصيغة السابقة لاستقلالية السياسة النقدية - المعادلة (2) - نحصل على الصيغة الجديدة التي تأخذ بعين الاعتبار (Lr)، وذلك كما يلي:

$$g = I_{max} - (r + e) = e + r/Lr - (r + e)$$

$$(9) \dots \dots \dots = (r + e)(1 - Lr)/Lr$$

المعادلة رقم (9) تعبر عن الصيغة النهائية لاستقلالية السياسة النقدية. والجدير بالذكر أن القيمة (Lr) لها نفس الدور الذي لعبته في معادلة استمرارية السياسة التعقيمية رقم (7)؛ أي كلما كانت قيمتها منخفضة كلما كانت درجة استقلالية السياسة النقدية أكبر. وعلى هذا الأساس يمكن القول أن استقلالية السياسة النقدية من استمرارية السياسة التعقيمية.

ولمعرفة النتيجة شبه المالية للبنك المركزي (Cf) يمكن الاعتماد على المعادلة التالية:

$$Cf \approx RE(r + e) - iL$$

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التقييم النقدي

إن شرط تحقيق نتيجة مالية إيجابية هو:

$$(10) \dots \dots \dots Cf \approx RE(r + e) - iL \geq 0$$

لدينا من العلاقات السابقة أن $Lr = L/RE$ ، عند قسمة المعادلة رقم (10) على (RE) نجد:

$$Cf/RE \approx r + e - iLr \geq 0$$

$$(11) \dots \dots \dots i \leq (e + r)/Lr = I_{max} \quad \text{وهذا يعني أن:}$$

إن العلاقة المبينة في المعادلة رقم (11) تبين الحد الأقصى لسعر الفائدة المحلي الذي يضمن للبنك المركزي عدم الوقوع في خسائر مالية أثناء ممارسته للسياسة التقييمية، وهي العلاقة نفسها المعطاة في المعادلة رقم (7) والمعبرة عن مستوى سعر الفائدة المحلي الذي ما دونه يضمن استمرارية ممارسة سياسة التقييم النقدي، وعليه فإن شرط استمرارية هذه الأخيرة هو نفسه الشرط المتعلق بعدم تحقيق البنك المركزي للنتائج السلبية، وكلاهما يضمن إدارة السياسة النقدية على وجه مستقل.

يعد عنصر التكاليف نقطة ضعف سياسة التقييم النقدي، لأنه الجزئية القادرة على إبطال مفعولها أثناء محاولة تقييد تدفقات الرساميل، غير أن تطور معدلات الأداء الاقتصادي المصاحب لتكييف سياسات تعمل على احتواء تلك التكاليف، أو حتى توزيعها بين البنك المركزي وخزينة الدولة، سيؤدي إلى إمكانية استمرار تطبيقها على أمد أطول، ولكن ذلك لن يدوم إلى ما لا نهاية. وعليه يجب استغلال المتسع الزمني الممنوح من قبل السياسة التقييمية لاتخاذ الإجراءات والتصحيحات الأنسب على المستوى الكلي، من أجل تفادي انهيار الاقتصاد المضيف لتلك التدفقات.

خلاصة الفصل:

بتطبيق سياسة التقييم النقدي، يصبح البنك المركزي قادرا على عزل الوضع النقدي المحلي عن التقلبات التي تحدثها حركة الرساميل على المستوى الدولي، وعلى وجه أخص حالة دخولها، وبهذا الشكل تتاح له فرصة إدارة شؤونه النقدية على نحو فعال ومستقل؛ لإمكانية تحقيق أهدافه الداخلية (التضخم وسعر

الفصل الأول: الإطار التحليلي لمضامين سياسة التعقيم النقدي

الفائدة) على نحو لا يتم فيه تسخيرها لهدفه الخارجي (الاستقرار في سعر صرف العملة)، لكن هذا الأمر يتطلب التجهز بترسانة من الأدوات التعقيم، بالإضافة إلى بعض الآليات المساعدة الموجهة بشكل كفو وفعال نحو الأهداف المسطرة على اختلاف آجالها.

قد يحدث وأن تُمنح السياسة التعقيمى مدى تطبيقي أوسع بعد الاعتماد على بعض الاستراتيجيات المكيفة لمثل هذا الغرض، غير أن ذلك لن يكون إلى ما لا نهاية، فتعاطم تكاليف ممارستها حتى وإن تم استيعابه في الأمد القصير أو المتوسط فلن يكون ذلك متاحا في الأمد الأطول، خصوصا وأن محددات عنصر التكلفة منها ما هو خارجي وبعيد عن السيطرة كسعر الصرف والفائدة الأجنبية. وعليه فسياسة التعقيم قد تحقق أهدافها إن لم تتعد ممارستها الأجل المتوسط، وهو نفسه الأجل الأقصى الذي يمنح لصناع القرار من أجل اتخاذ التدابير اللازمة والتكيف مع معطيات الوضع الجديد.

ما ينبغي الإشارة إليه في الأخير، هو أن مكانة استقلالية البنوك المركزية في نظر السلطات النقدية أثناء حوادث التدفقات الدولية، هي الداعي الأساسي لتبني السياسة التعقيمى دون غيرها من السياسات بحكم أنها لا تؤدي إلى تآكل مفهوم الاستقلالية على الأقل في الأمد القصير والمتوسط، وهذه الميزة غالبا ما تنتفي لدى غيرها من السياسات، ناهيك عن فعاليتها في تحييد آثار تلك التدفقات، غير أنه لا يمكن اعتبارها بأي حال من الأحوال تريباقا يصلح لمعالجة كل تلك الحوادث في كل وقت وعلى أي شكل، لأن مسألة استدامة تطبيقها تتعدى مسؤولية البنك المركزي لتتضمن سلوك الأطراف الداخلة في العملية التعقيمى وورغبتهم في المشاركة لتحمل تكاليف السياسة ثم قدرتهم على ذلك، بالإضافة إلى السياسة الاستثمارية للاحتياطي الرسمية في الخارج، والأهم من ذلك كله، طبيعة التدفق في حد ذاته.

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

يعد البنك المركزي المسؤول الأول عن مهمة ضبط التوليفة الخاصة بمحددات الاستقرار النقدي، غير أن العملية تتخللها العديد من الإشكاليات، أهمها استحالة التنسيق الآني بين كل المحددات المعنية، حتى ولو كان ذلك في الظروف العادية، ناهيك عن ما إذا تزامنت مهمته مع أزمة مصرفية أو مالية، أين سيتغاضى قسرا عن مهمة تحقيق بعض من تلك المتغيرات لحساب الأخرى، ولكن ذلك من الصعوبة بمكان، ويجب أن تُراعى فيه أولويات وتُهيمن فيه اعتبارات على أخرى، خصوصا فيما يتعلق بالتوازنات الداخلية ونظيرتها الخارجية.

في أغلب الأحيان تتجه البنوك المركزية، من أجل التكيف مع التناقضات السالفة الذكر، إلى تبني برامج ارتكازية تهدف إلى تحقيق الاستقرار على المستوى النقدي بعد تغليب بعض الاعتبارات على حساب الأخرى، أو التوجه نحو استهداف التضخم بشكل مباشر، أي وجوب التعامل مع مفهوم التضحية لضمان نجاح العملية. غير أن بعض البنوك المركزية، وعلى وجه الخصوص الناشطة في الأسواق الصاعدة، في ظل نظام صرف غير حر، قامت باستحداث آلية مكنتها من التوفيق الآني بين التوازنات الداخلية والخارجية وتدعى بسياسة "التدخل المعقم *Sterilized intervention*"، ولكن فعاليتها تستلزم توفر شروط وظروف خاصة، أبرزها الحيابة المسبقة لأحجام معتبرة من احتياطات الصرف الرسمية، أو أن يشهد الاقتصاد المعني حالة تدفق داخلي للرساميل، بعبارة أخرى؛ فائضا في عرض العملة الأجنبية. وفيما يلي من مباحث، سيتم تناول الطرح السابق بشكل أكثر تفصيلا.

✓ المبحث الأول: إشكالية ومحددات الاستقرار على المستوى النقدي؛

✓ المبحث الثاني: تباين ركائز برامج الاستقرار النقدي؛

✓ المبحث الثالث: الاستقرار النقدي في ظل الثلاثية المستحيلة بالتزامن وممارسة سياسة التعقيم.

المبحث الأول: إشكالية ومحددات الاستقرار على المستوى النقدي

تتمثل المهمة الجوهرية لأي بنك مركزي في الحفاظ على الاستقرار النقدي، ولن تتم العملية بنجاح إلا بعد التحكم في كل المحددات التي تضمن ذلك، ولكن الإشكالية تتمثل في صعوبة التنسيق الآني بين تلك

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

المحددات، إلا في حدود ضيقة ولفترة لا تتعدى الأجل القصير، خصوصا في ظل التوجه الصريح نحو الاندماج المالي العالمي.

المطلب الأول: تفسير علاقات التداخل بين محددات الاستقرار النقدي

يعد لزاما على البنك المركزي، باعتباره المسؤول الأول على تحقيق مفهوم الاستقرار النقدي، التحكم في محددات هذا الأخير، غير أن الأمر من الصعوبة بمكان، لأنه حتى وإن تيسر له بسط سيطرته في الحالات العادية، فإن الاستثنائية منها ستقوض حتما من محاولة تحقيقه الهدف المسطر، إما أن تكون نتائجه نسبية، عقيمة، أو ذات منحى عكسي تماما.

ويعد تفسير الأثر الناتج عن تداخل العلاقات بين محددات الاستقرار النقدي أمرا معقدا نوعا ما، لأن العملية تتخللها فترات إبطاء متباينة زمنيا؛ فمجرد وقوع السبب لا يعد شرطا لحدوث النتيجة في نفس الفترة، أو لحدوث نفس النتيجة مع تباين الفترات، كما أن المدة الزمنية اللازمة لانتقال الأثر تختلف باختلاف التطورات الاقتصادية المترامنة. ويعد سعر الفائدة من أهم الأدوات التي يستعملها البنك المركزي من أجل تحقيق الاستقرار النقدي، كما أنها أيضا أحد المتغيرات التي تعبر عن هذا الأخير، فقد تستخدم كأداة تشغيلية بغية التأثير في الأهداف الوسيطة، وقد تكون هي الهدف في حد ذاته. وقد أوضح Svensson أبرز القنوات التي يمكن للبنك المركزي إحداثها من خلال التأثير في معدل الفائدة على المدى القصير والمتوسط كما يلي:¹

- قناة سعر الفائدة الحقيقي وأثره على الطلب الإجمالي ومن ثم معدل التضخم: إن تحكم البنك المركزي في معدل الفائدة الاسمي يعني بالضرورة قدرته على التأثير في سعر الفائدة الحقيقي، لأن هذا الأخير يعبر عن الفرق بين المعدل السابق ومعدلات التضخم المتوقعة، وبافتراض أن البنك المركزي قام بتخفيض المعدل الاسمي خلال فترة معينة، سيصبحه بذلك انخفاض في المعدل الحقيقي (على اعتبار أن معدلات التضخم المتوقعة في المدى القصير شبه ثابتة، خاصة بالنسبة إلى القطاع الخاص) على نحو يتم من خلاله تخفيض الطلب الاستهلاكي والاستثماري، ومن ثم الطلب الكلي والإنتاج، وعلى أساس الفجوة بينهما تحدد معدلات التضخم في الاقتصاد.

¹ Lars E. O. Svensson, "Monetary Policy and Real Stabilization," NBER Working Paper, No. 9486 (February 2003): 02-04.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.3386/w9486>

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

- **سعر الفائدة وأثرها على قناتي سعر الصرف (المباشرة وغير المباشرة):** إن انخفاض أسعار الفائدة يؤدي إلى زيادة سعر صرف العملة وانخفاض قيمتها (التسعيرة المعتمدة هي تسعيرة عدم اليقين؛ أي واحد وحدة من العملة الأجنبية يقابله كذا وحدة من العملة المحلية)، وينتج عن هذه العملية أثرين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر، فالأول يظهر في ارتفاع قيمة السلع المستوردة من وجهة نظر العملة المحلية، والتي سوف تساهم في زيادة معدلات التضخم المحلية بقدر مساهمتها النسبية في تحديد مؤشر الاستهلاك (التضخم المستورد)، أما الثاني فيتمثل في زيادة الطلب على السلع المحلية بعد أن أصبحت أقل ثمنًا إذا ما قورنت بنظيرتها الأجنبية، غير أن الطلب المتزايد عليها سوف يرفع أسعارها هي الأخرى، خصوصًا إذا تزامن ذلك مع ارتفاع كبير في قيمة المواد الأولية المستوردة الداخلة في عملية الإنتاج (تضخم تكاليف) بعد انخفاض قيمة العملة.

- **سعر الفائدة وأثره على قناة التوقعات:** كما تم توضيحه سالفًا فإن أي تغير على مستوى أسعار الفائدة سيصاحبه تغير في المستوى العام للأسعار، لهذا فتوقعات الأعوان الاقتصاديين بخصوص حركة الأسعار مستقبلاً نتيجة للتعديلات الآنية في سعر الفائدة قد تؤثر سلباً، وبشكل مباشر، على معدلات التضخم الحالية، ويُلاحظ ذلك مثلاً، في عمليات الإحلال الاستهلاكي بين الفترات؛ فتعجيل عمليات الاستهلاك الخاصة بالفترات المستقبلية -لأن سعر الغد قد يكون أعلى من سعر اليوم- يضغط على الأسعار بالارتفاع نحو معدلات أعلى تتحدد من جهة بحجم الطلب المتزايد، ومن جهة أخرى بحجم العروض الإنتاجي المتاح.

أما فيما يخص مهمة البنك المركزي من أجل تحقيق الاستقرار في الأسعار، ومن ثم التحكم في معدلات التضخم في المدى الطويل، فإنها تختلف كلياً عن ما سبق، لأن العديد من الأمور الأخرى باختلاف أهميتها تؤثر في العملية، وسيستلزم عليه أن يعمل على تحقيق المساواة بين سعر الفائدة الحقيقي القصير الأجل وسعر الفائدة الحقيقي طويل الأجل "الحيادي" (*neutral real interest rate*)؛ هذا الأخير يعبر عن المستوى الافتراضي لسعر الفائدة الذي يمكن من خلاله تحقيق المساواة بين الطلب الكلي والعرض الكلي ومن ثم سد فجوة الإنتاج، وأي محاولة من البنك المركزي تهدف إلى إبقاء سعر الفائدة قصير الأجل أقل من الحيادي لفترة زمنية تطول، سوف تعمل على زيادة حجم الطلب الكلي ويتجاوز بذلك حجم الإنتاج المتوقع ويترجم مباشرة في تزايد معدلات التضخم، وقد تتضاعف آثار العملية مؤدية إلى إمكانية حدوث

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

تضخم جامح.¹ ولقد لعب تخفيض سعر الفائدة الدور المحوري في إحداث أزمة فقاعة الإنترنت (فقاعة الدوت-كوم 2000)، وأزمة الرهن العقاري، فما وصفه Gregorio باستراتيجية التفاوض عن الانخفاض المتتالي لأسعار الفائدة (*strategy of turning a blind eye*)، بالإضافة إلى ارتفاع الأصول من أجل تشجيع عمليات الطلب الداخلي، كانا من أهم الأسباب التي تم التركيز عليها من أجل تفسير الحوادث التي تخللت كلا الأزميتين.²

وعليه، فتخفيض أسعار الفائدة من قبل البنك المركزي، قد يكون ضروريا في بعض الأحيان من أجل الحفاظ على التوازنات النقدية والحقيقية، غير أن العملية يجب أن تحكمها ضوابط تخص مستوى ومدة التخفيض، بالإضافة إلى إلزامية الأخذ في الحسبان كل الظروف الخاصة بفترة التخفيض وما بعدها. كما تجدر الإشارة إلى أن العمل على الرفع من أسعار الفائدة سيؤدي إلى تهمين قيمة العملة المحلية وسينعكس ذلك إيجابا على معدلات التضخم، ولكن على حساب تراجع مستوى الطلب المحلي ومن ثم معدل النمو المحقق بعد انكماش معدل السيولة في الاقتصاد.

في بعض الأحيان قد لا يكون سعر الفائدة هو الوسيلة المحدية للتأثير في باقي المتغيرات، لهذا فقد يلجأ البنك المركزي ليختار الأنسب من توليفته الواسعة حسب الطرف النقدي السائد، فمثلا عند بداية ظهور التضخم المكبوت (*repressed*) الناتج عن الفوائض النقدية العاطلة (*money overhang*)، قد لا يجدي التعديل في سعر الفائدة من أجل التأثير في تلك الأرصد، ولهذا سوف يتجه إلى بدائل أخرى يرى أنها أكفأ، وللتفصيل أكثر في الطرح السابق سيتم الأخذ بالعلاقة التالية:³

$$M/pY > (M/pY)^*$$

حيث M : تمثل الأرصد النقدية الاسمية، P : مستوى الأسعار المحلية، Y : الناتج المحلي الحقيقي.

$(M/pY)^*$ ، M/pY الأرصد النقدية المرغوب فيها واللازمة لتحقيق التوازن النقدي، والأرصد النقدية الحقيقية الموجودة في الاقتصاد على التوالي.

¹. Ibid., 05.

². José De Gregorio, "Monetary Policy and Financial Stability: An Emerging Markets Perspective," *International Finance* 13, No. 01 (2010): 144.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-2362.2010.01255.x>

³. Sebastian Edwards, "Stabilization and Liberalization Policies In Central and Eastern Europe: Lessons from Latin America," NBER Working Paper, No. 3816 (August 1991): 8-9.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.3386/w3816>

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

العلاقة السابقة توضح أن الأرصدة النقدية الحقيقية أكبر من نظيرتها المرغوب فيها واللازمة لتحقيق التوازن النقدي، في هذه الحالة، وعلى أساس المتراجحة السابقة، سوف ينحصر تدخل البنك المركزي على وجهين أساسيين*، الأول يظهر من خلال الرفع في مستوى الأسعار وذلك مرة واحد فقط (*Once-and for all jump*) والثاني يتمثل في التخفيض من الأرصدة النقدية الحقيقية، عن طريق إدراج بعض الإصلاحات في الجانب النقدي، إلا أنه يعد أكثر تعقيدا من سابقه، لأن بموجبه سيلزم البنك المركزي إما بالاعتراض عن عمليات الإصدار النقدي الجديدة (*Block*)، أو تكييف أدوات نقدية من أجل مصادرة (استرجاع) السيولة الفائضة (*Confiscate*) الموجودة في الاقتصاد، فيتعين عليه بذلك التحديد الدقيق للمدة المناسبة واللازمة لإنجاح العملية بالنسبة لاحتمال الأول، أما بالنسبة للثاني فالأمر منوط بتحديد الكمية الواجب استرجاعها، وفي كلا الحالتين سيكون الأمر عسيرا، خصوصا إذا كان الحجم الفائض محدد على نحو تقريبي. وعلى النقيض من ذلك، فإن التعديل في مستوى الأسعار يعد أكثر ديناميكية، غير أنه هو الآخر قد يؤدي إلى إحداث معدلات تضخم مستقبلية عالية إذا ما كانت درجة حساسية المتعاملين الاقتصاديين للتغيرات الحاصلة في مستوى الأسعار كبيرة،¹ لأن التوقعات الخاصة بمعدلات التضخم في المستقبل ستعدل نحو الأعلى بمجرد ارتفاع الأسعار في الفترة الحالية. وعليه، فمحاولة التأثير في بسط العلاقة المذكورة سابقا قد يكون أعسر من محاولة التأثير في مقامها -إذا تم استبعاد الناتج الحقيقي-، غير أن هذا لا يعني بالضرورة أنه أسوأ الاحتمالين، بل أن المفاضلة بينهما تتوقف على استنساب أحدهما مع الطرف النقدي السائد، وذلك راجع إلى تقدير البنك المركزي، كما أن التأثير على المتغيرين في نفس الوقت هو احتمال مطروح، غير أنه متوقف من جهة على قدرة البنك المركزي أثناء التحكم في المتغيرين آنيا، ومن جهة أخرى يراعى فيها انعكاس ذلك على سلوك المتعاملين الاقتصاديين.

المطلب الثاني: إشكالية التناقض وحدود إمكانية التنسيق

من أهم وأبرز الإشكاليات التي تصادف البنك المركزي أثناء أدائه العادي الخاص بتسيير الشؤون النقدية، هي قضية تناقض أهدافه الداخلية مع نظيرتها الخارجية، وفي الغالب تحل المسألة بتغليب أحد الطرفين عن الآخر تماشيا ومقتضيات الطرف النقدي السائد. وقد كان لـ *Turner&Mohanty* اقتراح

* وذلك باستبعاد احتمال الزيادة من جهة في الناتج الحقيقي الداخلي، ومن جهة أخرى في مستوى الأرصدة النقدية المرغوبة واللازمة لتحقيق التوازن النقدي، لأن حدوث مثل هذه الزيادة في كليهما لن يكون بالسهولة. يمكن، وإن حدثت فلن تكون بالسرعة المطلوبة لتحقيق التوازن.

¹ Ibid., 9-10.

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

ولو كان في حدود ضيقة، إلا أنه كفيلاً بتحقيق توافق بين محددات الاستقرار النقدي في ظل تلك الحدود ويتمثل أساساً في تقييد حرية تدخل البنك المركزي في سوق الصرف، ولا تتم العملية إلا في المجالات التي لا تتعارض فيها مع التوقعات الخاصة بمعدل التضخم؛ على سبيل المثال، يتدخل البنك المركزي من أجل منع تدهور قيمة العملة، إلا في الحالة التي يكون فيها معدل التضخم أعلى من المستوى المستهدف، وفي الحالة العكسية، أي مقاومته لتثمين قيمة العملة، يجب أن تصحبها معدلات تضخم أقل من المستوى المستهدف¹. وعليه، فتحريك أسعار الفائدة نحو الأعلى في الحالة الأولى، سوف يسمح بارتفاع قيمة العملة بالتزامن وانخفاض معدل التضخم ليتساوى ومستوى الاستهداف، والعكس بالعكس في الحالة الثانية.

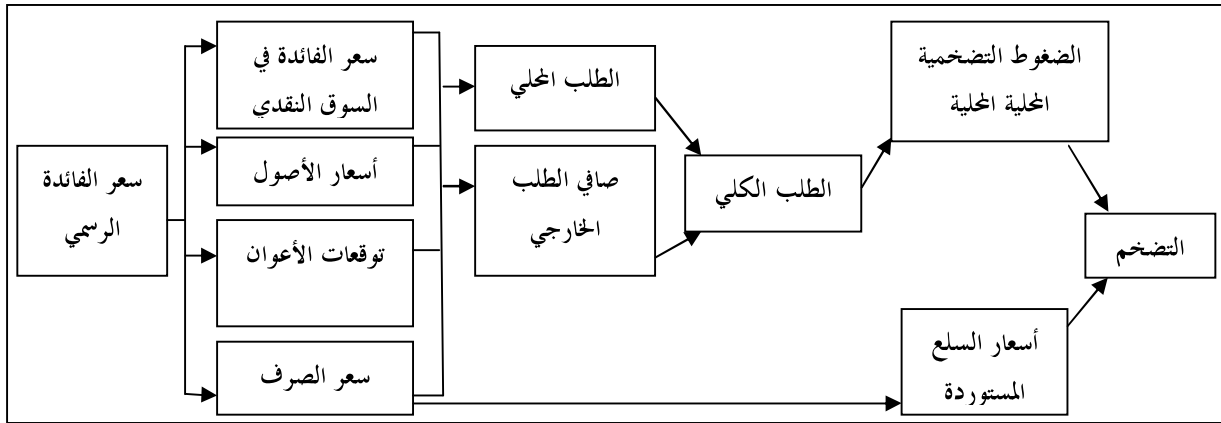
وعلى الرغم من أن تقييد البنك المركزي بالشروط السابقة الذكر يضمن له التوفيق الآني للأهداف المسطرة، إلا أن الاقتصاديين، في حقيقة الأمر، أعطوا الأولوية الضمنية للاعتبارات الداخلية، لأن الحالة التي تكون عليها هذه الأخيرة، هي المسؤولة عن تحديد، وبشكل مسبق، حجم ومجال التدخل من أجل تحقيق الاعتبارات الخارجية. ومن المهم الإشارة إلى أن نظام الصرف المتبع في الطرح السابق هو نظام مرن (وسيط)، لأن العائم يضع الأهداف المحلية في المقام الأول وبشكل صريح، ويخالفه كلياً في ذلك النظام الثابت، وحتى القنوات التي يمكن إحداثها من أجل التحكم في معدل التضخم، بالاعتماد على سعر الفائدة تختلف كل الاختلاف بين النظامين، فارتفاع سعر الفائدة قصير الأجل سيغذي حتماً الارتفاع في أسعار الفائدة الأخرى كذلك الخاصة بالأصول المالية، والتي بدورها سوف تعمل على جذب تدفقات رأسمالية جديدة تضغط على قيمة العملة نحو الارتفاع (في حالة نظام الصرف المرن) على نحو يتراجع من خلاله صافي قطاع التصدير، وسيستوعب معدل التضخم مجموع أثري سعر الفائدة والصرف²، فالأول يؤثر في توقعات المتعاملين الاقتصاديين وحجم الطلب المحلي ومن ثم معدلات التضخم المحلية، والثاني يظهر من خلال معدل التضخم المستورد الناتج عن حجم الطلب على السلع المستوردة، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي:

¹. Mohanty and Turner, "Intervention: what are," 60.

². Tshokologo Alex Kganetsano, "The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Botswana," (PhD diss., University of Loughborough, 2007), 71-72.

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

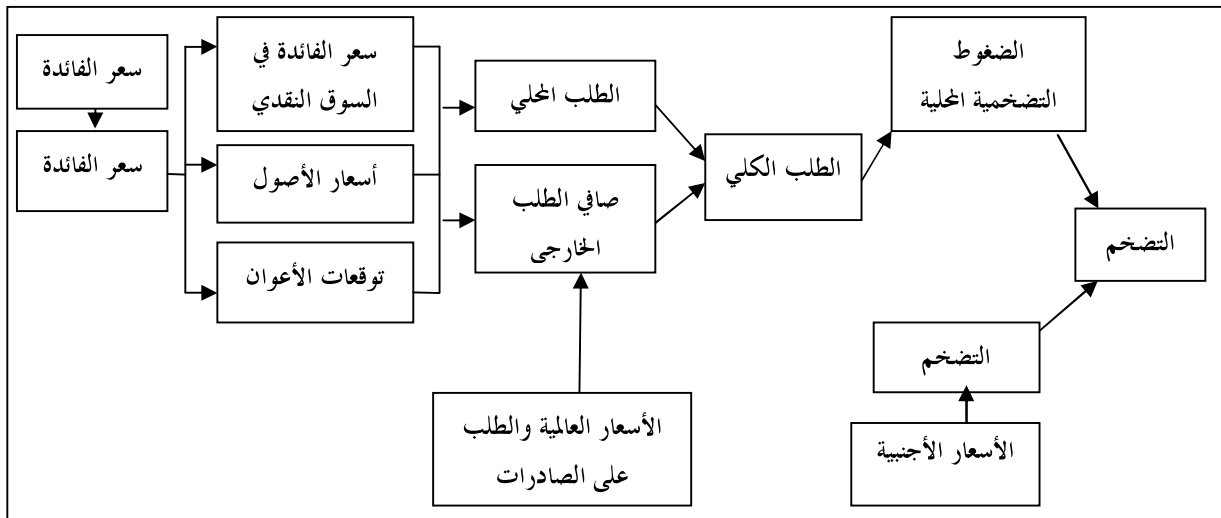
الشكل (2-1): قنوات انتقال أثر سعر الفائدة على معدل التضخم في ظل نظام صرف عائم



Source: Tshokologo Alex Kganetsano, "The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Botswana," (PhD diss., University of Loughborough, 2007), 72.

بناء على ما هو مبين في الشكل أعلاه، يمكن التأثير في حجم الضغوط التضخمية انطلاقاً من التحكم المسبق في أسعار الفائدة المحلية، كما أن المعدل الخاص بالتضخم المستورد يمكن أن يلغى تماماً إذا حدث انخفاض في سعر صرف العملة (ارتفاع قيمتها) بالمقدار المناسب. وعلى النقيض من ذلك، فإن الحالة التي يكون فيها نظام الصرف ثابتاً، فإن انعكاس ارتفاع أسعار السلع الأجنبية على معدلات التضخم المحلية يكون بشكل مباشر وكلي، وذلك كما هو معطى في الشكل التالي:

الشكل (2-2): قنوات انتقال أثر سعر الفائدة على معدل التضخم في ظل نظام صرف ثابت



Source: Ibid., 73.

في حالة نظام الصرف الثابت لا تُحدد أسعار الفائدة بشكل مستقل، بل إنها تتأثر بالتغيرات الحاصلة على مستوى سعر الفائدة الأجنبي (الخاص بدولة الارتكاز)، وانعدام مرونة أسعار الصرف في هذه الحالة يؤدي إلى غياب تام لدوره في استيعاب جزء أو كل معدلات التضخم المستوردة، وبالتالي على البنك المركزي أن

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

يأخذ في حسابه تغيرات الأسعار الأجنبية إلى جانب المحلية منها، لأن كليهما يحدد التوليفة الخاصة بمعدل التضخم الذي يعتبر المسؤول الأول عنه.

ومن المهم الإشارة إلى أن الاتجاه نحو قطبي نظام الصرف (الثابت أو الموعوم)، هو إحدى الحلول التي تغلب أحد الاعتبارات على حساب الأخرى، وبالتالي فهي لا تخلق حلا تنسيقيا وبشكل آني للمشكلة المطروحة، كما أن محاولة الأنظمة الوسيطة لتحقيق ذلك تكون في مجالات ضيقة ومعقدة نوعا ما؛ فالرفع مثلا من معدلات الفائدة من أجل كبح معدلات التضخم، قد يحدث ارتفاعا غير مرغوب فيه في قيمة العملة، خصوصا فيما يخص تنافسية الاقتصاد المعني، والحالة العكسية سوف تعمل على تشجيع الاستثمار وتحقيق معدلات نمو معتبرة، إلا أنها تساهم في زيادة قائم المديونية الخارجية خاصة بالنسبة للخوادم، وذلك بعد انخفاض قيمة العملة.

ويرى ¹Taylor أن إعطاء وزن معين ومعلوم لسعر الصرف ضمن وظيفة رد فعل سعر الفائدة، من أجل تحقيق الاستقرار على المستوى النقدي، يعد أمرا مستهجنا وغير ضروري، لأنه لن يؤدي إلى تحسين الأداء على المستوى الكلي، وأعطى الأولوية في ذلك إلى معدل التضخم المستهدف، وبدرجة أقل التغيرات الحاصلة في الناتج المحلي، وذلك كما هو مبين في قاعدته المتمثلة في المعادلة التالية:

$$r = p + 0.5y + 0.5(p - 2) + 2$$

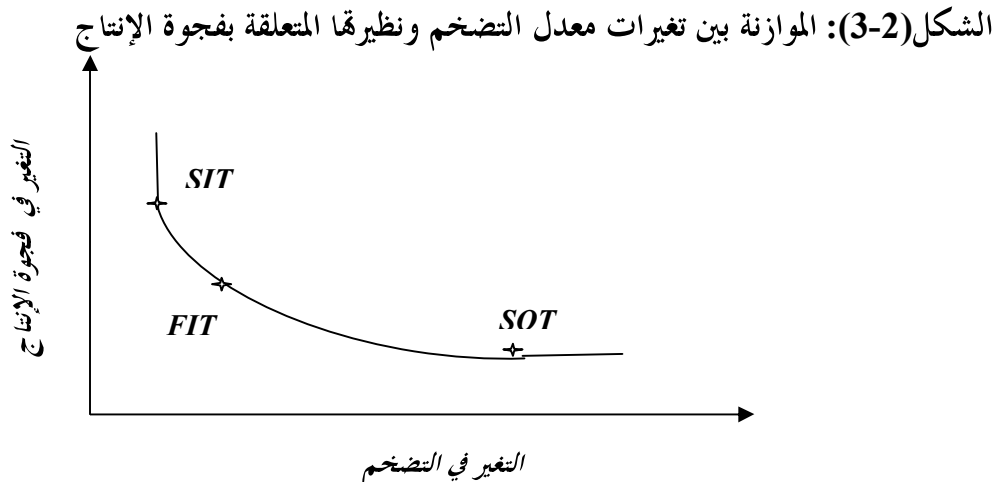
حيث r : سعر الفائدة (الإسمي) المحدد من طرف الاحتياطي الفدرالي، p : معدل التضخم (ربع سنوي)، y : الانحراف المعياري للناتج المحلي الإجمالي (فجوة الإنتاج)، مع العلم أن: $y = (Y - Y^*)/Y^*$ وتشير Y إلى الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، أما Y^* فتعبر عن اتجاه (متوسط النمو المستدام) الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (يساوي إلى 2.2% كمعدل سنوي، وذلك منذ الشهر الأول من سنة 1984 إلى غاية الشهر الثالث من سنة 1992)، ولكن معدل النمو الحقيقي المستدام الذي حدده *Taylor* في المعادلة أعلاه هو 2% (وهو قريب جدا من المعدل المفترض 2.2%).

¹ John B. Taylor, "Discretion versus Policy Rules in Practice," *Carnegie-Rochester conference series on public policy* 39, (1993): 195-214.
(DOI): [http://dx.doi.org/10.1016/0167-2231\(93\)90009-L](http://dx.doi.org/10.1016/0167-2231(93)90009-L)

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

استنادا إلى القاعدة النقدية المعطاة أعلاه، فإن الاحتياطي الفدرالي سيرفع من أسعار الفائدة في حالة تجاوز معدل التضخم المستوى المستهدف والمبين في العلاقة بـ 2% و/أو تسجيل فجوة إنتاج موجبة (تجاوز الإنتاج الحقيقي اتجاهه المقدر بـ 2.2%)، أما إن كانا في مستويهما المستهدف فإن أسعار الفائدة ستعادل 4% (الحقيقية 2%). ومن المهم الإشارة إلى أن المعدل الضروري من أجل تحقيق استقرار في الجانب النقدي يختلف بين الاثنين ولو تحركا بنفس النسبة؛ فبافتراض زيادة الطرفين بمعدل 1% عن المستوى المستهدف بشكل غير متزامن، سيكون لزاما على الاحتياطي الفدرالي رفع معدل الفائدة بـ 1.5% عن المعدل التوازني في حالة تعامله مع انحراف معدل التضخم، بينما سيرفعه بـ 0.5% فقط كردة فعل لانحراف الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

أما عن الاعتبارات الخاصة بسعر الصرف، فهي مأخوذة في الحسبان ولكن ضمينا* فقط، ويظهر ذلك من خلال عملية تحييد الآثار التي يمكن أن يحدثها على كل من الناتج والتضخم. ولا يعني الاقتصار الصريح لقاعدة Taylor على معدل التضخم والناتج أن مشكلة التناقض قد حلت نهائيا، ففي أغلب الأحيان يتم تغليب اعتبارات أحدهما عن الآخر، والشكل الموالي يوضح المسألة بتفصيل أكثر.



Source: Lars E. O. Svensson, "Monetary Policy and Real Stabilization," NBER Working Paper, No. 9486 (February 2003): 08.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.3386/w9486>

إن تقاطع المحورين (الأفقي والعمودي) يكون عند نقطة الصفر (0)، أين يكون التغير في معدل التضخم وفجوة الإنتاج معدومين، بمعنى؛ أن معدل التضخم الحالي يساوي المستهدف، وكذلك حجم

* في حالة أخذ سعر الصرف بشكل صريح، من الناحية النظرية يمكن كتابة العلاقة السابقة الخاصة بـ Taylor على النحو التالي:

$$r = p + 0.5y + 0.5(p - 2) + \Delta Ex + 2$$

حيث ؟: تعبر عن العامل الضروري المتعلق بحجم الاستجابة إلى تغيرات أسعار الصرف (ΔEx).

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

الإنتاج المحقق يساوي تماما الحجم المتوقع، وهذه النقطة عمليا لا يمكن تحقيقها*، وذلك لعدة أسباب قد يكون أهمها، حدوث الأزمات غير المتوقعة، تشعب وتعقد آليات انتقال أثر السياسة النقدية وطول الفترة اللازمة لذلك، حالات عدم اليقين التي لا يمكن تجنبها، بالإضافة إلى ضعف الرقابة على النشاط النقدي... لهذا فالتوليفات التي يمكن تحقيقها عمليا متمثلة في ما يلي:¹

- التوليفة *SIT* (استهداف التضخم الصارم): وتعتبر عن الاهتمام الشديد للبنك المركزي بمعدل التضخم، على حساب التقلبات التي يمكن أن تحدث في الجانب الحقيقي، وفي الغالب تبلغ أوجها ضمن هذه التوليفة.

- التوليفة *SOT* (الاستهداف الصارم لفجوة الإنتاج): وهي عكس التوليفة السابقة تماما، وفيها تكون التغيرات الخاصة بمعدل التضخم جد عالية لحساب الاستقرار في الجانب الحقيقي.

- التوليفة *FIT* (الاستهداف المرن للتضخم): قد يحدث وأن يرتفع معدل التضخم ضمن هذه التوليفة، لكنه لن يكون بشكل حاد مثل ما هو عليه الحال بالنسبة للتوليفة *SOT*، بل إن ذلك مسموح به في مجالات محدودة، يمكن من خلالها خلق نوع من التناغم مع الجانب الحقيقي، من أجل تخفيف، على الأقل، التغيرات الشاذة (الملحوظة) المتعلقة بهذا الأخير.

وأخيرا وليس آخرا، فإن الاعتماد على سعر الفائدة بشكل منفرد، لا يمكنه في بعض الأحيان حتى تحقيق نوع من التناغم بين الأهداف المحلية فقط، ناهيك عن ما إذا تم إدراج الاعتبارات الخاصة بتغيرات أسعار الصرف، وهيمنة أحدهما عن الآخر تكاد تكون مسلمة وما هي إلا تحصيل حاصل، وهي ذات النتيجة التي خلصت لها العديد من الدراسات، وتوضح من خلالها أن البنك المركزي لا يمكنه تحقيق أكثر من هدف في حالة اعتماده على أداة وحيدة، ومحاولة التنسيق بين الطرفين يمكنها أن تحدث، غير أن ذلك يكون في حدود ضيقة، وفي أغلب الأحيان في ظروف نقدية عادية، ولمدة قد لا تتعدى الأجل القصير.

* يطلق على هذه الحالة في الأدبيات الاقتصادية عبارة "الصدفة المقدسة Divine Coincidence"، والتي تعني؛ تزامن تحقق معدل التضخم المستهدف مع فجوة صفرية في الناتج المحلي (انحراف معدوم للناتج الحقيقي عن نظيره المتوقع)، وهي حالة عمليا قد تكون نادرة إن لم تكن مستحيلة.

¹. Svensson, "Monetary Policy," 7-9.

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

المطلب الثالث: إشكالية الاستقرار والاستقلال النقديين في ظل تنامي مفهوم العولمة

إن زيادة حركة، سرعة وحجم السلع ورؤوس الأموال، يشكل تحديا يتعسر التعامل معه بالنسبة للبنك المركزي، وخاصة بعدما تعاضم معدل الاستثمار في الأصول والمشتقات المالية، على نحو أختصرت من خلاله الأسواق العالمية في شبه سوق دولية وحيدة، وحتى باقي الأسواق التي بقيت متحفظة بخصوص الانفتاح المالي لم تسلم كليا من أثر الصدمات في الأسواق المتكاملة، وعلى هذا الأساس أصبحت عملية تسيير الشؤون النقدية بشكل مستقل من الصعوبة بمكان، وتأخذ في الحسبان التطورات النقدية والمالية العالمية جنبا إلى جنب، بل وأكثر وزنا من التطورات المحلية.

1- كوكبة التضخم:

قد لا تستأثر حركة السلع العابرة للحدود بالوزن الأكبر في معادلة تحقيق الاستقرار بالنسبة إلى البنك المركزي إذا ما قورنت بنظيرتها الخاصة بحركة الرساميل، ولكن هذا لا ينفي إمكانية تأثيرها بشكل بالغ في معدلات التضخم على الوجهين السلبي والإيجابي. فلو تم افتراض ارتفاع قيمة العملة المستورد بها (أو انخفاض قيمة العملة المحلية)، ولعدم قدرة أو امتناع المستورد على استيعاب ذلك التغير الحاصل بالاعتماد على هامش الربح المحقق من طرفه (امتصاص أثر ارتفاع قيمة العملة الأجنبية عن طريق التخفيض في هامش الربح المحقق)، سوف ينعكس ذلك مباشرة على ارتفاع الأسعار، ومن ثم معدلات التضخم المحلية¹. أما إن كانت السلع المستوردة منخفضة السعر (كحال السلع الصينية)، فإن ذلك سيصب في مصلحة البنك المركزي؛ لأن تلك السلع إما أن تكون على شكل مدخلات غير مكلفة لإنتاج سلع نهائية بأسعار منخفضة، أو أن تستهلك بشكل نهائي، وبهذا الشكل تؤدي إلى الانخفاض في المستوى العام للأسعار في كلتا الحالتين.² كما لا يجب إهمال أثر حجم الأرصدة النقدية الفائضة الناتجة عن عملية تراجع الأسعار والتي كانت في الأساس موجهة لعملية استهلاك السلع المستوردة، لأن قبلتها ستحول إلى السلع المحلية وترجم في زيادة الطلب على تلك السلع، وبذلك ترتفع أسعارها على نحو يُعدل من خلاله انخفاض الأسعار في المرحلة السابقة ولو نسبيا.

¹ Ibid., 4-5.

² Kaneez Fatima, "Globalization, Inflation and Monetary Policy," (PhD diss., University of Glasgow, 2013), 18-19.

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

وبالنظر إلى التطورات النقدية والمالية على الصعيد العالمي، أصبح يُنظر للتضخم على أنه ظاهرة عالمية ولها تقريبا مسار موحد، خصوصا بالنسبة إلى الدول ذات البنية الاقتصادية المشابهة. وفي هذا الصدد قام *Mojon&Ciccarelli*¹ بدراسة ظاهرة الحركة المتزامنة (*Co-movement*) للتضخم بالنسبة لدول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (22 دولة)، وذلك على امتداد نصف قرن من الزمن تقريبا (1961-2008) حيث عمد إلى قياس مدى استجابة معدل التضخم المحلي للتغيرات الحاصلة في البيئة الدولية، ولقد توصل إلى نتيجة مفادها أن 70% من التغيرات في معدل التضخم المحلي مفسرة من قبل عوامل دولية مشتركة (الإنتاج العالمي الحقيقي، أسعار السلع في الأسواق الدولية والتغيرات النقدية الدولية)، وهي المسؤولة، بشكل شبه كلي، عن الحركة المشابهة لمعدلات التضخم المحلية والعالمية، وهي ذات النتيجة التي سبق إليها *Morana&Bagliano*²، حيث تحصلا على نفس النسبة كذلك (70%)، على الرغم من اختلاف فترة الدراسة (1980-2005) والعينة التي تمثلت في الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة البريطانية المتحدة، اليابان، كندا ودول منطقة اليورو آن ذاك، وإلى جانب المتغير الخاص بالإنتاج العالمي الحقيقي أضافا معدل عائد الأسهم، معدل الفائدة وبدرجة أقل للجاميع النقدية، كمصادر مفسرة للأزمات والتحرك المتزامن في معدلات التضخم على الصعيد العالمي.

أما دراسة *Rapach&Neely*³ فتضمنت عينة أشمل (64 دولة، مزيج بين المتقدمة وذات الأسواق الصاعدة) وفترة أوسع تعدت النصف قرن (1951-2009)، وقاما من خلالها بتصنيف العوامل التي يمكن أن تؤثر في معدل التضخم المحلي إلى عوامل دولية، إقليمية وأخرى محلية، وفي الأخير توصلا إلى أن التغير في معدل التضخم السنوي مفسر من قبل العوامل الدولية بـ 35%، أما العوامل الإقليمية والمحلية فقد كان نصيبهما على التوالي 16% و 49%. وفي خطوة ثانية قاما بتقسيم الفترة إلى شطرين، الأولى من 1951 إلى غاية 1979، والثانية إلى غاية نهاية الفترة، من أجل معرفة وزن كل عامل خلال فترتين متباينتين، غير أنهما تحصلا تقريبا على نفس النتائج، إذا تم استثناء الزيادة الطفيفة في نسبة العوامل الإقليمية فيما يخص

¹. Matteo Ciccarelli and Benoît Mojon, "Global Inflation," *The Review of Economics and Statistics* 92, No. 03 (August 2010): 524-535

(DOI): http://dx.doi.org/10.1162/REST_a_00008

². Fabio C. Bagliano and Claudio Morana, "International Macroeconomic Dynamics: A factor vector autoregressive approach," *Economic Modelling* 26, No. 02 (2009): 432-444.

(DOI): <http://dx.doi.org/10.1016/j.econmod.2008.09.001>

³. Christopher J. Neely and David E. Rapach, "International comovements in inflation rates and country characteristics," *Journal of International Money and Finance* 30, No. 07 (2011): 1471-1490.

(DOI): <http://dx.doi.org/10.1016/j.jimonfin.2011.07.009>

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

دول أمريكا الشمالية والدول الأوروبية، وكذلك الزيادة في النسبة التفسيرية للعوامل الدولية المتعلقة بكل من دول أمريكا وآسيا.

وعليه، فالتضخم لم يعد متغيراً محلياً يمكن ضبطه من خلال التعامل مع الاعتبارات المحلية، وإنما هو ظاهرة عالمية تتداخل عدة عوامل في معادلة تحديده، وكلما كان الاتجاه نحو الانفتاح المالي بوتيرة متسارعة وبشكل واسع، كلما ازداد تأثيره بالعوامل الخارجية وتنصل تدريجياً من نظيرتها المحلية، وبهذا الشكل سوف تتعسر مهمة البنك المركزي، لأن الأسباب لم تعد ذاتية النشوء، ولا يمكن التحكم فيها بشكل مستقل وأصبح لزاماً عليه أن يتكيف مع تلك التطورات في الوقت وبالشكل المناسبين، لتفادي على الأقل الاختلالات الشاذة على المستوى النقدي.

2- عدم توازن أرصدة و آجال استحقاق العملات الأجنبية (*currency and maturity mismatch*):

إن عدم توازن أرصدة و آجال استحقاق العملات الأجنبية من أهم الأسباب التي تؤدي إلى فشل مهمة البنك المركزي في الحفاظ على الاستقرار النقدي، ويغذيها في ذلك حرية دخول وخروج رؤوس الأموال وعلى وجه الخصوص تلك المعنية بتعاملات الاستدانة من الخارج. وفي الغالب تؤدي هذه الظاهرة إلى حالة الخروج عن السيطرة والدخول في مرحلة أزمة مالية قد ترغم البنك المركزي على خسارة أحجام كبيرة من احتياطات صرفه، بل أكثر من ذلك قد تجبره على تغيير نظام صرفه المتبع برمته.

ولقد عرف *Hausmann&Eichengreen* عدم توازن الأرصدة الأجنبية على أنه الاختلال الناتج عن عدم التماثل بين العملة الممولة للاستثمار معين والعملة المقيم بها عائد ذلك الاستثمار، وأعطيا مثلاً بالمشاريع التي تدر عائداً مقدراً بالبيزو الأرجنتيني في حين أنها ممولة كلياً بالدولار الأمريكي،¹ وارتفاع هذا الأخير ستكون له آثار وخيمة على المشروع المعني، وتتمثل في الخسائر الناجمة عن حركة سعر الصرف؛ أي الأرصدة الإضافية من عملة البيزو الواجب زيادتها بعد تغير سعر الصرف الثنائي، من أجل تسديد نفس حجم الاستدانة المقيم بالدولار. أما بالنسبة إلى عدم توازن آجال العملات الأجنبية، فهو يعني عدم توائم الآجال بين مدة القرض ومدة المشروع، كتمويل استثمارات محلية طويلة الأجل بالاعتماد على قروض

¹ Barry Eichengreen and Ricardo Hausmann, "Exchange Rates and Financial Fragility," NBER Working Paper, No. 7418 (November 1999): 03.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.3386/w7418>

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

خارجية قصيرة الأجل¹. وهذا يعني أن حلول فترة الاستحقاق للديون الداخلة في عملية التمويل قبل خلق الإيراد المنتظر من المشروع، بالإضافة إلى ارتفاع قيمة العملة الداخلة في عملية التمويل (أو انخفاض قيمة العملة المحلية) لن تنعكس آثاره على تلك الاستثمارات فقط، بل ستتبعه انهيارات على المستوى الاقتصادي الكلي، خصوصا إذا كانت البنوك والمؤسسات المالية الكبرى هي المستثمر الفاعل في العملية، و يترجم ذلك في حالات الإعسار والإفلاس ومن ثم اختلال التوازن في الوسط النقدي والاقتصادي ككل.

وفي حال اختيار البنك المركزي الدفاع عن قيمة العملة المحلية من الانهيار عند وقوعه في مشكلة عدم توازن أرصدة العملات الأجنبية، فإنه سوف يعتمد إلى امتصاص زيادة عرض العملة المحلية (بعبارة أخرى؛ زيادة عرض العملة الأجنبية لتخفيض قيمتها) التي لم تعد محل اهتمام البنوك والمؤسسات المالية لانخفاض قيمتها، ولكن *Hausmann* أكد على أن هذا السلوك سيزيد الأمر تعقيدا؛ لأن معدلات السيولة ستتراجع على نحو مبالغ فيه، خصوصا إذا كان حجم التعاملات كبيرا، ناهيك عن سلوك المتعاملين الاقتصاديين المتمثل في سحب أرصدهم من الحسابات البنكية كإجراء احترازي، وبهذا الشكل تجذب البنوك نفسها مرغمة على استدعاء القروض الممنوحة لتسديد ما عليها من التزامات هي الأخرى، فيتم الانتقال آليا إلى المشكلة الثانية المتعلقة بعدم توافر آجال استحقاق العملات الأجنبية². وعليه، فالظاهرتان تتداخلان بشكل ينعكس سلبا على مفهوم الوضع النقدي والاقتصادي ككل، كما أن حل المشكلة لا يكمن في نظام الصرف المعمور الذي أحدث المشكلة في الأساس، ولا في نظيره الثابت الذي ساهم في تعاضدها، ولكنه يكمن في تبني عملة دولية قوية كالدولار، أو فوق قومية كالبيورو، فمثلا اتخاذ الدولار (*dollarization*) كنظام صرف يلغي ظاهرة عدم توازن الأرصدة الأجنبية نهائيا، ويخفف من ظاهرة عدم توافر آجال استحقاق العملات الأجنبية، لأن التوجه نحو العملة القوية يكفل للدولة المعنية الاستدانة على نحو أيسر من الأسواق الدولية (إصدار أوراق مالية بالدولار ولمدة طويلة)، وهذا راجع لمصدقية وقبول العملة في المدفوعات الدولية³.

وتجدر الإشارة إلى إن تدخل البنك المركزي من أجل الحفاظ على قيمة العملة من الانهيار، هي الجزئية التي اعتمد عليها *Hausmann, Eichengreen* و *Panizza* من أجل التفرقة بين ظاهرتي الخطيئة الأولى *Original Sin* (عدم قدرة الدولة على الاستدانة من الأسواق الدولية بعملة الخاصة) وعدم توازن

¹. Ibid.

². Ricardo Hausmann, "Should There Be Five Currencies or One Hundred and Five?" *Foreign Policy*, No. 116 (Autumn, 1999): 67-68.

(DOI): <http://dx.doi.org/10.2307/1149644>

³. Eichengreen and Hausmann, "Exchange Rates," 15.

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

الأرصدة بالعملات الأجنبية، فالمنطق الخاص بالأولى يدل على أن ارتفاع قيمة العملة المستدان بها يزيد من قائم المديونية للدولة، وهو نفس المنطق بالنسبة للظاهرة الثانية، وللهولة الأولى يظهر أن عدم توازن الأرصدة الأجنبية هو نتيجة حتمية لظاهرة الخطيئة الأولى، ولكن الجزئية السابق ذكرها والمتعلقة بتدخل البنك المركزي، تلغي العلاقة الحتمية بين الظاهرتين؛ فقد لا تستطيع الدولة الاستدانة بعملتها في الأسواق الدولية، غير أن أي تحرك في سعر صرف العملة سوف يحد من قبل تدخل البنك المركزي، وهكذا لن تحدث حالة عدم توازن أرصدة العملات الأجنبية،¹ بعبارة أخرى؛ إذا كانت دولة ما تعاني من ظاهرة عدم توازن أرصدة العملات الأجنبية فهي غالباً تعاني من ظاهرة الخطيئة الأولى، لكن هذا لا يعني أن العكس صحيح دائماً، لأن الوقوع في الخطيئة الأولى لا يؤدي بالضرورة إلى حالة عدم توازن الأرصدة، والبنك المركزي هو المسؤول عن كسر حلقة الربط بين الظاهرتين في الحالة الثانية.

إن تواتر تدخل البنك المركزي على مستوى سوق الصرف سيكون مرهوناً بحجم احتياطات الصرف الحائز عليها، أي أن عزل آثار الظاهرتين السابقين الذكر ما هي إلا مسألة وقت، لأن حركية رؤوس الأموال المؤدية إلى تلك الظواهر سوف تنشئ حلقة من الالتزامات تتعاضد ولو بتحركات طفيفة لسعر الصرف، فيرغم على إثرها بالنشاط في ظروف غير اعتيادية تكون نهايتها في الغالب فقدان السيطرة على الوضع النقدي والاقتصادي معاً، أو التحول من نظام صرف إلى آخر.

3- التوقف المفاجئ لحركة الرساميل

يعد سلوك التوقف المفاجئ (*Sudden Stop*) لحركة الرساميل العابرة للقارات، أصعب مهمة يمكن للبنك المركزي أن يتعامل معها في عصر العولمة الحالي، وهو سلوك غالباً ما يميز التدفقات الساخنة ذات الأهداف المضاربة التي تغذيها فروقات أسعار الفائدة بين الدول بدرجة أساسية، وحين التوقف عن الدخول أو بداية خروجها بشكل لافت، يسمى هذا السلوك بالتوقف المفاجئ، هذا الأخير يرغم البنك المركزي على التعامل مع آثار سلوك تلك الأحجام الهائلة والتي لا قبل له بها، وانهايار قيمة العملة في هكذا ظروف ما هو إلا تحصيل حاصل.

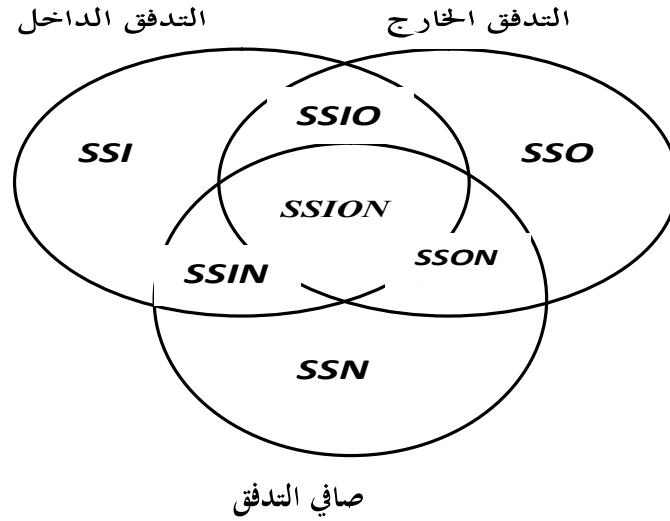
¹. Barry Eichengreen, Ricardo Hausmann and Ugo Panizza, "Currency Mismatches, Debt Intolerance, and the Original Sin: Why They Are Not the Same and Why It Matters," in *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, ed. Sebastian Edwards, (Chicago: University of Chicago Press, May 2007), 131.

<http://papers.nber.org/books/edwa06-1>

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

بالاعتماد على عينة مكونة من 63 دولة (متطورة، ذات أسواق صاعدة وسائرة في طريق النمو) وخلال فترة كانت بدايتها سنة 1980 وامتدت إلى غاية 2012، قدم Cavallo وآخرون¹، أحدث تصنيف لتلك التوقفات المفاجئة مندرج ضمن سبعة فئات موضحة في الشكل الموالي:

الشكل (2-4): التصنيفات الحديثة الخاصة بالتوقفات المفاجئة لتدفقات الرساميل



Source: Eduardo Cavallo et al, "A New Taxonomy of Sudden Stops: Which Sudden Stops Should Countries Be Most Concerned About?" *Journal of International Money and Finance* 51, (March 2015): 50.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.1016/j.jimonfin.2014.10.001>

يمكن تقسيم التصنيف الموضح في الشكل أعلاه إلى جزئين، الأول يتضمن ثلاث مجموعات مستقلة وهي، التوقف المفاجئ للتدفقات الداخلة (*SSI*)؛ التوقف المفاجئ للتدفقات الخارجة (بمعنى؛ بداية التدفق نحو الخارج) (*SSO*)؛ والتوقف المفاجئ لصافي التدفقات (*SSN*). وتم وصفها بالمستقلة لإمكانية حدوث كل واحدة منها بمعزل عن الأخرى، فالتوقف المفاجئ للتدفقات الداخلة لا يؤدي بالضرورة إلى توقف مفاجئ في صافي التدفق، لأن التقليل من حجم التدفقات الخارجة سيعادل النقص الحاصل في التدفقات الداخلة، كما أن بداية التدفق نحو الخارج إن عُدل بزيادة التدفق إلى الداخل، فلن يؤدي إلى توقف مفاجئ في صافي التدفق، وقد يكون التوقف في التدفق الداخل أو الخارج لا يرقى إلى أن يصنف توقفا مفاجئا، غير أن اتحاد الأثرين سيحدث ذلك بالنسبة إلى صافي التدفق.

¹ Eduardo Cavallo et al, "A New Taxonomy of Sudden Stops: Which Sudden Stops Should Countries Be Most Concerned About?" *Journal of International Money and Finance* 51, (March 2015): 47-70.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.1016/j.jimonfin.2014.10.001>

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

أما الجزء الثاني، فيضم المجموعات الأربع المتداخلة وتمثل في، التوقف المفاجئ لإجمالي التدفق الداخل وصافي التدفق (*SSIN*)؛ التوقف المفاجئ لإجمالي التدفق الخارج وصافي التدفق (*SSON*)؛ التوقف المفاجئ لإجمالي التدفق الداخل والخارج وصافي التدفق (*SSION*)، في هذه الحالة فإن أي توقف مفاجئ في المجموعات الرئيسية (الداخل، الخارج والصافي) سيؤدي إلى توقف مفاجئ تابع في المجموعات الفرعية المبينة في المحلات المشتركة للتصنيف.

وخلصت الدراسة إلى أن أغلب التوقفات المفاجئة في الفترة ما قبل سنة 2000 بالنسبة للدول النامية كانت متعلقة بإجمالي التدفقات الداخلة والصافية معا، والفئات المتداخلة بينهما (خصوصا *SSIN*)، أي أنهما في هذه الفترة كانا مترادفين. أما بالنسبة للفترة التي تلت ذلك فقد تغير الأمر، لأن التوقف المفاجئ لحوادث التدفقات لم يعد مقتصرًا على الداخلة فقط وإنما على الخارجة كذلك، وهو خير دليل على وجود صفة الإحلال بين تلك التدفقات في ظل التوجه المتزايد نحو الانفتاح المالي.

وعلى النقيض من ذلك، فإن الدول المتقدمة في الفترة الأولى شهدت تداخلا ضئيلا بين حوادث التوقف المفاجئ للتدفق الداخل والخارج من جهة، وبين كل من الحالتين السابقتين والتوقف المفاجئ لصافي التدفق من جهة أخرى، هذا الأخير لم تعاني منه الدول المتقدمة بقدر ما عانت من حوادث التوقف في إجمالي التدفق بحالتيه. لكن بعد سنة 2000 اتضح أن تلك الفئة عانت الكثير من حوادث التوقف المفاجئ لصافي التدفقات مثلها مثل الدول النامية.

أما بالنسبة إلى النقطة الأهم، ألا وهي انعكاس ذلك السلوك على مفهوم الاستقلال النقدي، فقد خلص الاقتصاديون إلى أن التوقف المفاجئ الخاص بالتدفقات الداخلة يعد أخطر من نظيره المتعلق بالتدفقات الخارجة، وكلاهما يعد أقل خطورة من التوقف المفاجئ لصافي التدفقات؛ لأن هذا الأخير، في غالب الحالات المدروسة، أدى إلى انهيار قيمة العملة وإلى الدخول في مرحلة الركود الاقتصادي، وهي الحالة التي يصعب فيها على البنك المركزي بسط سيطرته على المتغيرات النقدية.

وتجدر الإشارة إلى أن مفهوم الاستقرار في الدول الريعية يكون مرتبطا على خلاف ما سبق، وعلى نحو شبه تام، بسعر المادة (نحاس، حديد، كاكاو، نפט...) التي أضفت صفة الريعية على الاقتصاد المعني

* هذا الاحتمال منطقي من الناحية النظرية، غير أنه لا يوجد عمليا، لهذا فحتى أصحاب الدراسة لم يجدوا أي حالة تتوافق وهذا الاحتمال ضمن الإطار الزمني والمكاني المتعلق بدراستهم.

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

خصوصا إذا كان محددًا في الأسواق الدولية. ولقد أوضح *Corden & Neary*¹ في نموذجهما الشامل، أن مرحلة انتعاش القطاع المنتج للمادة الأولية سوف يعمل على إحداث أثرين يؤديان إلى تهمين قيمة العملة وارتفاع المستوى العام للأسعار، ويتمثل الأول في أثر تحول الموارد (*Resource Movement Effect*)؛ أي انتقال العمالة من إلى القطاع المزدهر* لارتفاع مستوى الأجور فيه، على حساب القطاع المتأخر ذو السلع القابلة للتجارة (الصناعي أو الزراعي)، وقطاع السلع غير القابلة للتجارة (الخدمات)، مما يؤدي إلى تراجع مخرجاتهما، أي حدوث فجوة عرض وطلب تترجم في زيادة الأسعار على سلع القطاعين، أما الأثر الثاني فيتمثل في تحول الإنفاق (*Spending Effect*)؛ الناتج عن ارتفاع الأجور وإنفاقها على القطاع الخدمي بشكل خاص**. وعليه، فمجموع الأثرين يؤدي إلى تهمين قيمة العملة، وتقويض مهمة البنك المركزي في الحفاظ على مفهوم الاستقرار النقدي في الاقتصادات الريفية، وهي الفكرة التي استخلصها الباحثين في الجزء الخاص بتشخيص الجانب الاقتصادي (المرض الهولندي *Dutch Disease*) للجنة الموارد (*Resource Curse*).

المبحث الثاني: تباين ركائز برامج الاستقرار النقدي

في السنوات الأخيرة، استطاع هدف الاستقرار على مستوى الأسعار، أن يحظى بشبه إجماع في الأواسط الاقتصادية حول أولوية تحقيقه على المدى الطويل، وذلك تحت مسؤولية السياسة النقدية على وجه خاص، لكن السؤال المطروح هو، كيف يمكن إدارة السياسة النقدية لتحقيق ذلك الهدف؟ بمعنى آخر؛ ما المرتكز الاسمي الأمثل الذي يعمل على تحقيق الاستقرار في مستوى الأسعار؟ ولقد أحدث هذا التساؤل جدلا واسعا، فاختلقت بذلك الأسس النظرية والمناهج التطبيقية بخصوص اختيار المرتكز الأمثل، فمنها من اختارت سعر الصرف أو الأساس النقدي، وأخرى ركزت على الاستهداف المباشر أو الضمني، ولكل حجته في ذلك.

¹ . لمزيد من التفصيل حول الموضوع أنظر:

W. Max Corden and J. Peter Neary, "Booming Sector and De-Industrialisation in a Small Open Economy," *The Economic Journal* 92, No. 368 (December 1982): 825-848.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.2307/2232670>

* مع أن الأمر يختلف في حالة أن يكون القطاع المزدهر هو قطاع النفط، لأنه في الغالب، يكون قطاعا منحصرا ويمتاز بكثافة رأس المال، أي أنه لا يساهم في استيعاب العمالة الموجودة على مستوى الاقتصاد المعني.

** على اعتبار أن الخدمات هي سلع غير قابلة للتجارة، لهذا فإن الفائض على الطلب في هذا القطاع يعالج محليا فقط، إما بزيادة المخرجات أو بارتفاع أسعارها، على عكس السلع القابلة للتجارة، أين يكون هناك احتمال الاستيراد لتغطية فائض الطلب في هذا القطاع.

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

المطلب الأول: برنامج الاستقرار المرتكز على سعر الصرف مقابل نظيره المرتكز على الأساس النقدي

يهدف البرنامج إلى تحقيق الاستقرار على مستوى الأسعار (معدل تضخم منخفض)، ولكن بشكل غير مباشر؛ وذلك لاعتمادها على مرتكز (مسند) اسمي (*nominal anchor*) يمكنهما من ذلك، وهو نفسه الفرق الجوهرى بين البرنامجين، فالأول يأخذ بسعر الصرف كركيزة له، في حين أن الثاني يرتكز على المجمع النقدي (وقد تتمثل في صافي الأصول المحلية أو القاعدة النقدية).

عموماً، وعلى الرغم من اختلاف المرتكز الاسمي، إلا أنه يهدف إلى تحقيق الاستقرار في قيمة العملة بعد التحديد المسبق لمستوى الأسعار، بالإضافة إلى تخفيض معدلات التضخم المتوقعة مستقبلاً. ولقد أشار *Mishkin* إلى أهميته في القضاء على عدم الاتساق الزمني (*time-inconsistency*)؛ الذي يعبر عن التناقض الحاصل بين الهدف طويل المدى للسياسة النقدية (استقرار الأسعار) وأهدافها المسطرة في الفترة القصيرة، فغالبا ما يبحث صناع القرار* على اتباع سياسة نقدية توسعية في المدى القصير من أجل تحفيز النمو والتخفيض من معدلات البطالة، ويصرون على ذلك حتى وإن لم تكن النتائج مرضية، وباستمرار الوضع على تلك الوتيرة سوف يقوم المتعاملون الاقتصاديون بتعديل توقعاتهم بخصوص الأجور والأسعار نحو الأعلى، على نحو ينعكس من خلاله التوسع النقدي المستمر، أين يصبح التراجع مستقبلاً صعباً، والآثار تكون وخيمة على مستوى الاستقرار في الأسعار على المدى الطويل¹. وعليه، فالتحديد المسبق لمستوى الأسعار الذي يوفره المرتكز الاسمي يقلل أو يجد تماماً من هذا التناقض عبر الزمن. غير أن الدراسات التجريبية أوضحت أن لكل مرتكز اسمي نتائج تختلف تمام الاختلاف عن الآخر، وفيما يلي سيتم تناول مميزات كل مرتكز بشيء من التفصيل.

* ولقد أوضح *McCallum* أن البنك المركزي، في بعض الأحيان، قد لا يكون مسؤولاً عن إحداث ظاهرة عدم الاتساق الزمني، ولكن قد تكون هناك برامج سياسية مخطط لها من أجل رفع الأجور بعد تعديلها لتتماشى والتوقعات المستقبلية، وبذلك يوضع البنك المركزي تحت ضغط سياسي من أجل التنفيذ وبداية تطبيق سياسة نقدية توسعية للوصول إلى ذلك الغرض.

¹. Frederic S. Mishkin, "International Experiences with different monetary Regimes," NBER Working Paper, No. 6965 (February 1999): 01-02.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.3386/w6965>

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

1- برنامج الاستقرار المرتكز على سعر الصرف (*Exchange-rate based stabilization*):

اعتمادا على ركيزة سعر الصرف* يهدف هذا البرنامج إلى تحقيق الاستقرار في مستوى الأسعار، بعد تحديد علاقة الاستناد لقيمة العملة المحلية على نظيرتها الأجنبية، ولقد تناول العديد من الاقتصاديين أمثال *Calvo&Végh* على أنه الإعلان عن التخفيض من (أو تثبيت) نسبة الانخفاض في قيمة العملة¹، ويكون الارتكاز بوجهين، إما بتثبيت قيمة العملة المحلية بعملة البلد الأجنبي ذو معدل التضخم المتدني، وبهذا الشكل سوف تنحذب معدلات التضخم المحلية تدريجيا نحو الأجنبية لتعادها في النهاية، أو قد يكون ذلك باتباع نظام الربط الزاحف (*crawling peg*) أو الربط ضمن نطاق مستهدف (*crawling target*)، ولكن في هذه الحالة معدل التضخم المحلي قد يشهد مستويات تتعدى الأجنبية². وتجدد الإشارة، أنه على الرغم من اختلاف كيفية الارتكاز بين الوجهين، إلا أنهما يشتركان في محاولة استيراد المصدقية من دولة الارتكاز ذات الأهلية الأفضل، كمحاولة لتخفيض معدلات وتوقعات التضخم المستقبلية بشكل غير مباشر، ولكن ذلك سيؤدي حتما إلى بداية تآكل مفهوم الاستقلالية النقدية للدول المرتكزة.

وفيما يلي أهم ما يميز برنامج الاستقرار المرتكز على سعر الصرف، وهي في الحقيقة عبارة عن نتائج لدراسات تجريبية عديدة** خلال فترات متباينة لم تختلف في جوهرها:³

- انخفاض بطيء في معدل التضخم إذا ما قورن بالتغير المسخر له في سعر الصرف؛
- انتعاش اقتصادي مع بداية تطبيق البرنامج متنوع بركود في نهاية تطبيقه؛
- ارتفاع قيمة العملة المحلية وتدهور الميزان التجاري؛
- ارتفاع في القيمة الحقيقية للأجور؛
- سلوك غامض لأسعار الفائدة، وغالبا ما ينخفض فيما يتعلق بالبرامج الأرثوذكسية (*orthodox*).

* نجد الإشارة إلى أن البرامج القائمة على الفكر الأرثوذكسي (*Orthodox*)، لا تتخذ إلا سعر الصرف كركيزة اسمية دون مراعاة المتغيرات الأخرى أثناء تطبيق البرنامج، في حين أن البرامج القائمة على الفكر الهتيرودوكسي (*Heterodox*)، تفرض رقابة إضافية على الأجور ومستوى الأسعار بالتزامن والارتكاز على سعر الصرف.

¹. Guillermo A. Calvo and Carlos A. Végh, "Exchange-Rate-Based Stabilization under Imperfect Credibility," IMF Working Paper, No. 91/77 (August 1991): 02.

(DOI): <http://dx.doi.org/10.5089/9781451849912.001>

². Mishkin, "International Experiences," 02.

** من بين تلك الدراسات نجد على سبيل الذكر دراسة (*Kiguel&Liviatan*) (1992)، (*Végh*) (1992)، و (*Végh&Reinhart*) (1994)، واشتملت في مجملها على أبرز برامج الاستقرار المرتكزة على سعر الصرف في ذلك الوقت، وكانت المكسيك، البيروغواي والأرجنتين.

³. Sergio Rebelo and Carlos A. Végh, "Real Effects of Exchange Rate Based Stabilization: An Analysis of Competing Theories," NBER Working Paper, No. 5197 (January 1995): 05-06.

(DOI): <http://dx.doi.org/10.3386/w5197>

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

لكل عنصر من العناصر السابقة علاقة تأثير وتأثر بغيره، فقد يحدث وأن يكون سببا في إحداث تغيير ما، كما يمكن أن يكون نتيجة لتغيير أحد المتغيرات الأخرى، وفيما يلي تبيان العلاقات المتداخلة بين تلك العناصر خلال مدة تطبيق البرنامج.

بمجرد الإعلان عن تبني سعر الصرف كركيزة لنظام الاستقرار النقدي، فإن معدلات التضخم سوف تبدأ تدريجيا في الانخفاض منجذبة نحو معدل التضخم الأجنبي الخاص بدولة الارتكاز، غير أن هذا الأمر في حد ذاته سوف يحدث طفرة في الطلب على السلع المحلية لانخفاض أسعارها، خصوصا من قبل القطاع الخاص، فيؤدي ذلك إلى انتعاش اقتصادي في بادئ الأمر، ولكن الأهم هو انعكاس تلك الزيادة في الطلب على معدلات التضخم التي تعسر من مهمة تخفيضه كهدف نهائي للبرنامج، وبهذا الشكل، حتى وإن اتجه نحو الانخفاض سيكون ذلك بوتيرة بطيئة ولن يستوعب عندها إلا القليل من التغيرات المسبقة على مستوى سعر الصرف. وقد يزداد الأمر تعقيدا في حالة جمود الأسعار وارتباطها بالنظرة التاريخية (*backward-looking*) دون محاولة تعديلها لتتوافق والتغيرات الحالية والمستقبلية (*forward-looking*) التي طرأت على مستوى سعر صرف العملة، وحتى في حالة حدوث عكس ذلك وتم تعديل الأسعار، فلا يجب أن يكون البرنامج ذو درجة مصداقية* غير مقبولة بالنسبة لجمهور المتعاملين، وأن لا يسود هناك أي توقع بخصوص محدودة فترة تطبيقه التي يمكن أن تحدث فعلا وتعود الأسعار إلى مستوياتها السابقة، لأنه في مثل هذه الظروف سيُحفز مستوى الاستهلاك البديل بين-زمني (*inter-temporal substitution*)؛ المتمثل في تحويل الإنفاق الاستهلاكي المستقبلي إلى الفترة الحالية¹ مؤديا في النهاية إلى إحداث عجز في الميزان التجاري، ويساعد على ذلك بقاء الأجور مرتبطة بمعدلات التضخم التاريخية (*indexation*)، على نحو ترتفع فيه قيمتها الحقيقية لانخفاض معدلات التضخم الحالية².

بالنسبة إلى أسعار الفائدة المحلية لا يمكن تحديدها بشكل مستقل إذا ما تم أخذ سعر الصرف كركيزة لبرنامج الاستقرار النقدي، لذلك سوف تنخفض باتجاه مستوى الفائدة الأجنبي لدولة الارتكاز، وقد يؤدي تراجع معدل التضخم للدولة المرتكزة إلى سعر فائدة محلي أقل من نظيره الأجنبي، فتصبح تكلفة الفرصة

* نقص مصداقية البرنامج، تعني عدم اقتناع جمهور المتعاملين بقدرة البنك المركزي على تحقيق أهدافه المسطرة، بل أن الاعتقاد السائد، هو أن التحلي عن تلك الأهداف المخطط لها ما هي إلا مسألة وقت، وأن الأمور ستعود إلى ما كانت عليه بعد مرور فترة قصيرة من تطبيق البرنامج.

¹ Julio A. Santaella and Abraham E. Vela, "The 1987 Mexican Disinflation Program: An Exchange Rate-Based Stabilization," IMF Working Paper, No. 96/24 (March 1996): 04-05.

(DOI): <http://dx.doi.org/10.5089/9781451844092.001>

² Rebelo and Végh, "Real Effects of Exchange," 27.

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

البديلة المقيمة بالعملة المحلية أقل من تلك المقيمة بالعملة الأجنبية، فيعمد المستهلك (أو المستثمر) إلى تخفيض الأرصدة الأجنبية التي بحوزته لحساب المحلية منها¹.

إن انخفاض أسعار الفائدة المصحوب بارتفاع القيمة الحقيقية للأجور في ظل مستويات أولية منخفضة للتضخم، يعمل على إنعاش الوضع الاقتصادي مع بداية تطبيق البرنامج، من خلال زيادة مستوى الاستهلاك كما الاستثمار لانخفاض تكلفتهم الحقيقية، غير أن هذه الأسباب في حد ذاتها سوف تؤدي، مع مرور الوقت، إلى ارتفاع القيمة الحقيقية للعملة (الزيادة النسبية في الطلب على السلع المحلية على حساب السلع القابلة للتجار) بالتزامن وتضخمية الاقتصاد المعني (*Overheating*)، وعلى عكس انخفاض أسعار الفائدة فإن ارتفاع قيمة العملة له أثر انكماشى على الاقتصاد، وسيؤدي مستقبلاً إلى التراجع في معدلات الطلب على السلع المحلية، وسيشهد بذلك الوضع الاقتصادي المرحلة الثانية المتمثلة في الركود².

تعد الدورة الاقتصادية انتعاش-ركود (*Boom-Bust*) من أهم مميزات برنامج الاستقرار المرتكز على سعر الصرف، وبالضبط زمن وقوعهما، فالانتعاش يكون مع بداية تطبيقه والركود يكون في النهاية (*Recession Now Versus Recession Later*)، وقد يُرجع اختيار البرنامج استناداً إلى هذه القاعدة. كذلك فإن نقطة ضعف البرنامج تعد في المرتكز الاسمي في حد ذاته، فالاعتماد عليه من أجل تحقيق الاستقرار النقدي في الوقت الحالي سيتطلب تعديله هو نفسه مستقبلاً.

2- برنامج الاستقرار المرتكز على النقد (*Money-based stabilization*):

إن هذا البرنامج، بخلاف سابقه، يعتمد على ركيزة نقدية محلية وتمثل أساس في التخفيض من نسبة نمو المعروض النقدي³، وقد يكون ذلك إما بالتحكم في الأساس النقدي أو أحد المجمعات النقدية الأخرى وكذلك في حالة ضبط مستويات صافي الأصول المحلية باعتبارها أحد مقابلات تلك المجموع. وفيما يلي أهم مميزات البرنامج⁴:

¹. Guillermo A. Calvo and Carlos A. Vegh, "Credibility and the Dynamics of Stabilization Policy: A Basic Framework," IMF Working Paper, No. 90/110 (November 1990): 16.

(DOI): <http://dx.doi.org/10.5089/9781451945584.001>

². Calvo and Vegh, "Exchange-Rate-Based Stabilization," 04.

³. Calvo and Vegh, "Credibility and the Dynamics of Stabilization" 24.

⁴. Guillermo A. Calvo and Carlos A. Vegh, "Inflation Stabilization and Nominal Anchors," *Contemporary Economic Policy* 12, No. 02 (April 1994): 40.

(DOI): <http://dx.doi.org/10.1111/j.1465-7287.1994.tb00421.x>

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

- انخفاض بطيء في معدل التضخم إذا ما قورن بالتغير المُحدث على المستوى النقدي؛
- ارتفاع قيمة العملة المحلية؛
- ركود مع بداية تطبيق البرنامج متنوع بتعاف في نهايته؛
- رد فعل غير واضح للميزان التجاري وميزان رؤوس الأموال؛
- ارتفاع أسعار الفائدة مع بداية تطبيق البرنامج.

إذا كان المنطق القائم على أساسه برنامج الاستقرار المرتكز على النقد واضحاً بالنسبة للمتعاملين الاقتصاديين (الشفافية)، كما أن السلطات النقدية بمقدورها تحقيق المستهدف المعلن عليه ضمن البرنامج (المصدقية)، فإنه مع بداية الإعلان عن تطبيقه فإن معدلات التضخم وتوقعاتها المستقبلية سوف تتجه نحو الانخفاض،¹ وترتفع معدلات الفائدة كردة فعل ناتجة عن تخفيض معدل النمو في الجمع النقدي، وبذلك تصبح قضية الحصول على السيولة في الاقتصاد المعني عسيرة، خصوصاً بعد رفع معدلات الاحتياطي الإلزامي والخصم لتقييد حجم المعروض النقدي، وبهذا الشكل سوف تتجه قيمة العملة نحو الارتفاع بالتزامن وانخفاض معدلات التضخم المصحوب بارتفاع معدلات الفائدة، هذا الأخير يعدل من السلوك الاستهلاكي للمتعاملين المحليين بعد تخفيضهم لمعدل الطلب على السلع المحلية (زيادة الميل الحدي للادخار) وزيادته مستقبلاً، وتنخفض بذلك نسبة الطلب على السلع غير القابلة للتجارة لحساب الأخرى القابلة للتجارة فيكون العجز في الميزان التجاري أمراً وارداً وتحدده تلك النسب.²

إن الظروف السابقة الذكر تجعل من البرنامج المرتكز على النقد يخالف نظيره المرتكز على سعر الصرف من ناحية انعكاسه على الجانب الحقيقي؛ لأن الركود يحدث في بداية تطبيقه لا في النهاية، والسبب راجع إلى ارتفاع معدلات الفائدة وتراجع معدلات الاستهلاك، إلى جانب الحالة الانكماشية التي تشهدها السيولة في الاقتصاد المعني. وقد يحدث في بعض الأحيان، إن كان البرنامج المطبق غير مقنع بالنسبة للمتعاملين، زيادة استثنائية في حجم التقييد الائتماني (*overdose*) لتعزيز عنصر المصدقية، غير أن ذلك سوف يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة إلى مستويات أعلى، وتكون علامة على عدم قدرة البنك المركزي

¹. Peter Bofinger, "The Economics of Orthodox Money-Based Stabilisations (OMBS) : The Recent Experience of Kazakhstan, Russia and the Ukraine," *European Economic Review* 40, No. 03 (April 1996): 666-667.

(DOI): [http://dx.doi.org/10.1016/0014-2921\(95\)00076-3](http://dx.doi.org/10.1016/0014-2921(95)00076-3)

². Calvo and Vegh, "Inflation Stabilization" 42.

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

مواصلة تطبيق البرنامج، خصوصا إن كانت هناك ضغوط سياسية تحته على زيادة المعروض النقدي¹. بالإضافة إلى أن عدم ثبات سرعة دوران النقود سوف تضعف من حلقة الربط بين المجمع النقدي ومعدل التضخم المراد تحقيقه²، فقد يحدث وأن تعوض سرعة دوران النقود، ولو بشكل نسبي، النقص الحاصل في المعروض النقدي، خصوصا إن كان هذا الأخير بمعدل منخفض، وبذلك تضعف العلاقة بين المتغيرين ولن تتجه معدلات التضخم إلى المستوى المطلوب.

3- جوهر المفاضلة بين البرنامجين:

ترتكز المفاضلة بين برنامجي الاستقرار في جوهرها على أمرين أساسيين وهما، نسبة التضحية (*sacrifice ratio*)؛ والزمن الذي تقع فيه تكلفة اختيار البرنامج (فترة حدوث الركود). فيما يخص الجزئية الأولى، فهي تعني نسبة الخسارة الكلية التي تحدث على مستوى الناتج المحلي في سبيل تخفيض معدل التضخم³، ومن المعلوم أن هذه النسبة تتعاطم في ظل البرنامج المرتكز على النقد إذا ما قورن بنظيره خصوصا مع بداية تطبيق البرنامج، فالتخفيض من معدل نمو المجاميع النقدية يؤدي إلى إحداث خسارة في الجانب الحقيقي تتحدد بمقدار ذلك التخفيض، على عكس البرنامج المرتكز على سعر الصرف الذي يعطي دفعة لتحقيق معدلات نمو إيجابية. غير أن التسليم المطلق بهذا الطرح ليس صحيحا، فأحيانا، وكما أشار الاقتصادي *Fischer*، تكون مرونة الطلب على النقود للتغيرات الحاصلة في سعر الفائدة للبرنامج المرتكز على سعر الصرف منعدمة (أو جد منخفضة)، فينتج عنه هو الآخر نسبة تضحية قد تتجاوز نظيره⁴.

أما بالنسبة إلى الزمن الذي تدفع فيه تكلفة اختيار البرنامج، فيرى *Calvo & Végh* أنه الفرق الأهم بين البرنامجين، فالمرتكز على النقد يُدفع تكلفته مقدما، بينما تُؤخر تكلفة نظيره المرتكز على سعر الصرف⁵ بعبارة أخرى؛ أن القضية لا تقتصر عن ما إذا كانت التكلفة ستدفع أم لا، لأن الأمر مسلم به بالنسبة للبرنامجين، وإنما تتعدى إلى مسألة الفترة التي سيحدث فيها ذلك.

¹. Bofinger, "The Economics of Orthodox," 667.

². Mishkin, "International Experiences," 13.

³. Michael Bruno, "High Inflation and the Nominal Anchors of an Open Economy," NBER Working Paper, No. 3518 (November 1990): 22.

(DOI): <http://dx.doi.org/10.3386/w3518>

⁴. Ibid.

⁵. Calvo and Végh, "Credibility and the Dynamics of Stabilization" 01.

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

خلاصة القول، أن البرنامج المرتكز على النقد تكون فيه نسبة التضحية أعلى، كما أن التكلفة الخاصة به تدفع مقدما، ولكن هذا لا يعني بالضرورة أنه الأسوأ؛ لأنه يمنح كذلك للبنك المركزي استقلالية أكبر، خاصة إن تم أخذ الاعتبارات النقدية في المقام الأول، لذلك فالمفاضلة بينهما تتداخل فيها العديد من الجوانب تُراعى من خلالها الأولويات التي تحددها البيئة التي ينشط فيها البنك المركزي، فقد يُنظر لتكلفة ما بشكل مجرد، على أنها كبيرة، غير أنها تُستصغر أمام تكاليف أعظم.

المطلب الثاني: سياسة الاستهداف المباشر للتضخم

على عكس البرنامجين السالفي الذكر، فإن الاستهداف المباشر لا يعتمد على ركيزة اسمية كوسيط من أجل التأثير على معدلات التضخم، وإنما يستهدفه مباشر بعد الأخذ في الحسبان المعلومات المتوفرة والمتنبأ بها لعدة متغيرات تؤثر فيه ولو بشكل غير مباشر.

1- مفهوم الاستهداف المباشر للتضخم:

عرفه *Taylor* على أنه القيمة التي يرغب المتعامل الاقتصادي أن يرى معدل التضخم الحالي يتقلب حولها بانحراف ضئيل (قد يتمثل في 1%)¹، والملاحظ أنه لم يشترط في ذلك الإعلان الصريح عن القيمة الرقمية لذلك الاستهداف، فقد تكون العملية ضمنية أو منصوفا عليها بشكل غير مباشر.

وتجدر الإشارة إلى أن *Taylor* لم يلزم التصريح بالقيمة الرقمية لعملية الاستهداف وأخذ مثاله من سياسة الاحتياطي الفدرالي الأمريكي، ولكن ذلك غير وارد بالنسبة إلى معظم الاقتصادات الأخرى، فهي تلزمه وتبني على أساسه مسألة الشفافية والمساءلة، فحكومة نيوزيلندا مثلا، لها الحق في عزل محافظ البنك المركزي إذا تم الإخلال بعملية الاستهداف المتفق والمعلن عليها مسبقا، ولو كان ذلك في مدى ربع سنوي.²

كما يجب التمييز بين استهداف التضخم واستهداف التضخم المتوقع (*inflation forecast targeting*)، لأن هذا الأخير يهدف إلى تقليص الفجوة بين التضخم المتوقع والمستهدف عند تاريخ

¹. John B. Taylor, "Using Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies," paper presented at the 75th Anniversary Conference, Stabilization and Monetary Policy: The International Experience (Bank of Mexico, November 14-15, 2000): 09.

Available at: <<<https://pdfs.semanticscholar.org/a729/6bfda8c15865d52955eb37196c5543ea2a18.pdf>>>

Date accessed: 11 Juin. 2016.

². Mishkin, "International Experiences," 22.

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

مستقبلي معين، وعن طريق توظيف أدوات نقدية قادرة على تحقيق ذلك،¹ أي أنه يأخذ في الحسبان الاتجاه الذي يمكن أن يسلكه التضخم مستقبلاً، ثم يعمل على تقريبه نحو المستهدف، غير أن ذلك لن يكون متاحاً إلا بالنسبة للاقتصادات المتطورة التي تتسم بالعمق المالي والاستقلال النقدي، وقادرة على اتخاذ إجراءات استباقية للنجاح في العملية.

وتجدر الإشارة إلى أن نيوزيلندا هي أول دولة تبنت سياسة استهداف التضخم بشكل مباشر، وكان ذلك تحت مظلة الإصلاح النقدي سنة 1989، ولقد أُسس ذلك على ثلاث ركائز جوهرية تمثلت في تحديد الوسائل التي يستدل من خلالها على أداء البنك المركزي أثناء عملية الاستهداف بعد الاتفاق مع الحكومة في ذلك؛ منح كل الصلاحيات إلى البنك المركزي من أجل تحقيق المستهدف دون أدنى تدخل من طرف الحكومة (الاستقلالية النقدية)؛ تأسيس الوسائل التي تكفل سيورة عملية المساءلة (الإعلان عن المعدل المستهدف، ثم تحميل المحافظ مسؤولية تحقيقه).² قد تختلف الجزئيات الخاصة بالأسس الثلاث السالفة الذكر، وهذا راجع لتباين الاقتصادات فيما بينها، ومع ذلك بقيت تعبر عن القواعد العامة التي يجب توفيرها لإنجاح عملية الاستهداف، فلا يمكن تصور ممارسة السياسة في ظل غياب مفهوم الاستقلال النقدي، ومن دون وسائل تقيس الأداء المنجز، وتؤسس لعملية المساءلة انطلاقاً من النتائج المتوصل إليها.

ويعد استهداف التضخم نظير أنظمة الصرف الثابتة أو القريبة من الثبات، لأنه في ظل تلك الأنظمة تنعدم إمكانية التوجه نحو تحقيق الأهداف المحلية، على خلاف أنظمة الصرف المرنة أو الحرة أين يكون البنك المركزي قادراً على استهداف أهدافه المحلية، دون تسخيرها لاحتواء اللاتوازن الممكن الحدوث في نظام صرفه المتبع، وتبقى أهمية ووزن الاعتبارات النقدية من غيرها هي الفيصل في ذلك.

2- مميزات الاستهداف المباشر للتضخم:

على خلاف برنامج الاستقرار المرتكز على سعر الصرف، فإن الاستهداف المباشر يحول للبنك المركزي القدرة على تحقيق أهدافه المحلية بأكثر استقلالية، وهو يشابه في ذلك برنامج الاستقرار المبني على النقد، ويختلف معه في قدرته على التصدي إلى الأزمات الدورية، لأن الاستهداف المباشر للتضخم لا يعتمد

¹ Taylor, "Using Monetary Policy Rules," 12.

² Carl E. Walsh, "Inflation Targeting: What Have We Learned?," *International Finance* 12, No. 02 (August 2009): 197.

(DOI): <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-2362.2009.01236.x>

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

كليا على علاقة الارتباط بين المجمع النقدي والتضخم، وإنما يأخذ في الحسبان كل المعلومات المتعلقة بالتغيرات الأخرى،¹ بمعنى أنه حتى وإن حدث تغير كبير على مستوى المجاميع النقدية، فسيُحيد بضعف العلاقة التي تربطه مع التضخم المستهدف، لأن تحديد هذا الأخير يعتمد على توليفة تتفاعل من خلالها العديد من المتغيرات باختلاف نوع ودرجة تأثيرها.

ولالإشارة فإن الحكم المطلق بخصوص قدرة سياسة استهداف التضخم على استيعاب الأزمات الدورية يطرح العديد من التساؤلات، لذلك كان لـ *Walsh* رأي متحفظ نوعا ما، لأن العديد من الدول التي اتبعت تلك السياسة سنوات 1990 وبداية الألفية، استطاعت فعلا أن تحقق معدلات نمو معتدلة بالتزامن ومستوى تضخم متدن، ولكنه أرجع سبب ذلك إلى بساطة الأزمات التي عصفت بها في تلك الفترة، ودليله على ذلك أن نفس الدول، وبممارسة نفس السياسة، لم تستطع تحقيق نفس الأداء أثناء الأزمة المالية العالمية (2008)، وهو ما جعله يفرق بين نظرية الحظ الجيد (*good luck hypothesis*)، ونظرية السياسة الجيدة (*good policy hypothesis*)،² أي أن الأداء الجيد كان مسألة الحظ لا غير، وذلك لتزامنه مع ظروف اقتصادية أقل حدة من غيرها. وعليه، يبقى حجم الأزمة هو الذي يكشف مدى صلابة سياسة الاستهداف المتبعة، فقد تُرى على أنها سليمة في الظروف العادية، غير أن ذلك يتنفي، ولو نسبيا، في ظل ظروف أعسر.

وبالنسبة إلى عنصري الشفافية والمساءلة، فيعدان ميزتين متلازمتين أثناء انتهاج سياسة الاستهداف المباشر للتضخم، لأن الأولى تلزم البنك المركزي الإعلان عن مستوى التضخم المستهدف (قد يتمثل ذلك في تقارير دورية)، وسلوكه الفعلي حول تلك القيمة، بالإضافة إلى معدل التضخم المتوقع في أغلب الأحيان، كما أنه مجبر على تبرير النتائج وتشخيص الأسباب التي أدت إلى الإخلال بعملية الاستهداف إن حدث ذلك. أما بخصوص الميزة الثانية فتلقي على عاتقه مسؤولية تحمل النتائج، والتي قد تتعدى إلى مسألة عزل المحافظ في حالة السلبية منها.³ وتجدر الإشارة إلى أن مسألة المساءلة متعلقة كليا بعنصر الشفافية، لأنه كلما زاد وضوح السياسة المطبقة من طرف البنك المركزي عن طريق الإفصاح أو عمليات الاتصال الروتينية مع المتعاملين الاقتصاديين، أدى ذلك إلى زيادة ومعرفة الحجم الحقيقي لمسؤوليته، ولكن هذا لا

¹ Mishkin, "International Experiences," 19.

² Walsh, "Inflation Targeting," 199-200.

³ Róger Madrigal-López, "The Instrument Problem under Inflation Targeting in an Open Economy: The Case of Costa Rica," (PhD diss., University of Ohio State, 2004), 09.

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

يعني أن يعتمد إلى فعل العكس، لأن ثقة المتعاملين في تسييره للأمر النقدي تعد الأهم، ولن يحدث ذلك في ظروف يغلب عليها طابع عدم اليقين.

وما يعيب سياسة الاستهداف المباشر للتضخم هو إحداث نوع من اللاتوازن في الجانب الحقيقي بالإضافة إلى ميل معدلات البطالة نحو الارتفاع، خصوصا في المراحل الأولى من تبني السياسة، غير أن هذا الأمر لم يحدث لكل الاقتصادات، ومثال ذلك تجسد في دولة نيوزيلندا التي حققت معدل نمو معتبر أثناء تطبيق السياسة. وعلى الصعيد النقدي انتقد *Friedman&Kuttner* سياسة الاستهداف المباشر لأنها قاعدة تتسم بالجمود، ولا تمنح للبنك المركزي المرونة الكافية من أجل التعامل مع الظروف غير المتوقعة،¹ فيجد نفسه بين حتمية الالتزام ببرنامج الاستهداف المحدد مسبقا، أو التنازل عنه ومواجهة تلك الظروف المفاجئة وتحمل تبعات ذلك. وفي حقيقة الأمر أن سياسة الاستهداف تدخل هي الأخرى ضمن الصراع الفكري المتعلق بأفضلية منهج المرونات عن منهج القواعد أم العكس (*Discretion versus rules*)^{*}، ليس من حيث فعاليتها ولكن من ناحية تصنيفها، لأن *Mishkin*، على خلاف ما سبق، يرى أنه لا يمكن تصنيفها كقاعدة وذلك للأسباب التالية:²

- سياسة الاستهداف المباشر للتضخم غالبا لا تزود بتعليمات أو آليات يتحدد على أساسها المنهج الذي يجب على البنك المركزي إتباعه خلال عملية إدارة السياسة النقدية، بل إنها تترك له الحرية في استغلال كافة المعلومات المتاحة من أجل فعل الأنسب وتحقيق المستهدف، على خلاف منهج القواعد الذي يركز على المتغيرات الأساسية ويتغاضى عن الباقي.

- استنادا إلى تجارب الاستهداف التي مورست على نطاق واسع، لوحظ أنها قد طبقت بشكل مرن وتعُدّ تماشيا وتغيرات الظروف الاقتصادية، وغالبا ما تترك مجالا معتبرا من أجل التجاوب مع التقلبات الحاصلة في الجانب الحقيقي.

¹. Mishkin, "International Experiences," 25.

^{*} يتمحور هذا الجدل الاقتصادي حول مقدار الحرية الذي يجب أن تتمتع به السياسة النقدية، فمنهج القواعد يقيدها بشكل عام، عن طريق وضع قواعد تتسم بالجمود وذلك من أجل القضاء على مشكل عدم التناسق الزمني؛ أي تناقض الأهداف المراد تحقيقها في المدى الزمني الطويل مع نظيرتها قصيرة الأجل، غير أن ما يعاب عنه، هو أن سمعة البنك المركزي تتحدد بمدى قدرته على الالتزام بتلك القاعدة حتى في الظروف غير الاعتيادية، على عكس منهج المرونات الذي ينوله مجال أوسع لتحقيق تلك الأهداف، كما تمنحه القدرة على التعديل في سياساته أثناء الأزمات، والجانب السلبي المتعلق بهذا المنهج هو حضور مشكل عدم الاتساق الزمني.

². Ibid., 26.

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

إن التوجه نحو تبني سياسة الاستهداف المباشر للتضخم تفسره عدة أسباب أهمها، ضعف العلاقة بين المرتكز الاسمي ومعدل التضخم المستهدف؛ معدل التضحية؛ وتبعات الدورة الاقتصادية التي تنجر عن برامج الاستقرار القائمة على الارتكاز، غير أن هذا لا يدل على أمثلة سياسة الاستهداف المباشر، فهي الأخرى تؤدي إلى بعض من تلك النتائج، ولكن إن تم تطبيقها بالمرونة الكافية، والشروط اللازمة، كالشفافية والمساءلة، سوف تلغي العديد من الإشكاليات المطروحة على المستوى النقدي.

المطلب الثالث: برامج استقرار بركائز أخرى

استنادا إلى التجارب الدولية التي سعت إلى تحقيق الاستقرار على مستوى عملتها، فالعديد من البرامج قد تم انتهاجها بخلاف المذكورة سابقا، ولكل منها منهجية ممارسة تتحدد على أساسها النتائج المرسومة، وفيما يلي أهم تلك البرامج:

1- برنامج استقرار بمرتكز ضمني:

تعد الولايات المتحدة الأمريكية من أبرز الدول التي تبنت هذا النوع من البرامج الذي لا يستند على مرتكز واضح وصريح (نقدي أو سعر صرف) كآلية لاستهداف التضخم، وإنما يقوم على ركيزة ضمنية (*Implicit Anchor*) تتلخص في فكرة مفادها، أن الرقابة على التضخم في المدى الطويل هي الضرورة القصوى والشغل الشاغل للبنك المركزي، وذلك دون إعطاء فكرة مفصلة للمتعاملين الاقتصاديين حول البرنامج المتخذ. فالاحتياطي الفدرالي مثلا، كان يطبق سياسة القيام بالعمل وحسب (*Just Do it*)؛ لأن الأهم حسب تقديره يتمثل في تحقيق الهدف وليس في تبيان الكيفية والإجراءات التي تكفل ذلك، وتهدف السياسة المذكورة إلى إلغاء الأثر السلبي الذي تحدثه فترات الإبطاء اللازمة لتجسد الأثر المخطط له من قبل السياسة النقدية، وذلك عن طريق التدخلات الاستباقية (الوقائية) (*preemptive strikes*)¹، أي بناء على النظرة الاستشرافية الخاصة بالمسار المستقبلي لمعدل التضخم، سوف يحدد الاحتياطي الفدرالي نوع وحجم التدخل كخطوة مسبقة لعزل البوادر التضخمية التي يمكن أن تحدث فعلا، ويتجنب بذلك احتمال فشل

¹. Ibid., 27.

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

محاولة التأثير فيه عن طريق تطبيق سياسة نقدية سينتقل أثرها بعد مدة زمنية تطول. ويبقى نجاح سياسة "القيام بالعمل وحسب" مرهون باستنساب زمن تدخل وأداء البنك المركزي* بناء على توقعاته المسبقة.

كما تم الإشارة إليه مسبقاً، فإن عدم إعطاء صورة مفصلة تخص البرنامج المطبق، تؤدي إلى ردود أفعال مختلفة، بمعنى آخر، أن سياسة التكتّم (*close-mouthed approach*) التي ينتهجها البنك المركزي أثناء اعتماده على المرتكز الضمني، تؤدي إلى حالة عدم اليقين بين المتعاملين الاقتصاديين، وتطرح عدة تساؤلات بخصوص الغموض الذي يكتنف القرارات المتخذة من قبل صناع القرار في المجال النقدي¹ وبذلك تغيب العناصر الضرورية لنجاح أي برنامج استقرار والمتمثلة في، الإفصاح، الشفافية وعنصر المساءلة القائم عليهما. ثم إن أصحاب القرار السياسي قد يستغلون مثل هذه الثغرة لتبرير تدخلاتهم على المستوى النقدي، والتي قد تجر البنك المركزي إلى الوقوع في مشكل عدم التناسق الزمني المين سابقاً.

وما تجدر الإشارة إليه أن الاحتياطي الفدرالي أثناء تبنيه للسياسة، علق آمال نجاحها على خبرة وجدارة الأفراد القائمين على تسيير الشؤون النقدية، وكان *Alan Greenspan*** على رأسهم آن ذاك² ولكن مثل تلك الأوصاف والمؤهلات لا تتوفر لكل من أراد أن يتبنى تلك السياسة، ولا حتى الولايات المتحدة الأمريكية نفسها في زمن مختلف، لأن مراكز الإدارة في تغير دائم ولا يمكن ضمان نفس الأداء ولو توفرت نفس الظروف.

2- برنامج استقرار مرتكز على النقد مع تنضيق أولي:

إن المرتكز الاسمي لهذا البرنامج يتمثل في أحد المجمعات النقدية أو صافي الأصول المحلية، كما هو الحال بالنسبة إلى البرنامج المرتكز على النقد، غير أنه مصحوب بعملية ضخ سيولة (تنضيق) مع بداية تطبيق البرنامج (*initial reliquification*) لمرة واحد فقط، وذلك من أجل تفادي ظاهرة الركود بعد ارتفاع

* بالاعتماد على سياسة القيام بالعمل وحسب (Just Do it)، استطاع الاحتياطي الفدرالي أن يخفض معدل التضخم ليتراوح بين 2% و 3% سنوات 1990، بعدما شهد معدلات عشرية (double digit) سنوات 1980، وتمثلت تدخلاته المسبقة أساساً في رفع أسعار الفائدة، كإجراء احترازي، حتى في ظل معدلات تضخم منخفضة.

¹. Jadranka Djurović-Todorović, Marina Djordjević, "Experiences with Different monetary Strategies," *Economics and Organization* 4, No. 01 (May 2007): 36. <http://facta.junis.ni.ac.rs/eao/eao200701/eao200701-04.pdf>

** ولد Alan Greenspan في 6 مارس 1926 بنيويورك، وتقلد منصب رئيس مجلس الاحتياطي الفدرالي الأمريكي سابقاً (تولى قيادة مجلس إدارته منذ سنة 1987 إلى غاية 2006).

². Mishkin, "International Experiences," 29.

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

أسعار الفائدة، وأزمة السيولة الناتجة عن زيادة الطلب على الأرصدة النقدية.¹ وأتت عملية التسييل التي يقوم بها البنك المركزي مع مستهل تطبيق البرنامج من أجل تغطية الجانب السلبي للبرنامج المرتكز على النقد، وقد تكون في صورة شراء سندات أو أذونات الخزينة، أو عن طريق الإقراض المباشر للحكومة أو النظام البنكي.

وعلى الرغم من أن هذا البرنامج نظريا يشبه نظيره المرتكز على النقد، إلا أنه عمليا لا يختلف كثيرا عن البرنامج المرتكز على سعر الصرف، ولكن ذلك مع بداية تطبيقه فقط، لأن موجة التنضيق (التسييل) الأولية والوحيدة تؤدي إلى إحداث طفرة ازدهار أولية على مستوى استهلاك السلع المحلية لانخفاض أسعار الفائدة، وإن لم يؤد التخلي عن برنامج الاستقرار المصحوب بالتنضيق الأولي إلى أسعار فائدة مرتفعة والدخول في مرحلة الركود، فسيتمثل مع نظيره المرتكز على النقد، ولكن في نهاية تطبيقه فقط.² وكان عملية التنضيق الأولية أدرجت من أجل خلق برنامج يتوسط البرنامجين السابقين، يأخذ من محاسنها وي طرح الجانب السيئ منها، ولكن ذلك يبقى نسبيا، لأنه مرتبط بدرجة ووعي ثم استجابة المتعاملين الاقتصاديين لتلك العملية برمتها.

إن تطبيق البرنامج على النحو المين سابقا يخلق مشكل مصداقية لدى متبعي الشأن النقدي بشكل خاص، فالشروع في محاربة التضخم بعد الإعلان عن برنامج مرتكز على النقد، وفي نفس الوقت يصاحبه موجة تنضيق أولية، قد ترى على أنها عملية متناقضة نوعا ما، أو قد تفهم على نحو خاطئ؛ كعودة الحكومة إلى الممارسات التقليدية الخاصة بالاعتماد على الإصدار النقدي الجديد (*seigniorage*)³ لسد عجزها، أو ما يصطلح عليه بالتمويل التضخمي، وفي ظل هذه الظروف فإن إقناع المتعاملين الاقتصاديين سيكون صعبا للغاية، لأن الهدف المراد تحقيقه من وراء تبني البرنامج يتناقض تماما مع الإجراء المتخذ في بدايته، وقد يتعدى الأمر إلى حدوث أزمة ثقة تتجاوز آثارها الجانب النقدي.

¹. Martin Uribe, "Comparing the Welfare Costs and the Initial Dynamics of Alternative Temporary Stabilization Policies," International Finance Discussion Papers, No. 539 (February 1996): 15.

<http://EconPapers.repec.org/RePEc:fip:fedgif:539>

². Ibid., 16.

³. A. Javier Hamann, Andrés Arias and Lei Zhang, "Monetary and Exchange Rate Dynamics During Disinflation: An Empirical Analysis," IMF Working Paper, No. 05/33 (February 2005): 04.

(DOI): <http://dx.doi.org/10.5089/9781451860528.001>

3- مناهج استهداف التضخم الهجينة (Hybrid):

وصفت هذه المناهج بالهجينة لأنها تُزاج بين استهداف كل من التضخم وسعر الصرف، سواء كان هذا الأخير بشكل صريح أو ضمني، وتفصيل ذلك مبين في العناصر الآتية:¹

3-1. المنهج البسيط (التقليدي) لاستهداف التضخم (Plain vanilla):

لدى الدول ذات الاقتصاد المتقدم (تتبع نظام صرف عائم)، والتي تعمل على التعديل في أسعار الفائدة لتتماشى ومعدل التضخم المستهدف، كإجراء تنفادي من خلاله الانحراف غير المرغوب فيه على مستوى برنامج الاستهداف، بالإضافة إلى أخذ فجوة الإنتاج بعين الاعتبار. والجدير بالذكر أن تحركات أسعار الصرف لا تُهمل، غير أن التعديلات المسخرة لها تكون بشكل ضمني، أي أن الوزن المخصص لمعدل التضخم يكون الأعلى ضمن وظيفة رد فعل سعر الفائدة، يليه الوزن الخاص بالجانب الحقيقي، ثم المتعلق بسعر الصرف على نحو ضئيل وغير مباشر (ضمني).

3-2. منهج الاقتصاد المفتوح لاستهداف التضخم (Open economy):

جانب عملية استهداف التضخم، فإن سعر الصرف يؤخذ في الحسبان بشكل صريح لا ضمني، وقد يتساوى وزنه مع الوزن الخاص بالجانب الحقيقي ضمن وظيفة ردة الفعل لسعر الفائدة، غير أن ذلك لا يرتقي إلى مفهوم استهداف سعر الصرف، لأنه مجرد تهديب للتذبذبات الطرفية، وهذا المنهج غالباً ما تتبعه الاقتصادات الناشئة التي غالباً ما تكون متخوفة من ترك عملتها تتحدد في السوق بشكل حر.

3-3. منهج استهداف التضخم القائم على سعر الصرف:

يتميز هذا المنهج بالأداة التشغيلية التي يعتمد عليها البنك المركزي من أجل استهداف التضخم، والمتمثل في سعر الصرف، وذلك بخلاف المنهجين السابقين اللذين اعتمدا على سعر الفائدة، وتضمن هذا الأخير من أجل التأثير على تغيرات سعر الصرف في الآجال القصيرة هو الوجه المعبر عن صفة الازدواج في هذا المنهج كذلك.

على الرغم من التباين الواضح بين المناهج الثلاث، خصوصاً فيما يتعلق بمكانة سعر الصرف المخصصة ضمن اعتبارات سعر الفائدة، إلا أنها لم تختلف حول أولوية استقرار معدل التضخم حول المستوى

¹. Carlos J. Garcia, Jorge E. Restrepo and Scott Roger, "How much should inflation targeters care about the exchange rate?," *Journal of International Money and Finance* 30, No. 07 (November 2011) 1597-1599 (DOI): <http://dx.doi.org/10.1016/j.jimonfin.2011.06.017>

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

المستهدف منه، كما أن التعديل الذي يمكن أن يُتخذ على مستوى أسعار الصرف وسعر الفائدة أو حتى على مستوى الجانب الحقيقي، يجب أن يتماشى مع سياسة الاستهداف، وإلا فلا يمكن أن توصف بذلك.

قد تختلف النتائج المنبثقة عن برامج الاستقرار التي تم انتهاجها حتى الآن، ومرجع ذلك بشكل أساسي إلى المرتكزات القائمة عليها، ولكن هذا لا يعني أن يتم إغفال تباين الظروف الاقتصادية التي في ظلها تم تبني تلك البرامج، فهي تلعب دورا كبيرا في اختلاف نتائجها، بالإضافة إلى كفاءة البنك المركزي في إدارة الشؤون النقدية في مثل تلك الظروف.

المبحث الثالث: الاستقرار النقدي في ظل الثلاثية المستحيلة بالتزامن وممارسة سياسة التعقيم

قد تنتفي استحالة التنسيق الآني بين أضلاع الثلاثية المستحيل وتصبح ممكنة في ظل ظروف معينة ولكن ذلك يتطلب تطبيق سياسة تعقيمية فعالة تستطيع تخييد آثار التدخل المسبق في سوق الصرف على الاستقرار في الأساس النقدي، ولكن التخلي عن السياسة في ظل التوجه الصريح نحو الاندماج المالي العالمي قد يختصر عملية التنسيق بين أمرين لا ثالث لهما، وتصبح محاولة تحقيق الاستقرار على المستوى النقدي من الصعوبة بمكان.

المطلب الأول: المنطق المفروض للثلاثية المستحيلة (*trilemma*)*

يعود فضل استحداث النظرية إلى الاقتصادي *Mundell* سنة 1963، وأُعتبرت كمرجعية أساسية لتفسير الأزمات التي عصفت بمسيرة النظام النقدي الدولي منذ تأسيسه سنة (1870) إلى يومنا هذا، كما أنها تعتبر معيارا لكل دولة من أجل اختيار التوليفة المناسبة لسياستها على المستوى الاقتصادي الكلي. وتنص النظرية على استحالة تحقيق المتزامن لكل من: أسعار صرف ثابتة، استقلالية نقدية وحرية تامة لتنقل رؤوس الأموال (الانفتاح المالي)¹، لأن محاولة تحقيق الاختيارات الثلاثة في نفس الوقت، ينتج عنه تضارب بين السياسات الاقتصادية الكلية، وفي ظل هذا الطرف يصبح وقوع الأزمة ما هو إلا تحصيل حاصل، وعليه يجب التضحية بأحدهما في سبيل الحفاظ على الخيارين الآخرين.

* الثلاثية المستحيلة (*Trilemma*) وهو مصطلح برز في القرن السابع عشر. ووفقاً لقاموس الأكسفورد الإنكليزي يصف حالة شخص يواجه الاختيار بين ثلاثة أمور لكل منها مشاكل لا مفر منها. أما في مجال المالية الدولية فهي تصف استحالة صناعة سياسة اقتصادية بتوفيق آني بين استقرار أسعار الصرف واستقلال السياسة النقدية في ظل الانفتاح المالي. وقد يصطلح عليها كذلك بالثلاثي غير المقدس (*unholy trilogy*).

¹. Dilip K. Das, *Financial Globalization Growth, Integration, Innovation and Crisis* (United Kingdom: Palgrave Macmillan, 2010), 74.

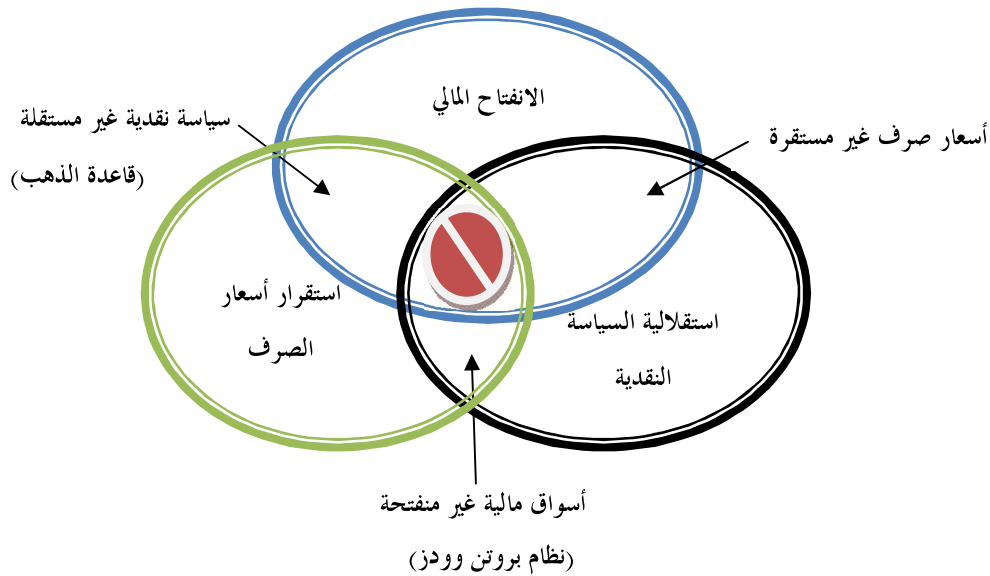
(DOI): <http://dx.doi.org/10.1057/9780230289949>

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

1- المظهر الموحد للثلاثية المستحيلة (1870-1971):

خلال هذه الحقبة من الزمن، عرف النظام النقدي الدولي شكلين: أولهما تمثل في قاعدة الذهب (gold standard) (1870-1914)*، وثانيهما في نظام بروتن وودز (Bretton Woods) (1945-71)، هذا الأخير اختلف فيه الاتجاه المتخذ بخصوص الثلاثية المستحيلة عن النظام الذي سبقه، غير أن الاتجاه المذكور كان بشكل موحد كل حسب فترته، أي لم يكن هناك تباين حصل خلال نفس المدة الخاصة بسيرورة أحد النظامين. وبالعودة إلى الخلفية التاريخية لنظام قاعدة الذهب، نجده قد فضل ثبات أسعار الصرف وحرية تنقل رؤوس الأموال على حساب الاستقلالية النقدية، وقد خالفه في ذلك نظام بروتن وودز الذي اختار الاستقلالية النقدية على حساب الانفتاح المالي في ظل ثبات أسعار الصرف¹، ولتوضيح ما سبق يمكن الاستعانة بالرسم الموالي:

الشكل (2-5): الإطار العام للثلاثية المستحيلة



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على

Source: Dilip K. Das, *Financial Globalization Growth, Integration, Innovation and Crisis*, (United Kingdom: Palgrave Macmillan, 2010), 74-76.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.1057/9780230289949>

* فيما يخص الفترة (1915-1944) فقد تميزت بفضى نقدية وجيوسياسية عالمية، فبعد نشوب الحرب العالمية الأولى (1914-1918)، بالإضافة إلى تدهور الوضع الاقتصادي البريطاني باعتباره المحور الأساسي لنظام قاعدة الذهب، أدى ذلك إلى التخلي عن هذه الأخيرة والاتجاه نحو نظام الصرف بالذهب، أي عدم وجود ارتباط مباشر للعملة بالذهب إلا ما تم تحديده في مؤتمر جنوة (1922)، وعلى الرغم من الرجوع المؤقت إلى قاعدة الذهب سنوات 1925، إلا أن ذلك لم يدم طويلاً خصوصاً بعد إعلان إنجلترا لتخليها عن قابلية تحويل الجنيه الإسترليني إلى ذهب، وتبعها في ذلك العديد من الدول. كل هذه الأحداث مهدت إلى ميلاد قاعدة الدولار المتمثلة في نظام بروتن وودز.

¹ Ibid., 75-76.

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

بالنظر إلى الرسم الموضح أعلاه، يمكن وضع نظام قاعدة الذهب في الركن الخاص بثبات سعر الصرف والمصاحب للانفتاح المالي التام في ظل غياب كامل لمفهوم استقلالية السياسة النقدية، أما فيما يخص نظام بروتن وودز فقد تم وضعه في الركن المقيد، بشكل كلي، لحركة رؤوس الأموال، وذلك من أجل الاستفادة من مزايا استقلالية السياسة النقدية وثبات أسعار صرف العملة. والملاحظ بخصوص النظامين السابقين، أنهما يعتبران نظام الصرف الثابت أمراً غاية في القدسية، ويصعب التراجع عنه أو تعديله إلا في الحالات غير العادية، ولذلك نجد الركن المشترك بين النظامين.

2- تباين المظاهر المتبناة للثلاثية المستحيلة (بعد 1971):

بعد سقوط نظام بروتن وودز (قاعدة الدولار) ظهر ما يعرف بالاتجاه نحو التعويم، هذا الأخير كان في الغالب بشكل تدريجي مروراً بالأنظمة الوسيطة، فتباينت بذلك أنظمة الصرف المتبعة على المستوى الدولي، ولقد انبثق عن الاتجاه السابق عدة آراء منها على سبيل الذكر ما أتى في دراسة *Stanley Fischer*¹ الداعمة لنظرية "الثنائية القطبية (*Bi-polar*)" أو ما يعرف بـ "تجوير (تفريغ) الوسط (*hollowing-out*)" القائمة على الأساس النظري للثلاثية المستحيلة، حيث يبين من خلالها أن أنظمة الصرف تتجه نحو قطبين لا غير، إما الربط الجامد التام أو التعويم الحر، وعلى هذا الأساس، ومن أجل التكيف مع المنطق الذي تفرضه الثلاثية، يجب التضحية باستقلالية السياسة النقدية (لصالح ثبات أسعار الصرف) أو تعويم العملة (من أجل استقلالية السياسة النقدية)، وذلك في ظل حقيقة الاتجاه نحو الاندماج المالي العالمي.

غير أن نتائج الدراسة التي قام بها الاقتصاديان *Calvo&Reinhart*² أدت إلى طرح العديد من التساؤلات بخصوص مدى مصداقية ومطابقة نظرية تفريغ الوسط للواقع، خصوصاً وأن البيانات المعتمد عليها في دراسة *Fischer* هي بيانات وصفية مأخوذة عن تصنيفات صندوق النقد الدولي، بناءً على التصريح الرسمي المسبق من طرف الدول المعنية، وهي بيانات لا تعبر عن حقيقة النظام المتبع. وخُص

¹. للاطلاع أكثر على الموضوع:

Stanley Fischer, "Exchange Rate Regimes : is the Bipolar View Correct ?," *Journal of Economic Perspectives* 15, No. 2 (Spring 2001): 3-24, (DOI): <http://dx.doi.org/10.1257/jep.15.2.3>

². للاطلاع أكثر على الموضوع:

Guillermo A. Calvo and Carmen M. Reinhart, "Fear of Floating," NBER Working Paper, No. 7993 (November 2000). (DOI): <http://dx.doi.org/10.3386/w7993>

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

المؤلفان إلى أن معظم الأنظمة المتبعة فعلا هي عكس المصرح بها تماما، خاصة إذا تعلق الأمر بالدول النامية وأطلقا على هذه الظاهرة اسم "الخوف من التعويم (*fear of floating*)"، وذلك راجع إلى الخوف أو التحفظ بشأن ترك العملة فعليا عائمة، وما ينجر عنها من انعكاسات وخيمة خاصة في حالة انخفاضها (ارتفاع قائم الدين الخارجي)*، ويتم التصريح بشكل مزيف لتفادي الضغوط المفروضة على تلك الدول من طرف صندوق النقد الدولي الذي يبحثها في كل مرة على تعويم عملاتها. وعلى هذا الأساس فإن التوجه نحو القطبين عمليا في الفترة التي تلت انهيار نظام بروتن وودز هو صحيح ولكن بشكل نسبي، وقد يقتصر إلا على الدول المتقدمة التي تستطيع استيعاب التذبذبات الحاصلة في أسعار صرفها إن كانت معومة، أو التي اتجهت لأن تكون طرفا ضمن كتلة كالاتحاد النقدي الأوروبي (اليورو).

إن كل ما سبق يطرح إشكال تموقع الدول النامية ذات الأسواق الصاعدة ضمن الإطار المحدد للثلاثية المستحيلة، فإذا كانت لا تشتغل في ظل أحد الركبتين الجامد أو المعوم، هل وجدت لنفسها ركنا آخر غاب عن التأسيس النظري للثلاثية؟ إن كانت الإجابة بنعم، ما الذي دعم خروجها عن القاعدة العامة للنظرية بالرغم من أن الأمر عسير حتى على الدول المتقدمة؟.

في دراسة قدمها *Aizenman* وآخرون¹ خلال الفترة (1970-2006)، شملت 179 دولة تم تقسيمها إلى أربع مجموعات رئيسية وهي، الدول المتقدمة (الصناعية)، الدول المتقدمة غير المنظمة لمنطقة اليورو، الدول النامية ذات الأسواق الصاعدة والدول النامية ذات الأسواق غير الصاعدة، تم من خلالها الإجابة عن التساؤلات السابقة بعد تقدير المؤشرات الثلاث للثلاثية المستحيلة*، ثم إسقاطها على الشكل الماسي (المخروطي) ذو البعد الرابع الخاص بالاحتياطات الرسمية، لمعرفة تموقع كل مجموعة ضمن الإطار العام للثلاثية، وذلك كما هو مبين في الشكل التالي:

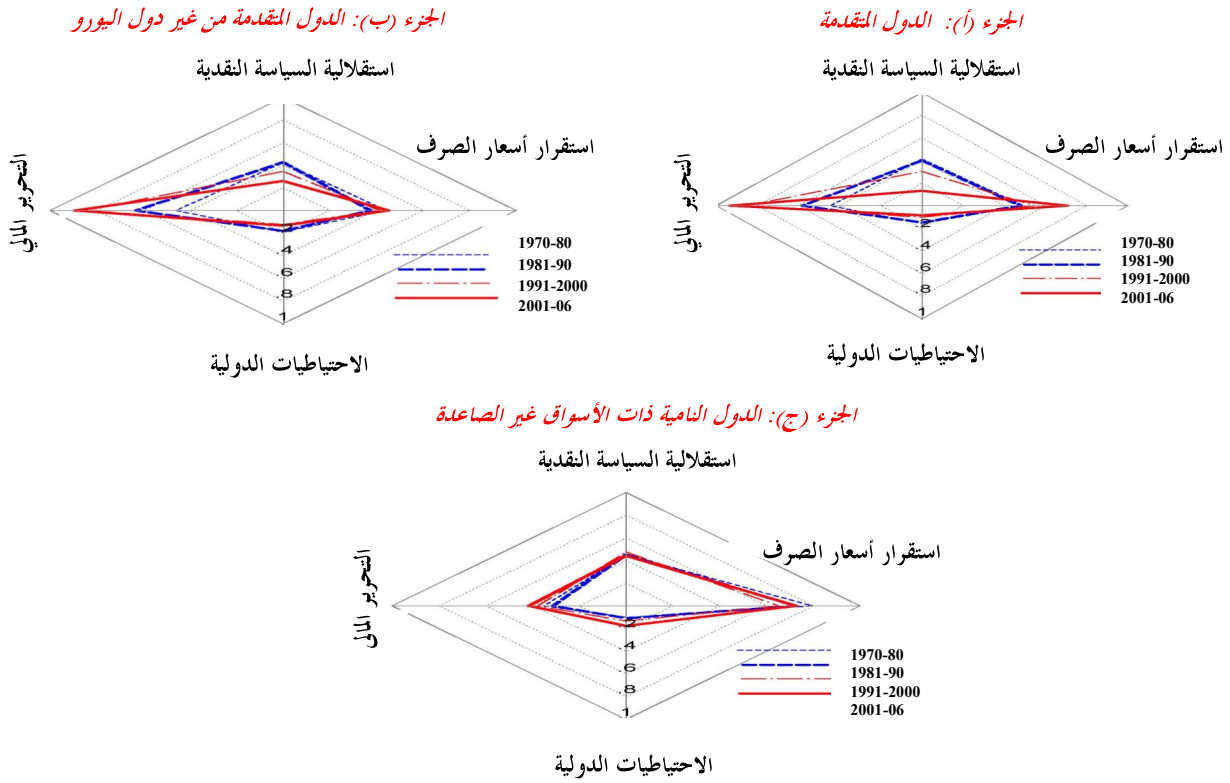
* ومن الأسباب الرئيسية الأخرى التي استند عليها المؤلفان لتفسير ظاهرة الخوف من التعويم هي نقص مصداقية السياسة النقدية الناتجة عن تذبذب أسعار الفائدة الذي قد يؤدي بالبنك المركزي إلى لعب دور المقرض الأخير، أو فقدان حصة معتبرة من احتياطاته الرسمية بعد التسبب في موجة تقلبات واسعة على مستوى أسعار الصرف، والتي حتما ستهدد استقرار النظام المالي خصوصا بعد زيادة حجم مديونية الأعوان المحليين نحو الخارج.

¹ Joshua Aizenman, Menzie D. Chinn and Hiro Ito, "Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma's Configurations over Time," NBER Working Paper, No. 14533 (December 2008). (DOI): <http://dx.doi.org/10.3386/w14533>

** في هذه الدراسة تم حساب المؤشرات الدالة على الأركان الثلاث والمتمثلة في استقلالية السياسة النقدية (تقدير علاقة الارتباط بين سعر الفائدة المحلي والأجنبي للبلد الأساس)، استقرار أسعار الصرف (الاخفاف المعياري الشهري لسعر الصرف)، والانفتاح المالي (مؤشر الانفتاح المالي لـ Chinn-Ito)، بالإضافة إلى تقدير حجم الاحتياطات الدولية، ثم بعد ذلك تم إسقاطها على الشكل المخروطي لمعرفة تموقع كل فئة داخل الشكل. ومن المهم الإشارة إلى أن المؤشر المؤسس في هذه الدراسة ينحصر بين القيمتين (0، 1)، وكلما كان اتجاهه نحو الواحد كلما تعاضمت دلالة الركن المتجه إليه.

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

الشكل (2-6): تموقع عينات من الدول ضمن الإطار العام للثلاثية المستحيلة



Source: Joshua Aizenman, Menzie D. Chinn and Hiro Ito, "Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma's Configurations over Time," NBER Working Paper, No. 14533 (December 2008): 65.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.3386/w14533>

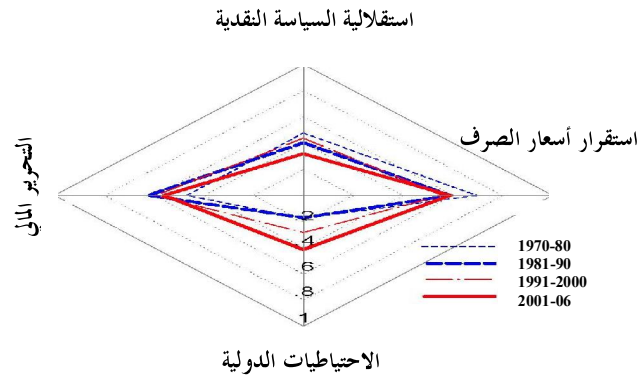
يتضح من الرسم أعلاه، أن الدول المتقدمة (الجزء-أ-) جملةً توجّهت، وبشكل صريح، نحو الانفتاح المالي بوتيرة متسارعة منذ بداية سنوات 1980، صاحبها في ذلك مستويات جد متدنية للاحتياطيات الدولية وشبه ثابتة، قُدرت بحوالي 4% (نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي) طيلة الفترة (1980-2006)، غير أنّها تباينت في اختيار الركن الآخر، فبالنسبة إلى دول منطقة اليورو التي أثرت على اتجاه تلك الدول بالانحراف نحو الأطراف -الموضح في الفترة (2006-2001) لنفس الجزء من الشكل-، بعد أن فضلت الاستقرار في أسعار صرفها على حساب استقلال سياساتها النقدية، غير أن الدول المتقدمة الأخرى كان لها رأي آخر، فبعد عزل الأثر الذي أحدثته دول منطقة اليورو (الجزء -ب-)، تبين أن توجهها كان نحو التعويم، غير أن هذا الأخير بقي بشكل نسبي، ويتضح ذلك جلياً من خلال تراجع عنصر استقلال السياسة النقدية إذا ما قورنت الفترة (2006-1991) بالفترة التي سبقتها (1971-1990)، ولهذا فالعديد من

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

التساؤلات تُطرح بخصوص واقعية نظام التعويم الحر المطلق، حتى وإن تعلق الأمر بالدول المتقدمة التي تصرح على أنها تتبنى هذا الاتجاه. أما بالنسبة للدول النامية ذات الأسواق غير الصاعدة (الدول الإفريقية وبعض من دول آسيا وأمريكا اللاتينية) فإتجاهها نحو التحرير المالي كان جد محتشم، ولهذا فاختيارها تجسد في ركني استقلالية السياسة النقدية والاستقرار في أسعار صرفها كما هو مبين في الجزء ج-.

إلى حد الآن، وحسب توصيف الحالات السابقة، فلا يوجد خروج عن الإطار العام المحدد لنظرية الثلاثية المستحيلة، أي وجوب اختيار ركنين فقط من أصل ثلاثة. غير أن الدول النامية ذات الأسواق الصاعدة* وجدت لنفسها حلا استثنائيا، استطاعت من خلاله أن تتخذ موقعا وسطا مكنها من التوفيق النسبي لجميع أركان الثلاثية وفي نفس الوقت، ولقد ساعدها في ذلك الحجم الهائل لاحتياطياتها الدولية الذي بلغ سنة 2006 ما يقارب 27% (نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي) بعدما كان في حدود 5% سنة 1980، ولتوضيح مدى أهمية العنصر الأخير، أقدم المؤلفون على استئصال الدول النامية ذات الأسواق الصاعدة الخاصة بالقارة الآسيوية بشكل منفرد، باعتبارها الحائز الأكبر على الاحتياطيات الدولية ليس في المجموعة الخاصة بها فقط، وإنما على المستوى الدولي كذلك، فكان الشكل الخاص بها كما يلي:

الشكل (2-7) تموقع الدول الآسيوية ذات الأسواق الصاعدة ضمن الإطار العام للثلاثية المستحيلة



Source: Ibid., 66.

من الرسم الموضح أعلاه، يتضح التموقع الوسطي للدول الآسيوية المعنية، وهو تمركز متقارب أكثر إذا ما قورن بالمجموعة ككل، وما كان هذا ليحدث لولا حيازتهم على أحجام هائلة من الاحتياطيات الدولية**

* وتمثلت في الاقتصادات الصاعدة لقرن آسيا (الصين، هونغ كونغ، اندونيسيا، كوريا، ماليزيا، الفلبين، سنغافورة، تاوان وتايلاند) وأمريكا اللاتينية (الأرجنتين، البرازيل، التشيلي، كولومبيا، الإكوادور، ترينيداد وتوباغو، جاميكا، المكسيك، البيرو وفنزويلا).

** كما أن المؤلفون قد توصلوا إلى نتيجة مفادها، أن تلك العينة من الدول تستعمل احتياطياتها الرسمية من أجل عزل آثار التموقع الوسطي على الناتج المحلي وما قد يحدثه ذلك من تقلبات، ولقد تراوحت نسبة الحيازة المقدرة التي تخول ذلك بين 19 و 22 كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وهو ما يفسر، ولو بشكل جزئي، الرغبة المتزايدة في حيازة الاحتياطيات الرسمية للدول المعنية.

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

التي ارتفعت نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي من 5% إلى 37% على امتداد الفترة (1980-2006)، حيث تفردت دولة الصين وحدها بنسبة بلغت نهاية نفس الفترة 41% بعدما لم تتعدى 1% في بدايتها، وبذلك استطاعت هذه الدول أن ترخي أركان الثلاثية، وتتصدى لمنطقها المفروض (*Leaning against the Trilemma*) بعد توفيقها الآبي ولو بشكل نسبي لتلك الأركان.

ولقد كشف كل من *Ito&Aizenman*¹ في دراسة مدعمة لدراستهما السابقة، عن أسباب تموقع الدول النامية ذات الأسواق الصاعدة بتلك الكيفية، وفسرا تزامن ذلك مع التراكم غير المسبوق للاحتياطات الدولية. فبعد أن بينا إمكانية تجاوز التوليفات الثلاث الكلاسيكية للثلاثية المستحيلة، وتحقيق عدد لا نهائي منها إذا ما تم تبني الحلول الوسطى النسبية، قاما بحساب المؤشر النسبي لانحراف السياسة على امتداد الأركان الثلاث (*relative policy divergence*)، ثم تقدير مدى احتمال استحلاب أو حدوث الأزمات جراء ذلك الانحراف المعبر عن توليفة ما داخل الإطار العام للثلاثية، مع مقارنة ذلك في ظل وجود الاحتياطات الدولية من عدمه.

وأهم ما توصل إليه الاقتصاديان، أن الدول المتقدمة سواء المنظمة إلى منطقة اليورو أو غيرها، كانت على درجة عالية من الانحراف نحو الأطراف، وذلك بعد اختيارها أحد الركبين (الثابت أو المعوم) في ظل اشتراكها في الركن الآخر (الانفتاح المالي التام)، وعلى هذا الأساس، وحسب نتائج المؤلفين، يقل احتمال تعرضهم لأزمة العملة أو نظيرتها البنكية أو الأزميتين مجتمعتين، مع التحفظ بخصوص أزمة المديونية (أزمة اليورو كمثال). أما بالنسبة للدول ذات الأسواق الصاعدة فتقاربت نحو الوسط (*middle-ground*) *(convergence)*؛ أي أن درجة انفراجها نحو الأطراف كانت طفيفة، ولقد اختارت هذا التوقع بغية تفادي الآثار السلبية للحلول الطرفية المنعكسة على اقتصاداتها الفتية، باعتبارها حديثة عهد بالعملة ولا تملك قوة تصدي كتلك التي تملكها البلدان المتقدمة، غير أن تمركزها بهذا الشكل يزيد من احتمال تعرضها إلى أزميتي الدين والعملة وكذلك الأزمات البنكية، لكن حيازتها على أحجام معتبرة من الاحتياطات الدولية يقلل من ذلك الاحتمال، ويترك لها مجالاً للتحرك في الوسط بشكل مرن، مستحدثة لنفسها خياراً استثنائياً نسبياً يتعامل مع الأطراف الثلاث وفي نفس الوقت.

¹. Joshua Aizenman and Hiro Ito, "Living with the Trilemma Constraint: Relative Trilemma Policy Divergence, Crisis, and Output Losses for Developing Countries," NBER Working Paper, No. 19448 (September 2013).
(DOI): <http://dx.doi.org/10.3386/w19448>

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

بناء على ما سبق، يمكن الحكم على أن الدول النامية ذات الأسواق الصاعدة لم تحدث لنفسها ركنا آخر غاب عن التأسيس النظري للثلاثية المستحيلة، وإنما استطاعت أن تستحدث حلا نسبيا في مكان ما داخل الإطار العام للنظرية يختلف عن أركانها التقليدية، وبهذا الشكل تم إلغاء منطقتها المفروض، ولكن هذا لم يكن ليحدث لولا عملية الحيازة على أحجام معتبرة من الاحتياطات الدولية. إلا أن السؤال المطروح وغير المبين في الدراستين السابقتين هو: ما هو النهج المتبع الذي كفل للدول المعنية القدرة على إبطال منطق الثلاثية بعد الحيازة على الاحتياطات الدولية؟ وهل تلك القدرة مطلقة وتدوم إلى ما لانهاية؟

المطلب الثاني: التدخل المعقم والتعدي على منطق الثلاثية المستحيلة

قد تكون هناك فرصة من أجل التكيف داخل الإطار العام للثلاثية المستحيلة دون الخضوع لمنطقها المفروض، ولكن ذلك يتطلب تطبيق سياسة تعقيمية تكون قادرة على تجميد أثر التدخل المسبق في سوق الصرف، مع أن الأمر قد يتيسر على البنك المركزي في حالة ولوج التدفقات، إلا أنه يتعسر في حالة خروجها.

1- آلية تفادي المنطق الملزم للثلاثية المستحيلة:

إن الدول النامية ذات الأسواق الصاعدة كانت محل اهتمام العديد من الدراسات الاقتصادية، التي تبحث عن الحقيقة القابعة وراء قدرتها على استحداث حل استثنائي مكنها من التمتع الواسع داخل الإطار العام للثلاثية المستحيلة، فتجسدت بذلك إمكانية التوفيق الآتي ولو بشكل نسبي بين أسعار صرف مستقرة، استقلالية السياسة النقدية والتحرر المالي، وبهذا الشكل تمكنت من التعدي على المنطق الملزم للنظرية. وقد لوحظ أن هذا التوجه لم يحدث إلا بعد الأزمة التي عصفت بتلك العينة من الدول في منتصف وأواخر سنوات 1990 (أزمة جنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية)، أما عن الأمر الذي ساعدها على التكيف مع هكذا تمركز، تمثل في السعي وراء حيازة أحجام معتبرة من الاحتياطات الدولية، بالإضافة إلى الأهم وهو ممارسة سياسة التعقيم النقدي¹.

وبخصوص الجانب التفصيلي لآلية التوفيق بين أضلاع الثلاثية المستحيلة، يتم من خلال تحليل آلية "التدخل المعقم *Sterilized intervention*" المطبق على مرحلتين: الأولى؛ تكون على مستوى سوق

¹. Aizenman and Glick, "Sterilization, Monetary Policy," 05

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

الصرف، عن طريق تدخل البنك المركزي وشراء فائض عرض العملة الأجنبية، متفاديا بذلك تامين قيمة العملة المحلية بعد زيادة الطلب عليها، فيضطر إلى إجراء إصدار نقدي جديد من أجل تمويل عملية الشراء فينتج عن ذلك زيادة في المعروض النقدي ومن ثم حتمية انخفاض أسعار الفائدة إلى مستويات أدنى. أما الخطوة الثانية؛ فتمثل في تدخل البنك المركزي على مستوى السوق النقدية من أجل تعقيم الأثر الناتج عن تدخله المسبق في سوق الصرف (زيادة المعروض النقدي وانخفاض أسعار الفائدة في الخطوة الأولى)، فيعمد إلى بيع أصول محلية* من أجل امتصاص الحجم الفائض من المعروض النقدي، وبهذا الشكل تتجه أسعار الفائدة نحو الارتفاع وقد تعود إلى مستواها الأولي،¹ ويعتمد هذا الأخير على درجة ممارسة سياسة التعقيم النقدي، فإن كانت جزئية فسعر الفائدة سيرتفع ولكنه لن يرجع إلى مستواه الأصلي، لأن الحجم الممتص من السيولة في الخطوة الثانية أقل من المصدر في الخطوة الأولى، وحتى إن عادت أسعار الفائدة إلى مستواها الأولي، فإن هذا لا يعني بالضرورة تقلص المعروض النقدي لنفس مستواه السابق، فقد يتطلب ذلك سعر فائدة أعلى نزولا عند رغبة الأطراف المستثمرة في السندات التعقيمية، وعليه فالبنك المركزي يكون مسؤولا على تحديد التوليفة المثلى بين الحجم الذي يجب استرجاعه من السيولة و المستوى المرغوب فيه لأسعار الفائدة، وذلك من أجل تفادي البوادر التضخمية في النهاية.

عموما، يعد التدخل المعقم الآلية التي تمنح للبنك المركزي القدرة على تحقيق الاستقرار النقدي بوجهيه في ظل الانفتاح على الأسواق المالية العالمية، فالخطوة الأولى مكنته من التحكم في استقرار العملة بعد تحديد قيمتها في سوق الصرف، أما الخطوة الثانية استطاع بموجبها أن يوجه سعر الفائدة لأهدافه المحلية فقط (كبح البوادر التضخمية)، أي إدارة السياسة النقدية بوجه مستقل تماما، ودون أي التزام مفروض عليها من قبل نظام الصرف المتبع (كتخفيض سعر الفائدة لتفادي ارتفاع قيمة العملة). وعلى هذا الأساس، يكون البنك المركزي قد تمكن من التوفيق الآتي بين استقلالية السياسة النقدية، استقرار أسعار الصرف والانفتاح المالي، وبذلك يكون التدخل المعقم قد استطاع التعدي على المنطق المفروض من قبل الثلاثية المستحيلة.

وتجدر الإشارة إلى أن الطرح التحليلي السابق لآلية التدخل المعقم يسوده شيء من الغموض، خصوصا إذا تعلق الأمر بقدرة السوق النقدي على استيعاب الآثار الناجمة عن التدخل المسبق في سوق الصرف

* يجب أن لا تكون الأصول المحلية بديلا كاملا للأصول الأجنبية، وإلا فلن يكون هناك أثر يذكر، ولهذا فإن رفع أسعار الفائدة على الأصول المحلية أمر حتمي من أجل تحقيق الأثر المرغوب فيه، خصوصا إذا كان المستثمرون ذو مرونة (حساسية) عالية لعنصر المخاطرة.

¹. Christopher Kubelec, "Macroeconomic Policy and Stability in International Financial Markets," (PhD diss., University of Warwick, 2005), 63.

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

فالإصدار النقدي الجديد من أجل تمويل عمليات الشراء، قد يؤدي مستقبلا إلى إحداث معدلات تضخم لا يمكن تجنبها، خاصة إذا تميزت التدفقات الداخلة بكم كبير الحجم وتواتر الدخول، ثم إن انعكاس اتجاه هذه الأخيرة (خروج رؤوس الأموال) ينجم عنه بداية استنزاف الاحتياطيات الدولية، بعد محاولة الدفاع عن قيمة العملة المتجهة نحو الانخفاض، ويتحدد ذلك بمدى الضغط المفروض على العملة، ورغبة السلطات النقدية في تحييد ذلك الأثر. وعليه، فهناك موجبات أخرى تتحكم من جهة في قدرة التدخل المعقم على التوفيق الآني لأضلاع الثلاثية المستحيلة، ومن جهة أخرى تُحدد المدى الزمني الذي يتم فيه ذلك.

2- شرطي التوفيق الآني بين أركان الثلاثية المستحيلة:

بعد الحوادث التي عايشتها الدول النامية ذات الأسواق الصاعدة، اتضح أن التسليم المطلق بصلاحيته الثلاثية المستحيلة أمر يشوبه العديد من الإشكاليات، وتم انتقادها بالتركيز على نقطتين جوهريتين تمثلتا فيما يلي:

- الانتقاد الأول يخص *Bofinger*¹، وقد وضح من خلاله أن تحليل الاقتصادي *Mundell* اقتصر فقط على ركبي أنظمة الصرف، الثابت المطلق والمعوم الحر، متجاهلا بذلك الأنظمة الوسيطة وبالضبط التعويم الموجه (المدار)؛ الذي لا يشبه النظام الثابت لأنه مستهدف داخل نطاق معين ودون تحديد مسبق للمسار ولا يشبه كذلك التعويم الحر لأن قوى السوق (العرض والطلب على العملة) لا تحدده بشكل مطلق، وإنما يتدخل البنك المركزي وقت الحاجة من أجل الحفاظ عليه داخل النطاق المستهدف، أي أن قوى السوق هي المسؤولة على تحديد مسار قيمة العملة (ارتفاعا وانخفاضا) ما لم تتخط حدود النطاق (وليس المسار) المرسوم لها مسبقا.

- أما الانتقاد الثاني فيخص الاقتصادي *Frenkel*²، حيث أشار إلى أن النظرية لم تناقش في ظل وجود فائض في عرض العملة الأجنبية (التدفقات الداخلة لرؤوس الأموال)، كما أن جل الأدبيات التي أسهمت في إثراء الموضوع بعد طرحه، تناولت مسألة استقلالية السياسة النقدية واستقرار أسعار الصرف في حالة عجز ميزان المدفوعات فقط (التدفقات الخارجة لرؤوس الأموال)، والحالتان ليستا متناظرتين تحليليا، وذلك لاختلاف السبب والنتيجة.

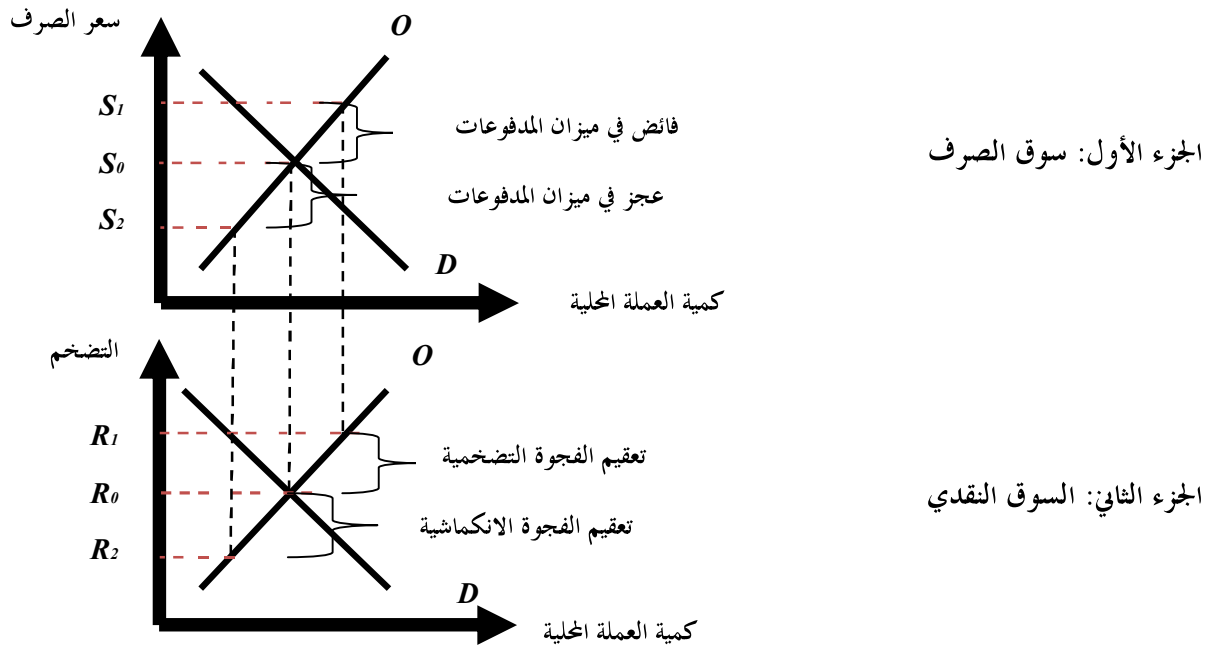
¹. Peter Bofinger and Timo Wollmershäuser, "Managed Floating: Understanding the New International Monetary Order," Würzburg Economic Papers, No. 30 (September 2001): 15
<http://EconPapers.repec.org/RePEc:zbw:wuewep:30>

². Roberto Frenkel, "The Sustainability of Monetary Sterilization," 30.

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

وعليه، فاستهداف سعر الصرف داخل نطاق معين، بالتزامن مع ممارسة سياسة تعقيم موجات تدفقات رؤوس الأموال الداخلة، هي الجزئية التي غابت عن التأسيس النظري للثلاثية المستحيلة، وهي نفسها الشروط التي وفرتها الدول النامية ذات الأسواق الصاعدة، من أجل تخصيص توقعها الواسطي داخل الثلاثية والتوفيق الآني لأضلاعها كما هو موضح سابقا، غير أن ذلك لن يدوم إلى ما لا نهاية، خصوصا إذا انعكس اتجاه التدفقات واتجهت نحو الخارج. ولتناول المسألة بأكثر تفصيل سيتم الاعتماد على الشكل الموالي:

الشكل (2-8): سيرورة آلية التدخل المعقم على مستوى السوقين (سوق الصرف والنقد)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على

Source: Christopher Kubelec, "Macroeconomic Policy and Stability in International Financial Markets," (PhD diss., University of Warwick, 2005), 63.

يوضح الشكل السابق آلية تدخل البنك المركزي على مستوى سوق الصرف والنقد معا، فعلى محور السينات (الأفقي) وضعت مستويات كمية النقد المحلي الممكن تواجدها في كلا السوقين، أما محور العيّنات (العمودي) فيعبر عن سعر صرف العملة المحلية* من وجهة نظر العملة الأجنبية في سوق الصرف ومستوى التضخم في السوق النقدي. ويتضح أن العلاقة عكسية بين المتغيرين إذا ما تعلق الأمر بمنحنى الطلب، وتناسبية فيما يخص منحني العرض.

* إن التسعيرة المعتمدة في الرسم هي تسعيرة اليقين (*cotation au certain*) بالنسبة للعملة المحلية؛ أي أن واحد وحدة من العملة المحلية يقابله كذا وحدة من العملة الأجنبية، وعلى أساس هذه التسعيرة فإن زيادة سعر صرف العملة المحلية يعني بالضرورة زيادة قيمتها ومن ثم ينقص الطلب عليها، كما أن زيادة عرض العملة الأجنبية هو الوجه المعبر عن زيادة الطلب على العملة المحلية المؤدي في النهاية إلى إحداث الفائض على مستوى ميزان المدفوعات.

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

بافتراض أن النقطة S_0 في الجزء الأول من الشكل تعبر عن الحد الأعلى والأدنى في نفس الوقت للنطاق المستهدف الخاص بنظام التعويم الموجه لسعر الصرف، وقوى السوق (العرض (O) والطلب (D)) هي المسؤولة على تحديده مادام داخل النطاق. فعند حدوث فائض في عرض العملة الأجنبية (على نحو يستطيع من خلاله إحداث فائض في ميزان المدفوعات) نتيجة لولوج التدفقات الرأسمالية، فإن قيمة العملة المحلية بعد زيادة الطلب عليها، سوف تشهد ارتفاعا يمكن تقديره بالفجوة $(S_1 - S_0)$ ، ومن أجل الحفاظ عليها داخل النطاق المستهدف، يتدخل البنك المركزي كخطوة أولى ويقوم بشراء ذلك الفائض (تراكم الاحتياطيات الدولية)، ممولا العملية بزيادة معروض النقدي المحلي، كما هو مبين في الجزء الثاني من الشكل، بانتقال مستوى العرض النقدي من النقطة R_0 إلى R_1 ، فيحدث ذلك فجوة تضخمية ترغم البنك المركزي - كخطوة ثانية - على تنشيط سياسة التعقيم، من أجل استرجاع السيولة الفائضة عن طريق رفع سعر الفائدة للسندات المحلية (أو أحد الأدوات التعقيمية السالفة الذكر)، وبهذه الكيفية يستطيع البنك المركزي أن يتجنب المنطق الملزم للثلاثية المستحيلة، بعد تحقيق استقرار نقدي داخلي وخارجي في نفس الوقت ومتزامن مع تحرير حركة رؤوس الأموال نحو الداخل.

أما بالنسبة إلى حالة انخفاض عرض العملة الأجنبية (على نحو يستطيع من خلاله إحداث عجز في ميزان المدفوعات) بعد حوادث التدفقات الخارجة، التي تتسبب في انخفاض قيمة العملة بشكل قد يخرجها عن النطاق المستهدف كما هو الحال عند النقطة S_2 ، فإن البنك المركزي يتدخل لاحتواء الفجوة $(S_2 - S_0)$ عن طريق زيادة عرض العملة الأجنبية في سوق الصرف، أي استنزاف الاحتياطيات الرسمية، وبعبارها أحد مقابلات الكتلة النقدية، فإن ذلك سينعكس على تراجع مستوى السيولة المحلية في السوق النقدي إلى النقطة R_2 ، فيتعين عليه التدخل مجددا وتعقيم حالة الانكماش، من خلال شراء الأوراق المالية أو التخفيف في متطلبات الاحتياط الإلزامي، من أجل تعويض العجز الحاصل في السيولة، وبذلك يلغي الفجوة الموجودة بين منحى العرض والطلب في كلا السوقين، محافظا في النهاية على قيمة العملة محليا وخارجا.

إن القدرة على مراوغة الثلاثية المستحيلة في حالة فائض عرض العملة الأجنبية تختلف كليا عن الحالة العكسية، لأن البنك المركزي في الحالة الأولى يستطيع عرض ما يشاء من العملة المحلية بغية الحفاظ على قيمتها من الارتفاع، أي بإمكانه الاستمرار في ذلك ما استمرت رغبته في حيازة الاحتياطيات الدولية بالإضافة إلى نجاحه في تحييد آثار العملية محليا (كبح التضخم)، أما في الحالة العكسية، فلن يستطيع عرض

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

ما يشاء من العملة الأجنبية لمنع تدهور قيمة العملة المحلية، لأنه مقيد بالمخزون المحدود* المكون عنده مسبقا ولهذا السبب فإن الاقتصادي *Fischer* يصف آلية التدخل المعقم على أنها نصف وسيلة (*half-instrument*)¹ وليست بالوسيلة الكاملة، وذلك لمحدودية فعاليتها في حالة خروج رؤوس الأموال (عجز ميزان المدفوعات). وعليه، فإن النجاح في التوفيق الآتي بين أضلاع الثلاثية المستحيلة يكون ممكنا في حالة دخول رؤوس الأموال فقط (فائض ميزان المدفوعات)، أما الحالة العكسية فهي محدودة جدا وما هي إلا مسألة وقت فقط، هذا إن رغبت السلطات النقدية في استنزاف كل أو جزء من تلك الاحتياطيات.

تبين من الطرح التحليلي السابق، أن الشرط الذي وفرته الدول النامية ذات الأسواق الصاعدة من أجل خلق حل استثنائي مكنها من التعدي على منطق الثلاثية بعد التوفيق الآتي النسبي لأطرافها، تمثل في عنصرين أساسيين، الأول وجود فائض في عرض العملة الأجنبية (فائض طلب على العملة المحلية)، والثاني هو القدرة على تعقيم أثر استهداف سعر صرف المدار ضمن نطاقه المرن في ظل تلك الظروف. ويبقى الإشكال في ديمومة تطبيق آلية التدخل المعقم في حال استمرار التدفقات الرأسمالية، وهي مرهونة بقدرة البنك المركزي على ممارسة سياسة التعقيم وتحمل تكلفة العملية، وقد يساعده في ذلك الوضع الاقتصادي إن كان يشهد معدلات نمو سريعة، والطلب على النقود يميل نحو الارتفاع بشكل ينحصر فيه تطور معدلات التضخم، فلا يضطر البنك المركزي للمفاضلة بين سياسة نقدية مستقلة واستقرار العملة في سوق الصرف. على عكس حالة خروج رؤوس الأموال التي تكون مرهونة بفترة استنزاف الاحتياطيات الدولية، وعادة تكون قصيرة، خصوصا إذا ما كانت المهجمات المضاربية ذات أحجام كبيرة وتواتر سريع، وقد سميت ظاهرة تزامن خروج رؤوس الأموال مع نزول الاحتياطيات الدولية تحت العتبة الحرجة بحالة "الخروج عن السيطرة *out-of-control*"²، وفي هذه الحالة، إن غلبت اعتبارات نظام الصرف على اعتبارات استقلالية السياسة النقدية (وهو الأقرب)، سوف يسخر البنك المركزي سعر الفائدة من أجل الدفاع عن قيمة العملة في سوق الصرف، وهنا تتآكل استقلالية السياسة النقدية، وإن كان العكس، فسوف يسمح باختيار قيمة العملة ويتحمل نتائج ذلك، وفي كلتا الحالتين فإن آلية التدخل المعقم لن تكون مجدية في ظل تلك الظروف

* حتى وإن تم الاقتراض من الخارج (سواء الاستعانة بصندوق النقدي أو غيره) فإن ذلك لن ينفي صفة المحدودية للاحتياطيات الدولية، كما أنه حل مؤقت خصوصا إذا تزامن ذلك مع كبر حجم وسرعة تنفيذ المهجمات المضاربية، وهذا بعد فرضية استطاعتها الحصول على ذلك القرض بالحجم وفي الوقت المناسب، بالإضافة إلى حرية تسييره واستهداف المستوى المرغوب فيه لقيمة العملة.

¹. Obstfeld, "Never Say Never," 671- 672.

². Bofinger and Wollmershäuser, "Managed Floating," 39.

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

وسيضطر البنك المركزي لاختيار أحدهما على حساب الآخر، وبهذا الشكل يكون قد خضع للمنطق المفروض من قبل للثلاثية المستحيلة.

وأخيرا وليس آخرا، فإن تطبيق سياسة التعقيم النقدي تزامنا وإتباع نظام التعويم الموجه، يكفلان للبنك المركزي القدرة على تحويل الثلاثية غير المتناسقة بشكل مطلق، إلى ثلاثية متناسقة بشكل نسبي شرط أن تقترن رغبته المتزايدة في حيازة الاحتياطيات الدولية بقدرته على تحييد آثارها محليا، ولكن كل هذا في حالة دخول رؤوس الأموال لا غير، وعلى هذا الأساس فالعجز عن تحقيق استقلالية نقدية واستقرار في العملة آتيا وبشكل تام، في ظل التوجه نحو التحرير المالي، لا ينفي إمكانية تحقيق استقرار واستقلال نسبيين في نفس الظروف، ودون الحاجة إلى التضحية بأحدهما لحساب الآخر.

المطلب الثالث: انهيار شرط التوفيق بين أركان الثلاثية المستحيلة والتحول إلى الثنائية المعضلة

إن التراجع عن تطبيق السياسة التعقيمية يعني بالضرورة العجز عن التوفيق الآني بين أضلاع الثلاثية المستحيلة، ولكن الأمر قد لا يتوقف هنا، فقد يصبح تحقيق ضلعين منها فقط من أصل ثلاثة، هدفا يصعب مناله أيضا.

1- انهيار شرط التوفيق بين أركان الثلاثية:

فيما سبق تبين أن شرط التوفيق الآني النسبي لأركان الثلاثية المستحيلة ينقسم إلى جزئين، أولهما وجود فائض في عرض العملة الأجنبية، والثاني يتمثل في القدرة على تعقيم أثر استهداف سعر صرف المدار ضمن نطاقه المرن، مع العلم أن الشرط الأول هو الذي يكفل إمكانية استهداف سعر صرف، لأنه الوجه المعبر عن الحجم الذي يمكن أن يحصله البنك المركزي من الاحتياطيات الدولية، والتي تمكنه فيما بعد إمكانية التدخل في سوق الصرف واستهداف النطاق المخطط له، غير أنه ينعكس سلبا على الشرط الثاني؛ لأنه يقوض من القدرة التعقيمية للبنك المركزي خصوصا بزيادة حجم عرض العملة الأجنبية.

وبعبارة أخرى، اعتبر كل من *Wollmershäuser & Bofinger* أن شرط التوفيق النسبي لأركان الثلاثية، يتمثل في قدرة البنك المركزي على استهداف سعر صرف بشكل يتماشى والفجوة الحاصلة بين

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

سعر الفائدة المحلي والأجنبي، وما إن يفشل في ذلك سيضطر إلى الخضوع لمنطق الثلاثية. ويمكن الاعتماد على المتطابقات التالية لتبيان ما سبق على وجه أكثر تفصيلاً:¹

إن رغبة البنك المركزي في تفادي تهمين قيمة العملة دون أن يفقد السيطرة على أسعار الفائدة المحلية، يطرح إشكال تعاضم تكاليف ممارسة السياسة التعقيمية (C_t^S)، هذه الأخيرة وفي ظل تلك الظروف تحدد بالمتغيرين التاليين:

- تكلفة (أو عائد) سعر الفائدة (C_t^i)؛

- خسائر التهمين (أو العوائد) المتأتية من الاحتياطات الأجنبية (C_t^v).

وعليه تصبح المتطابقة الإجمالية من الشكل:

$$C_t^S = C_t^i + C_t^v$$

العنصر الأول الخاص بسعر الفائدة، تحدد قيمته انطلاقاً من الفرق بين سعر الفائدة الأجنبي (i^*)

والمحلي (i)، وذلك كما يلي:

$$(1) \dots \dots C_t^i = i_{t-1} - i_{t-1}^*$$

إن البنك المركزي أثناء ممارسته لسياسة التعقيم النقدي، سوف يعتمد إلى التخفيض في أصوله المحلية بالقدر الذي تزداد به أصوله الأجنبية، وبهذا الشكل تتغير نسبة مساهمة كل عنصر كمقابل للكتلة النقدية غير أن مجموعهما سوف يبقى ثابتاً على نحو يضمن استقرار الأساس النقدي. ولكن الأهم في هذه المسألة هو تزايد التزامات البنك المركزي أثناء تخفيضه لأصوله المحلية، وبالتالي تحمل تكاليف إضافية (جاء دفعات أسعار الفائدة، معدلات تعويض الاحتياطي الإلزامي...)، وفي نفس الوقت سوف يجني عوائد جراء ارتفاع أصوله الأجنبية المستثمرة، ولهذا فالتدخل المعقم سوف تنجر عنه تكاليف (فوائد) إذا كان سعر الفائدة المحلي أكبر (أقل) من سعر الفائدة الأجنبي.

أما بالنسبة إلى العنصر الثاني المعبر عن التغير النسبي لسعر صرف العملة، الذي قد يعود على البنك المركزي إما بتحمل خسائر أو تحصيل عوائد، فيمكن التعبير عنه في المعادلة التالية:

$$(2) \dots \dots C_t^v = -(s_t - s_{t-1}) = -\Delta s_t$$

¹. Ibid., 27-28.

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

بارتفاع (بانخفاض) قيمة العملة المحلية، فإن قيمة الاحتياطيات الأجنبية من وجهة نظر العملة المحلية سوف تنخفض (ترتفع)، وبذلك سوف يحقق البنك المركزي خسائر (أرباح) جراء التغير الحاصل في سعر صرف العملة.

ويجمع المعادلتين (1) و(2)، نجد الشرط الذي يجب أن توفره آلية التدخل المعقم لكي تكفل للبنك المركزي القدرة على التوفيق بين أركان الثلاثية المستحيلة، وذلك كما هو مبين في المعادلة التالية:

$$(3) \dots \dots C_t^S = \dot{i}_{t-1} - \dot{i}_{t-1}^* - (S_t - S_{t-1}) = 0$$

أي أن الصفر هو الحد الأعلى (ما تحته مقبول) الذي يضمن للبنك المركزي إمكانية التوفيق الآني بين أركان الثلاثية، وإن حدث أن سجلت التكاليف الكلية (C_t^S) معدلات موجبة فمعناه انهيار شرط التوفيق وبذلك سيكون البنك المركزي مضطرا للتخلي عن ضلع أو أكثر.

ومن المعادلة (3) يمكن التعبير عن الشرط السابق كما يلي:

$$S_t - S_{t-1} = \dot{i}_{t-1} - \dot{i}_{t-1}^*$$

أي أنه لضمان بقاء تكاليف تطبيق السياسة التعقيمية عند المستوى المعلوم أو أقل، على نحو يكفل للبنك المركزي التعدي على منطق الثلاثية، يجب عليه أن يكون قادرا على استهداف سعر صرف يتماشى والفجوة الحاصلة بين سعر الفائدة المحلي والأجنبي؛ وهذا يعني، تخفيض (رفع) قيمة العملة المحلية في حالة انخفاض (ارتفاع) سعر الفائدة الأجنبي. وعلى هذا الأساس، لن يكون الشرط محققا إلا إذا استطاع البنك المركزي إحداث تغيرات في قيمة عملته تعمل على استيعاب التغيرات المسبقة في أسعار الفائدة الأجنبية وفشله في ذلك يعني انهيار شرط التوفيق والانتقال إلى ظروف نقدية أعسر.

2- الانتقال من الثلاثية المستحيلة إلى الثنائية المعضلة:

بعد عجز البنك المركزي عن تحقيق الشرط السابق الخاص بالتعدي عن المنطق المفروض للثلاثية المستحيلة، سوف يضطر إلى التخلي عن ركن من أركانها لحساب الآخرين، بل إن الأمر قد يقتصر على اختيار ركن وحيد لا غير. أي أن إدارة السياسات الاقتصادية على المستوى الكلي تصبح خاضعة لمنطق جديد أطلق عليه عبارة "الثنائية المعضلة (*Dilemma*)"، وهو الوجه الأكثر صرامة على الإطلاق. ولمناقشة ذلك بشكل مفصل سوف يتم التطرق إلى الاحتمالين التاليين:

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

2-1. الاحتمال الأول: ويُعنى بتوضيح توليفتي الثنائية المعضلة التي على أساسهما يتم اختيار ركن وحيد من أصل اثنين، في ظل التسليم بالتالي، ألا وهو التوجه الصريح نحو الاندماج المالي العالمي. فبالنسبة إلى الدول المتقدمة كان اتجاهها واضح، فبعضها تبني أنظمة صرف عائمة لصالح استقلالية سياسته النقدية، والآخر انضم إلى الاتحادات النقدية على حساب الاستقلال النقدي (منطقة اليورو مثلا). غير أن الأهم في هذا الجانب هو معرفة سلوك الدول النامية ذات الأسواق الصاعدة التي استطاعت في وقت ما أن توفق آتيا ولو بشكل نسبي بين أطراف الثلاثية المستحيلة، فهل تخضع هي الأخرى إلى منطق الثنائية المعضلة، أم أمَّا وجدت حلا - كما في السابق - من أجل تفاديته؟

للإجابة على السؤال السابق، تم الاعتماد على دراسة قدمها *Sun&Aizenman*¹، حيث تميزت هذه الدراسة بالفترة التي أحرقت فيها؛ امتدت من النصف الثاني لسنة 2008 إلى بداية سنة 2009، وهي الفترة التي وصلت فيها الأزمة المالية العالمية ذروتها القصوى، بالإضافة إلى أن هذه المدة الزمنية المقدره بسبعة أشهر كانت كافية لإثبات ما جاء به الاقتصادي *Fischer* عند وصفه لآلية التدخل المعقم بالنصف وسيلة، دلالة على عدم فعاليتها أثناء انعكاس تدفق الرساميل، لأن حجم الاحتياطيات الدولية مهما بلغ مستواه سوف يبقى محدودا إذا ما قورن بحجم احتياطي العملة المحلية، وهي نفس النقطة التي ركز عليها الاقتصاديان في تحليلهما.

ولقد اقتصر سلوك العينة محل الدراسة (21 سوقا صاعدا) على اتجاهين متعاكسين، كل واحد منهما يندرج ضمن أحد التوليفتين المحددتين للثنائية المعضلة. فالقسط الأول من تلك الدول (9 دول) فضل استعمال احتياطياته الدولية لمنع الانخفاض في قيمة عملته أثناء الأزمة المالية العالمية، وهذا يوحي ضمنا باختيارها الاستقرار في أسعار صرفها على حساب استقلال سياستها النقدية. أما القسط الأكبر (12 دولة) فقد فضل الانخفاض في قيمة عملته من أجل امتصاص جزء من أو كل تلك الصدمة، على أن ينخفض مستوى احتياطياته الدولية. وأطلق الاقتصاديان على هذه الظاهرة اسم "الخوف من استنزاف الاحتياطيات الدولية (*The fear of reserves loss*)"؛ وهي مناقضة تماما لظاهرة "الخوف من التعويم" التي أتى بها *Calvo&Reinhart*، لأن تلك العينة من الدول لم تعد خائفة من ترك عملتها عائمة في سوق الصرف

¹. Joshua Aizenman and Michael M. Hutchison, "Exchange Market Pressure and Absorption by International Reserves: Emerging Market and Fear of Reserve Loss During the 2008-09 Crisis," NBER Working Paper, No. 16260 (September 2010).
(DOI): <http://dx.doi.org/10.3386/w16260>

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

بقدر ما هي خائفة من انهيار مستوى احتياطياتها الدولية* . وما يهم في القضية هو الاختيار الذي وقعت عليه تلك الدول، فتحيزها الضمني كان لصالح استقلالها النقدي على حساب استقرار عملتها.

وما تجدر الإشارة إليه، أنه في ظل التسليم بحقيقة التوجه نحو الاندماج المالي العالمي، فحتى الدول النامية ذات الأسواق الصاعدة التي استطاعت في وقت مضى أن توفق بين أركان الثلاث المستحيل عن طريق آلية التدخل المعقم، لن يكون لها ذلك إذا تعلق الأمر بالمنطق الملزم للثنائية المعضلة، وسلوكها أثناء الأزمة المالية العالمية خير دليل على ذلك، فبعضها سلم باستقلاله النقدي لحساب استقرار العملة، والبعض الآخر كان له رأي معاكس، وبات من الواضح أن كل الدول التي تتجه نحو تحريرها المالي أصبحت تنشط في بيئة أعسر من التي نظرت لها الاقتصادي *Mundell*؛ ففرصة اختيار ركنين من أصل ثلاثة لم تعد ممكنة، بل إن الأمر أصبح مقتصرًا على ركن وحيد لا غير، ويرجع ذلك إلى خصوصية كل اقتصاد وهيمنة أحد الاعتبارات فيه على حساب غيرها.

2-2. الاحتمال الثاني: هذا الاحتمال ينافي تماما الذي قبله؛ لأنه في ظل التسليم بحقيقة التوجه الصريح نحو التكامل المالي العالمي، فالأمر سيكون أعسر مما جاء في الاحتمال الأول، وذلك استنادًا إلى دراسة *Rey*¹ التي توصلت من خلالها إلى نتيجة تفيد بأنه "في ظل الانفتاح المالي العالمي، فحتى تبني نظام صرف عائم لن يضمن أبداً استقلالية السياسة النقدية، وهذه الأخيرة لن تكون ممكنة إلا في ظل رقابة تامة على حركة رؤوس الأموال بغض النظر عن نظام الصرف المتبع". وهذا يعني، أن الدول التي تسمح بتحرير مالي على نطاق واسع لن تكون قادرة حتى على تحقيق ركن وحيد من أركان الثلاثية.

* أرجع الاقتصاديان أسباب حدوث ظاهرة الخوف من استنزاف الاحتياطيات الدولية، إلى أن تلك العينة من الدول ارتأت أن انهيار مستوى احتياطياتها الدولية يعد إشارة جيدة إلى المضارين بخصوص توقع زيادة انخفاض قيمة العملة في المستقبل، أي تخفيف الهجمات المضارية بشكل أوسع. كما أن استنزاف احتياطياتها الدولية يجعلها في ذيل الترتيب مقارنة مع منافسيها. وأضاف الاقتصاديان أن عنصر المديونية الخارجية يعد النقطة الجوهرية لتحليل الظاهرة؛ لأن مستواها المدموم أو المتدني جعل تلك الدول لا تقلق بخصوص انخفاض قيمة عملتها. وعلى النقيض من ذلك، فإن البلدان التي لم تعان من الظاهرة كانت ذات مديونية خارجية كبيرة، هذه الأخيرة تزداد بانخفاض قيمة العملة المحلية، لهذا فضلت استنزاف احتياطياتها على أن تسمح بانخفاض قيمة عملتها، بالإضافة إلى أن قطاع صادراتها تميز بهيمنة المواد الأولية كالنفط، وانخفاض قيمة العملة لا يجر أي منفعة على المصدرين، لأن الأسعار تتحد في الأسواق الدولية. وكل هذا يعني، أن ظاهرة الخوف من التعويم ليست نظرية صالحة بشكل مطلق، أو أنها لم تعد تصلح لتفسير مثل هذه الظواهر، على الأقل بالنسبة لتلك العينة من الدول وفي مثل تلك الظروف الخاصة.

¹. Hélène Rey, "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence," NBER Working Paper, No. 21162 (May 2015). (DOI): <http://dx.doi.org/10.3386/w21162>

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

غير أن *Shambaugh&Klein*¹ كان لهما رأي يخالف *Rey* نسبياً، فبعد تقدير العلاقة بين قطبي أنظمة الصرف* والحالتين المتطرفتين للأسواق المالية (مغلقة تماماً وانفتاح تام)، أضافا في خطوة أخرى أنظمة الصرف الوسيطة (المرنة) والحالات النسبية للانفتاح المالي (مصنوفة 3x3)، توصلا في الأخير إلى نتيجة تتفق مع دراسة *Rey* فيما يخص استقلالية السياسة النقدية التي ستحقق في ظل رقابة تامة ومستمرة على حركة رؤوس الأموال (*Walls*)، وتكون نسبية في حالة الرقابة الظرفية على حركة رؤوس الأموال (*Gates*). أما نقطة الاختلاف بينهما فتمثلت في تأثير نظام الصرف المتبع على مفهوم الاستقلال النقدي فحسب نتائج دراستهما، فإن أنظمة الصرف العائمة تكفل استقلالية تامة للسياسة النقدية، وبدرجة أقل الأنظمة الوسيطة، أما الأنظمة الثابتة فلا تضمن ذلك، وفي حقيقة الأمر، أن هذه النتيجة لا تتنافى مع المضمون النظري للثلاثية المستحيلة.

وبالرجوع إلى النتيجة التي توصلت إليها *Rey*، فتحليلها انصب على نشاط المراكز العالمية للتمويل** (*World Financing Centers*)، هذه الأخيرة بمقدورها رسم دورة مالية عالمية بصورة تمكنها من التأثير وبشكل كبير، في الوضع النقدي المحلي الخاص بالبلدان الأخرى ذات الانفتاح المالي المعتبر، فتزايد أحجام وتواتر القروض العابرة للحدود من طرف تلك المراكز، بالإضافة إلى التجاوب الذاتي للدول الأخرى أثناء تعاملها مع تلك التدفقات، وبالضبط مسايرة تقلباتها الدورية (*Pro-Cyclical*) بعد تعاضم مديونيتها (*Leverage*) اتجاه تلك المراكز العالمية، ييسر من عملية انتقال أثر (*Spillovers*) التوسع النقدي إلى باقي دول العالم، على نحو تتفني فيه قدرة أنظمة الصرف العائمة على استيعاب تلك التقلبات، خاصة بعد تجاوز التزامات الدولة المقيمة بالعملة الأجنبية لأصولها المقيمة بنفس العملة، أو الاختلال في فترات استحقاق تلك الأصول، وهذا ما يتوافق والظاهرة المشار إليها سابقاً بعدم توازن أرصدة وآجال العملات الأجنبية، والتي حتما ستهدد الاستقرار المالي مستقبلاً، ولا طاقة لنظام الصرف العائم من أجل عزل آثار الظاهرة، خصوصاً في حالة انخفاض قيمة العملة المؤدي إلى زيادة قائم الدين الخارجي.

¹. Michael W. Klein and Jay C. Shambaugh, "Rounding the Corners of the Policy Trilemma: Sources of Monetary Policy Autonomy," *American Economic Journal: Macroeconomics* 7, No. 04 (October 2015): 33-66.

(DOI): <https://doi.org/10.1257/mac.20130237>

* تم تصنيف العينة على أساس توليفة رباعية وهي، أسعار صرف ثابتة مع أسواق مالية مفتوحة وأخرى مغلقة، وأسعار صرف عائمة مع أسواق مالية مغلقة وأخرى مفتوحة.

** أهم تلك المراكز على الإطلاق ما يطلق عليه بمجموعة الاقتصادات الأربعة (*G4*)، وتضم الولايات المتحدة الأمريكية، منطقة اليورو، المملكة المتحدة واليابان. وعلى سبيل الذكر، تجاوزت مستحقات هذه المجموعة اتجاه باقي العالم 20% مقارنة بمستحقات هذا الأخير اتجاه تلك المجموعة، وكان ذلك في شهر جوان من سنة 2013.

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

وفي ظل الظروف السابقة الذكر، أثبتت *Rey* أن التسليم المطلق بما تنص عليه نظرية الثلاثية المستحيلة في ظل الانفتاح المالي المتزايد أمر يثار فيه الجدل، وأن تلك الاقتصادات المفتوحة على العالم الخارجي يجب عليها أن تتكيف مع منطق أعسر وهو "الثنائي غير المتناسق *irreconcilable duo*"؛ وهما، التحرر المالي والاستقلالية النقدية، هذه الأخيرة لا تتحقق إلا في ظل أسواق مالية منغلقة بغض النظر عن نظام الصرف المتبع، وإلا فلن يكون الاقتصاد المعني قادرا على إدارة سياساته على المستوى الكلي وصد الأزمات المحتملة. وهذا يعني أن القضية قد تحولت من مصداقية أنظمة الصرف وقدرتها على استيعاب الصدمات، إلى مسألة تخص فقط درجة الانفتاح على العالم الخارجي وانعكاساته على المستوى المحلي.

وأخيرا وليس آخرا، فإن ثلاثية *Mundell* ستبقى مستحيلة ما لم يتمكن الاقتصاد المعني من توفير الشروط اللازمة للتعدي على منطقتها، ألا وهي ممارسة سياسة التدخل المعقم بالتزامن وفائض في عرض العملة الأجنبية، بعبارة أخرى؛ القدرة على تحييد آثار الزيادة في الطلب على العملة المحلية، فإن نجحت العملية فعلى البنك المركزي أن يأخذ في حسبانته أن ذلك لن يدوم إلى ما لا نهاية، ويجب عليه توفير البديل لضبط شؤون النقدية خلال الوقت الممنوح من طرف الآلية السابقة الذكر. كما تجدر الإشارة، إلى أن العملية برمتها قد تأخذ منحى عكسيا تماما، إذا كان الاقتصاد المعني على درجة ارتباط كبيرة خصوصا بمراكز التمويل العالمية، ويتبع نظام صرف يساعد على نقل أثر السياسة المنتهجة في تلك المراكز، فتتحول مهمة البنك المركزي إلى تحقيق أو ضبط على الأقل أحد أضلاع الثلاثية المستحيلة، بدلا من محاولة التحكم الآني في كل جوانبها.

خلاصة الفصل:

إن مهمة البنك المركزي في ضبط محددات الاستقرار النقدي، تتخللها العديد من الإشكاليات والتناقضات، وفي أغلب الأحيان يستلزم عليه تغليب أحد الاعتبارات، داخلية منها أو خارجية، على حساب الأخرى، والمتحكم في عملية المفاضلة هو وزن كل واحدة منها داخلية توليفة ردة الفعل النقدية في ظل الظرف النقدي السائد. غير أن تبني سياسة التدخل المعقم قد تجنب البنك المركزي جزئية التضحية المبينة سالفها، ولكنها تستلزم توفر شرطين وإن كانا في حدود ضيقة إلا أنهما قد يمنحا حلا استثنائيا جديدا بعد النجاح في عملية إلغاء إجبارية الخضوع لمنطق الثلاثية المستحيلة، والتي ظلت ردحا من الزمن تحدد

الفصل الثاني: مفارقات الاستقرار على المستوى النقدي

الخريطة الكلية للاستقرار على المستوى الكلي، وأول هذين الشرطين؛ يتمثل في القدرة على استدامة تعقيم فائض عرض العملة الأجنبية إن حدث، أما الثاني؛ فيتعلق بتبني نظام التعويم الموجه كسعر صرف للعملة.

ولعل أكبر تحدٍ تعاني منه البنوك المركزية حالياً، هو كوكبة الأسواق النقدية وارتباطها ببعضها البعض، فحتى النظرة التقليدية التي تزعم توفر جزئية الاستقلال والاستقرار النقديين، إذا أنتهج نظام صرف مرن، فندتها موجات التدفق الرأسمالية الصادرة عن مراكز التمويل العالمية، وأبرزها الولايات المتحدة الأمريكية، وتحولت حتمية التعامل مع الثلاثية المستحيلة إلى ضرورة التكيف مع الثنائي المعضلة، وذلك بعد التسليم بحرية حركة الرساميل على المستوى العالمي. وعليه، أصبحت مهمة البنك المركزي في ضبط وتعديل الشؤون النقدية من الصعوبة بمكان، ويجب أن يأخذ في اعتباره العوامل الإضافية التي في الغالب تعمل على التقويض من فرصة نجاح العملية لا دعمها.

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على الاستقرار النقدي في الجزائر

إذا ما حضرت صفة الريعية في اقتصاد بلد معين، فهذا يدل على أن مفاصله تتحرك وتثبت تباعا لديناميكية ذلك الريع، والذي يعبر في الغالب عن مدخول أحد الموارد الأولية المقيم بالعملة الصعبة (كالكافور، الماس، النحاس، البترول والحديد...). وفي حالة الاقتصاد الجزائري، نجد أن سعر النفط تقريبا قد احتكر عملية تحديد المؤشرات على المستوى الكلي بعد هيمنته على الأداء الاقتصادي، فلا يمكن دراسة جزئية ما دون إدراجه كعامل جوهري في العملية، وما كان استثثاره ليكون بهذه الدرجة من الأهمية إلا لعجز الاقتصاد الجزائري على النشاط بعيدا عنه هذا من جهة، واستلطفه لعوائده اليسيرة التحصيل دون مراعاة انعكاساته التي استشرت في كل قطاعات الاقتصاد الوطني من جهة أخرى.

ولا يعد الجانب النقدي منيعا بصورة استثنائية ضد لعنة النفط، فلقد هيمن هذا الأخير على توليفة بنك الجزائر المحددة للعوامل الداخلة في معادلة الاستقرار النقدي بوجهيه الداخلي والخارجي، فتعاظم وتواتر تدفقات العوائد البترولية المحددة بعيدا في الأسواق الدولية خلال الفترة الحالية جعل المؤشرات النقدية تحذو حذو تلك التدفقات على نحو عسر من مهمة ضبطها، بل إن نشاط بنك الجزائر أصبح مرهونا بجزئية تلك التدفقات التي ألزمتها على تغيير طريقة إدارته للسياسة النقدية بشكل جذري إذا ما قورنت بسنوات 1990. وسيتم تناول كل ذلك بالتفصيل في المباحث الثلاث التالية:

✓ المبحث الأول: ريعية الاقتصاد الجزائري وتداعياتها على الجانب الحقيقي والنقدي؛

✓ المبحث الثاني: تطور المؤشرات ذات الدلالة النقدية؛

✓ المبحث الثالث: تجليات برامج الاستقرار النقدي وحقيقة استهداف بنك الجزائر للتضخم.

المبحث الأول: ريعية الاقتصاد الجزائري وتداعياتها على الجانب الحقيقي والنقدي

إن تغلل ريع البترول في كل مفاصل الاقتصاد الجزائري يسّر من مهمة توضيح وتفسير تجليات هيمنة قطاع المحروقات عليه، وتداعيات تلك الميزة على الجانب الحقيقي بكل مؤشرات الكلية تقريبا، كما أن الأمر لا يختلف فيما يخص تداعياتها على الجانب النقدي، لأنها في حقيقة الأمر، ما هي إلا تحصيل حاصل لما يحدث في الاقتصاد الوطني ككل.

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

المطلب الأول: تجليات ريعية الاقتصاد الجزائري

في هذه الجزئية سيتم التركيز على النقاط التي تكشف مدى اعتماد الاقتصاد الوطني بشكل عام على ريع البترول، وذلك من خلال مناقشة هيمنة المحروقات على قطاع التصدير، بالإضافة إلى تسليط الضوء على مدى اعتماد خزانة الدولة على عائدات الجباية البترولية.

1- هيمنة المحروقات على قطاع الصادرات:

إن الهيمنة شبه الكلية لصادرات المحروقات في الجزائر جعلها تصنف ضمن الدول الأحادية التصدير بقاعدة اقتصادية هشّة يغيب فيها تماما مفهوم التنوع الاقتصادي، ولقد مثلت عملية ترقية الصادرات خارج قطاع المحروقات القضية المحورية منذ تاريخ استقلالها، ولتوضيح ما سبق بلغة الأرقام ستتم الاستعانة بالجدول التالي:

الجدول (3-1): المؤشرات الدالة على هيمنة قطاع المحروقات في الاقتصاد الجزائري (2000-2014)

نمو الواردات	رصيد الميزان الجاري (مليار دولار)	سعر البترول (دولار/ برميل)	الصادرات				
			الحصة النسبية (%)	خارج قطاع المحروقات (مليار دولار)	الحصة النسبية (%)	قطاع المحروقات (مليار دولار)	
	8.93	28,50	2.73	0.59	97.27	21.06	2000
3 مرات	7.06	24,85	2.93	0.56	97.07	18.53	2001
	4.37	25,24	0.03	0.61	99.97	1811	2002
	8.84	29,03	1.92	0.47	98.08	23.99	2003
	11.12	38,66	2.08	0.67	97.92	31.55	2004
	21.18	54,64	1.60	0.74	98.40	45.59	2005
	28.95	65.85	2.06	1.13	97.94	53.61	2006
	30.54	74.95	1.62	0.98	98.38	59.61	2007
	34.45	99.97	1.78	1.4	98.22	77.19	2008
	0.41	62.25	1.70	0.77	98.30	44.41	2009
5.38 مرة	12.15	80.15	1.70	0.97	98.30	56.12	2010
	17.77	112.94	1.69	1.23	98.31	71.66	2011
	12.42	111.1	1.60	1.15	98.40	70.58	2012
	0.99	109.55	1.62	1.05	98.38	63.66	2013
	-9.43	100.77	2.72	1.63	97.28	58.36	2014
			1.48	--	98.15	--	المتوسط الهندسي

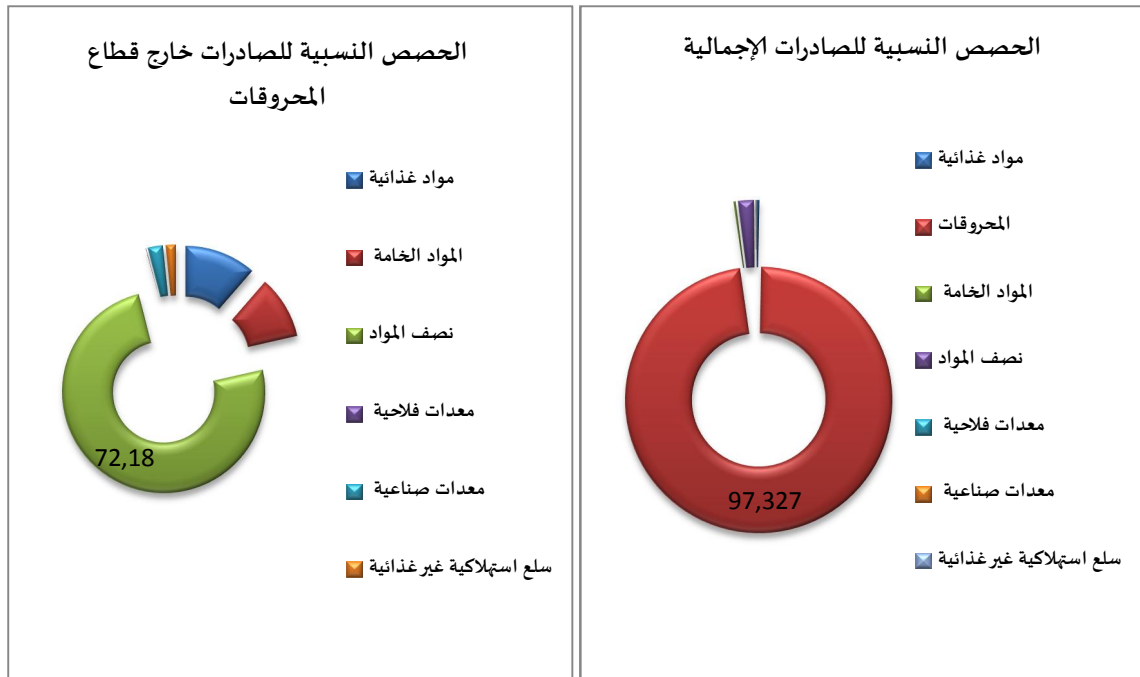
المصدر: بيانات مجمعة بالإعتماد على:

- La Banque d'Algérie. *Évolution Économique et Monétaire en Algérie*. Rapports Annuel de 2002 à 2014 (Alger: Bank of Algeria, de 2003 à 2015). Disponible via Internet: www.bank-of-algeria.dz

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

خلال الفترة الموضحة في الجدول أعلاه، شارفت الصادرات البترولية على الهيمنة التامة سنة 2002 بـ 99.97%، أما باقي السنوات فلقد تراوحت النسبة بين 97% وأكثر من 98%، ليلغ متوسطها الإجمالي خلال الفترة ككل 98.15%. أما فيما يخص الصادرات خارج ذلك القطاع فلم تتعدى نسبة مساهمتها إلى إجمالي الصادرات 3%، وبمتوسط إجمالي قدر بـ 1.5%، أي أنها لم تلامس بالقيم المطلقة غطاء 2 مليار دولار، وهي قيمة جد محتشمة قياسا بدول أخرى نامية وغير نفطية، وهذا إن دل على شيء فهو يدل على جمود الهيكل الإنتاجي واقتصاره على منتج يعد المصدر الوحيد للعملة الصعبة وتحدد أسعاره في الأسواق الدولية. وللتفصيل في تركيبة صادرات الجزائر سيتم الاستعانة بالشكل الموالي:

الشكل (3-1): المتوسط الهندسي للحصص النسبية هيكل صادرات الاقتصاد الجزائري (2005-2014)



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على:

- Ministère des finances. la Direction Générale des Douanes. *Evolution des statistiques du commerce extérieur de l'Algérie durant la période 2005-2015 (09 premiers mois)*. Bulletin Statistique 2016. Disponible via Internet: <http://www.douane.gov.dz/>

الجزء الثاني من الرسم يوضح توزيع ما نسبته 3% من الصادرات خارج قطاع المحروقات المبينة في الجزء الأول، وكانت أبرزها تلك الخاصة بمنتجات "نصف المواد Demi produits" (غاز الأمونيا، الهليوم الأسمدة، الحديد غير المسبك والزجاج) بنسبة مساهمة تعدت 72%، ويليهما في الترتيب كل من المنتجات الغذائية (التمر، المياه المعدنية، السكر، وبعض منتجات الصيد البحري كالجمبري والأخطبوط) والمواد

الفصل الثالث: ربيع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

الخامة (الفوسفات، الملح، الرخام، والدهون والزيوت الحيوانية والنباتية) بـ 11% و 9% على التوالي، أما ما تبقى من معدات وتجهيزات صناعية وفلاحية، بالإضافة إلى السلع الاستهلاكية غير الغذائية فلم تتعد نسبتها مجتمعة 4%.

وبالرجوع إلى الجدول رقم (3-1)، وبالضبط خلال السنتين 2008 و 2009 اللتين تزامنتا والأزمة المالية العالمية، نجد أن انخفاض أسعار البترول بحوالي 37% لم يؤد إلى تراجع الحصة النسبية للقطاع، وذلك راجع إلى انخفاض نظيرتها المتعلقة بالصادرات خارج قطاع المحروقات بـ 4.32%، وهذا ما يوحى ضمناً أن تلك الصادرات هي الأخرى مرتبطة ولو جزئياً بقطاع المحروقات، خصوصاً إذا تعلق الأمر بمنتجات نصف المواد المهيمنة، والتي في أغلبها تعبر عن صناعات استخراجية متأتية منه كالغازات والأسمدة.

وعليه، فحتى الصادرات خارج قطاع المحروقات هي الأخرى غير متنوعة ومتمركزة في منتجات نصف المواد، وهذه الأخيرة على علاقة ارتباط بقطاع المحروقات، وهذا ما يثبت أن الجزائر دولة ريعية وبامتياز.

كما يمكن الاستدلال على ريعية الاقتصاد الجزائري، في نفس السياق ولكن من وجهة نظر أخرى، من خلال تحليل ارتباط سلوك الاستيراد (رصيد الميزان الجاري) بالتطور الحاصل على مستوى سعر البترول في الأسواق الدولية، فكما هو موضح في نفس الجدول، فالعلاقة في كل السنوات، إذا تم استثناء سنة 2002 كانت طردية بين المتغيرين، والملاحظ أن سعر البرميل من البترول لم يتعد عتبة المائة دولار إلا بعد سنة 2010، وبالرغم من هذا لم تحقق الجزائر عجزاً على مستوى ميزانها الجاري حتى في سنة 2009 حين انخفض هذا الأخير بـ 98%، ولكنه انخفض في سنة 2013 بفارق ضئيل عن تلك النسبة (92%) على الرغم من أن سعر البترول شارف على مضاعفة المستوى الذي بلغه سنة 2009، ولقد بلغ العجز في الميزان الجاري سنة 2014 بـ 9 مليار دولار، في حين أن سعر البترول تعدى عتبة المائة دولار، وقد كان أقل من نصف ذات المبلغ سبباً في إحداث الفوائض خلال الفترة 2000-2005. ومرد تلك التناقضات المطروحة إلى تعاضد فاتورة الاستيراد بثلاث مرات قبل الأزمة المالية العالمية، وإلى أكثر من خمس مرات خلال الفترة ككل، حيث شارفت نهاية الفترة على مساواة قائم السنتين مليار دولار، وهو رقم لم تشهده الجزائر في تاريخها المستقل. وللإشارة، فإن تضاد الفائض في الميزان الجاري، ثم بعد ذلك حالة العجز التي لم تحدث منذ عقد ونصف، ما هي إلا نتاج الشعور بالراحة المالية، وبهذا كان التوجه نحو الاستيراد بوتيرة مكثفة

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

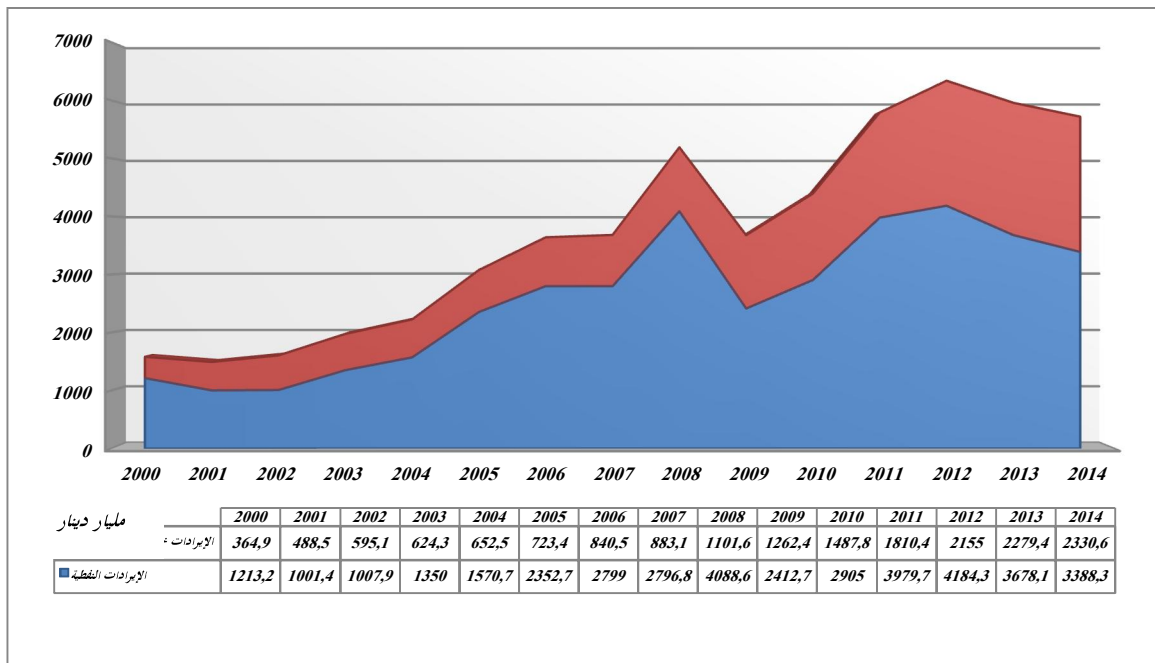
وعلى نحو مقلق، ففي الفترة التي تلت الأزمة العالمية فقط، نما قائم الواردات بحوالي 60%، بينما كان النمو في المداخيل المتأتية من صادرات المحروقات نصف تلك النسبة، أي أن المدفوعات تنمو بشكل أسرع من المقبوضات، وهذا في حد ذاته يشكل تهديدا على مستوى التوازنات الخارجية.

عموما، وفيما يخص الجانب المذكور أعلاه، فإن ريعية الاقتصاد الجزائري تتحلى في وجهين، الأول يخص الهيمنة شبه التامة لصادرات المحروقات، بالإضافة إلى تركيبة الصادرات خارج ذلك القطاع، أما الثاني فيتمحور حول سلوك الواردات المرتبط كليا بسعر البترول، ويوحى ضمنا أن عتبة المائة دولار قد لا تكون كافية لتغطية العجز في الميزان الجاري في ظل المنحى المتزايد لعملية الاستيراد.

2- مدى اعتماد خزانة الدولة على الإيرادات النفطية:

يهدف هذا الجانب إلى تبيان مدى استعانة خزانة الدولة بالإيرادات المتأتية من قطاع المحروقات لتغطية النفقات المترتبة عنها، من خلال تبيان الحصة النسبية للإيرادات النفطية ضمن القائم الإجمالي لإيرادات الدولة، وسيمثل تعاضم تلك النسبة دليل آخر على تفشي ظاهرة الريع في الاقتصاد الجزائري، ويمكن الاستدلال على ذلك من خلال الشكل الموالي:

الشكل (3-2): هيكل الإيرادات العامة للدولة (2000-2014)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- La Banque d'Algérie. Rapports Annuel de 2002 à 2014.

الفصل الثالث: ربيع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

يتضح من الشكل أعلاه، هيمنة الإيرادات النفطية على مجموع إيرادات الدولة، ويمكن تقسيم تطور تلك الإيرادات إلى ثلاث مراحل وذلك كما يلي:

- مرحلة النمو السريع والمستمر (2002-2008): في هذه الفترة كانت أسعار النفط تنمو على نحو متزايد ودون تذبذب، وهذا ما أدى إلى إحداث نفس شاكلة النمو على مستوى الإيرادات النفطية حين تضاعفت بمعدل ثلاث مرات في الوقت الذي لم يتعد فيه حجم النمو على مستوى الإيرادات الأخرى مرة واحدة (نمت بـ 0.8 مرة).

- مرحلة النمو المعتدل (2009-2012): بعد انخفاض بحوالي نصف القيمة سنة 2009، استأنفت حصة الإيرادات النفطية نموها ولكن بشكل معتدل (73%) تساوت فيه، بفارق ضئيل، مع نظيرتها خارج ذلك القطاع، وهذا راجع لتعافي أسعار البترول بعد الأزمة المالية العالمية.

- مرحلة التراجع (2013-2014): في السنتين الأخيرتين تراجع حجم الإيرادات النفطية بحوالي 8% بمجرد انخفاض أسعار البترول بنفس النسبة تقريبا، في حين شهدت الإيرادات خارج قطاع المحروقات تطورا متواضعا قدر بـ 2.24%. وتجدد الإشارة إلى أن حجم الإيرادات النفطية بالقيم المطلقة تجاوز عتبة 3 آلاف مليار دينار، وبذلك تعدى الأرقام المحققة في المرحلة الأولى التي لم تتجاوز تلك العتبة - إذا تم استثناء سنة 2008-، والسبب يعود دائما إلى تجاوز سعر البترول سقف المائة دولار للبرميل.

عموما، قدرت الحصة النسبية للإيرادات النفطية خلال سنة 2000 والنصف الثاني من المرحلة الأولى (2005-2008) بأكثر من ثلاثة أرباع ($3/4$)، حيث نما خلالها سعر النفط بـ 82%، في حين أن نسبة نموه لم تتعد 55% في النصف الأول من ذات المرحلة، وعلى الرغم من ذلك، تراوحت الحصة النسبية في حدود الثلثين ($2/3$)، وتتعاقد في ذلك مع النسبة المحققة في المرحلة الثانية (2009-2012)، أما المرحلة الثالثة، فالنسبة تراجعت إلى أقل من الثلثين وفي حدود 60% لنفس الأسباب المذكورة سابقا.

إن النسب المذكورة أعلاه، ظاهريا تبين تعاضم المبالغ التي حصّلتها خزينة الدولة خلال هذه الفترة وهو أمر مهم لتلبية احتياجاتها والتوسع في الإنفاق دون اللجوء إلى المصادر الخارجية (المديونية)، لكن الإشكال الضمني يتمثل في تمويل النفقات ذات الطابع الدائم بالاعتماد على مورد ناضب*، فانكشف

* لقد بلغت نسبة التغطية (أي حجم الجباية البترولية إلى إجمالي النفقات العامة) أوجها سنتي 2005 و2006 عندما تعدت سقف 100%، أما باقي السنوات تراوحت بين 60% و 90% كأقل وأكبر قيمة على التوالي، ولم تنخفض تحت النصف (50%) حتى في عز الأزمة المالية العالمية، ولكن ذلك حدث سنة 2014 لتباطؤ سرعة نمو الإيرادات النفطية بالتزامن مع حركة نمو متسارعة في حجم الإنفاق.

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

هشاشة العملية يحدث بمجرد تذبذب سعر ذلك المورد المحدد بعيدا في الأسواق الدولية. وعليه فاحتمال اللجوء إلى المديونية الخارجية لن يكون مستبعدا إذا ما انخفض سعر النفط واستمر على ذلك لأمد يتعدى القصير، لذلك يجب التوجه نحو خلق البديل، واستحداث السياسات الاقتصادية الأنسب لهكذا غرض، لأن الموارد المالية المتاحة حاليا تعتبر أكثر من كافية.

لقد كشفت الجزئية الأولى الخاصة بعنصر هيمنة المحروقات على قطاع الصادرات، أن الجزائر تعتمد على النفط بمتوسط قدر بـ 98%، وتبين من خلال الجزئية الثانية استحواذ الإيرادات النفطية على حصة ثلاثة أرباع إيرادات خزينة الدولة، بينما تراوحت نفس الحصة عند حالتهما الدنيا في حدود الثلثين. واستنادا إلى ذلك يمكن القول، أن الطفرة النفطية الحالية قدمت دليلا إضافيا على تغلغل وتفشي ظاهرة الريع في الاقتصاد الجزائري، والبقاء على نفس ذهنية الاتكال شبه المطلق على مورد النفط التي لم تجد نفعا في طفرات مضت، هذا ودون التطرق إلى الجزئية الثالثة الخاصة بمساهمة القطاع في الناتج المحلي الخام، المؤجلة لأغراض المقارنة كما سيأتي في العنصر الموالي.

المطلب الثاني: تداعيات ريعية الاقتصاد الجزائري على الجانب الحقيقي

يمكن الاستدلال على هذا الجانب بالاعتماد على مساهمة كل قطاع من القطاعات الأساسية للاقتصاد الوطني في القيمة المضافة الإجمالية السنوية، بالإضافة عنصر آخر لا يقل أهمية عن سابقه، وهو مساهمة تلك القطاعات في امتصاص عنصر العمل أو ما يعرف بنسبة التشغيل.

1- التوليفة الخاصة بالقيمة المضافة لقطاعات الاقتصاد الوطني:

كمحاولة لتبيان تبعات ريعية الاقتصاد الجزائري على الجانب الحقيقي، سيتم تحليل تطور مساهمة كل قطاع في الناتج المحلي الإجمالي، ويتيسر ذلك من خلال الاعتماد على القيمة المضافة الخام لتلك القطاعات بعد تقسيمها إلى ثلاث مجموعات رئيسية، الأولى تخص قطاع المحروقات؛ والثانية تضم القطاع غير التبادلي أو الخدمي (النقل، البناء والأشغال العمومية...)؛ والقطاع القابل للتأجير بشقيه الفلاحي والصناعي في المجموعة الثالثة، وذلك كما هو موضح في الجدول التالي:

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

الجدول (2-3): مساهمة القطاعات الأساسية في القيمة المضافة الإجمالية للناتج المحلي (2000-2014)

الوحدة: (%)

القيمة المضافة الإجمالية %100					نسبة تطور PIB	
قطاع قابل للتجارة			قطاع غير تبادلي	قطاع المحروقات		
المجموع	الزراعة	الصناعة				
16.5	9	7.5	41.6	41.9	27.3	2000
18.5	10.5	8	44.7	36.7	3.3	2001
18.2	10.1	8.1	46.1	35.7	6.5	2002
17.9	10.6	7.3	43.5	38.6	16	2003
17	10.2	6.8	42.4	40.7	17.1	2004
14.1	8.2	5.9	38.4	47.4	23	2005
13.6	8	5.6	38	48.4	12.5	2006
13.4	8	5.4	40.2	46.3	10.5	2007
12	7	5	40.1	47.9	18.1	2008
16.2	10	6.2	50.3	33.5	-9.7	2009
14.5	9	5.5	48.5	37	20.3	2010
13.5	8.6	4.9	48.2	38.3	21.1	2011
14.2	9.4	4.8	49.2	36.6	11.1	2012
15.6	10.6	5.0	52.1	32.3	2.68	2013
16.3	11.1	5.2	54.5	29.2	3.37	2014
			50.42/41.59	34.32/42.36	-	المتوسط قبل/بعد 2009
			44.92	38.94	-	المتوسط العام

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- Office National des Statistiques. *Les comptes économiques en volume de 2000 à 2014*. Bulletin Statistique No. 710, juillet 2015. Disponible via Internet: www.ons.dz
- La Banque d'Algérie. Rapports Annuel de 2002 à 2014.

بالنظر إلى الجدول أعلاه، يتضح أن الناتج المحلي الإجمالي قد حقق معدلات نمو متذبذبة بين انخفاض وارتفاع، ولكن في مجملها كانت إيجابية إذا تم استثناء المعدل المسجل سنة 2009. فإذا افترضنا أن معدل الحد الأدنى للنمو يتراوح في حدود 3% وأقل، نجد أن ذلك قد حدث في أربع مناسبات وهي، 2001، 2009، 2013 و2014، فتزامنت بذلك مع حالات الانخفاض الوحيدة* لسعر البترول بـ 12%، 38%، 1.4% و 8% لنفس السنوات على التوالي، وتجدر الإشارة إلى أن أكبر معدل انخفاض أدى إلى

* إذا تم استثناء الانخفاض الطفيف جدا الحاصل سنة 2012 بمعدل 1.62% سجل على إثره معدل النمو تراجعاً بنصف القيمة تقريبا (حوالي 47%)، غير أن المعدل السنوي لم يتزل إلى الحد الأدنى المفترض أعلاه 3%.

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

تسجيل معدل النمو السالب الوحيد خلال الفترة ككل، وهذا خير دليل على أن المحرك الأساسي لقاطرة النمو يتجسد في قطاع المحروقات.

وبالرجوع إلى بيانات نفس الجدول، نجد أن القطاعين المهيمنين تمثلا في القطاع الخدمي والمحروقات حيث تعدى متوسط الحصة النسبية لهذا الأخير نظيره في الفترة ما قبل الأزمة المالية العالمية ولكن بفارق ضئيل (0.77%)، ثم اتسعت الفجوة ولكن لصالح القطاع الخدمي بعد فترة الأزمة لتصل إلى 16%، وهذا ما جعله صاحب الحصة النسبية الإجمالية الأكبر (كمتوسط) بحوالي 44.9%.

وتجدر الإشارة إلى أن تفهقر القيمة المضافة لقطاع المحروقات خصوصا في الفترة الثانية، كان سببا في التطور الملحوظ في بعض الحصص النسبية للقطاع الخدمي، وهي لا تعكس حجم التطور الحقيقي وبنفس الحجم لذات القطاع؛ فمثلا نمو قيمته المضافة لسنة 2009 قدر بـ 25%، مما جعله يتربع على نصف القيمة المضافة الإجمالية، في حين أن تطوره بالقيم المطلقة لنفس السنة لم يتعد 12%. وعلى العموم، تجاوز إجمالي الحصص لكلا القطاعين نسبة 80%، أي أكثر من أربعة أخماس (4/5) الحصة الإجمالية، وهذا ما يوحى إلى تمركز عملية الإنتاج في الجزائر بين القطاع الريعي ونظيره الخدمي في ظل غياب المحركات الأساسية المفترضة للنمو.

أما بالنسبة إلى القطاع الصناعي في أحسن حالاته لم يتعد عُشر (1/10) القيمة المضافة الإجمالية وبمعدلات هي الأدنى على الإطلاق، حيث سجل في بعض الأحيان مستويات أقل من نصف العشر. وفيما يخص القطاع الفلاحي فحصصه النسبية تجاوزت نظيرتها الخاصة بالقطاع الصناعي خلال كل السنوات كما أنه تعدى عتبة العُشر في العديد من المناسبات، ولكنها تبقى نسبا محتشمة هي الأخرى، وحتى لو أخذت حصص القطاعين مجتمعة لتعبر عن الحصة الكلية للقطاع القابل للتجارة، نجد أنها لم تبلغ نصف حصة قطاع المحروقات أو القطاع الخدمي.

بناء على ما سبق، توضح أن ازدهار أسعار البترول في الأسواق الدولية جعل منه المحرك الوهمي لقاطرة النمو، على غرار القطاع الخدمي الذي اتجه نحو تحسين وضعيته داخل تلك التوليفة، أما القطاع القابل للتجارة المحرك المفترض للعملية، بشقيه الصناعي والفلاحي، لم ترق مساهمته إلى خمس (1/5) القيمة المضافة الإجمالية. وعليه، فإفحال القطاع الصناعي (*De-industrialisation*)، والفلاحي (*De-agriculturation*)، وعدم استغلال ميزتهما النسبية، راجع بشكل أساسي إلى التركيز على ريع النفط

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

باعتباره المصدر الوحيد للعملة الصعبة في نظر السلطات المحلية، ولا يختلف الأمر إذا تعلق بنظرة المستثمر الأجنبي* الذي يرى أن العائد المحقق وراء الاستثمار في ذات القطاع مضمون في ظل طفرة الأسعار الحالية.

كما تجدر الإشارة، إلى أن تحسن القطاع الخدمي ما هو إلى نتيجة إعادة حقن ريع النفط فيه، وذلك عن طريق إنفاق حكومي في صورة دعم، أو بعد زيادة الأجور المحولة إلى ذات القطاع، على نحو يُخلق من خلاله فائض في الطلب، هذا الأخير يعالج محليا فقط؛ ويكون ذلك إما بزيادة مخرجات القطاع، أو بارتفاع أسعارها، على اعتبار أن سلعه غير قابلة للتجار، وهذا بخلاف القطاع الصناعي أو الفلاحي، أين يعالج فائض الطلب على مستويهما غالبا باللجوء إلى الاستيراد، وذلك لجمود هيكل الإنتاج وعجزه عن سد تلك الفجوة.

بالنظر إلى ديناميكية نمو القطاعات المساهمة في الناتج المحلي الإجمالي، يمكن القول أن قطاع المحروقات كان السبب الرئيسي وراء المعدلات الموجبة خلال هذه الفترة، كما أنه المتسبب من جهة في تحسين تموقع قطاع الخدمات، ومن جهة أخرى في تأخر القطاع الصناعي والفلاحي، وهذا ما يجعل الاقتصاد الجزائري سطوحيا يتجاوز مع المنطق المنصوص عليه في الجانب الاقتصادي لنظرية لعنة الموارد، والذي يخص المرض الهولندي، غير أن الحكم المطلق عليه بذلك يعد أمرا مسبقا ويسوده الغموض، لأن الأمر يحتاج إلى تمحيص أكثر في كل حيثيات الموضوع.

2- العمالة ونسب التشغيل حسب كل قطاع:

للقوف على حقيقة تداعيات ريع النفط على حركية عنصر العمل بين القطاعات الأساسية للاقتصاد الجزائري يمكن الاستعانة بالجدول التالي:

* وخير دليل على ذلك هو التراجع المستمر للاستثمارات الأجنبية المستقطبة والتي لم تتعد في أفضل حالاتها 3 مليار دولار كندف سنوي، حيث تراوحت حصة الجزائر من التدفقات المتوجهة نحو القارة الإفريقية (2002-2014) بين 2% و5%، وعلى الصعيد العالمي لم تتجاوز 0.14% كمتوسط خلال نفس الفترة، ولقد كانت القبلة المفضلة لتلك التدفقات هي قطاع المحروقات بشكل أساسي، وبذلك اشتركت أطماع المستثمرين الأجانب ونظرة السلطات الجزائرية في نفس القطاع دون مراعاة فعلية لغيره من القطاعات الحساسة.

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

الجدول (3-3): تطور نسب التشغيل حسب القطاعات الأساسية (2001-2013)

2013-2008	2007-2001		
58602 -- 53531	52306 — 49438	تطور حجم العمالة	قطاع المحروقات
5071 عامل	2868 عامل	مدخلات/مخرجات عنصر العمل	
%6.89 - / %0,54 -- %0,58	%24.25 - / %0,60 -- %0,79	نسبة التشغيل / نموها	
8240000 -- 6753000	6395528 -- 4055582	تطور حجم العمالة	قطاع الخدمات
1487000 عامل	2339946 عامل	مدخلات/مخرجات عنصر العمل	
%3.49 / %76,38 -- %73,8	%14.26 / %74,41 -- %65,12	نسبة التشغيل / نموها	
1407000 -- 1141000	1027817 -- 811681	تطور حجم العمالة	القطاع الصناعة القابل للمتاجرة
266000 عامل	216136 عامل	مدخلات/مخرجات عنصر العمل	
%4.77 / %12,51 -- %11,94	%8.13 - / %11,37 -- %13,03	نسبة التشغيل / نموها	
1141000 -- 1252000	1170898 -- 1312069	تطور حجم العمالة	الفلاحة
111000 - عامل	141171 - عامل	مدخلات/مخرجات عنصر العمل	
%22.73 - / %10,57 -- %13,68	%35.3 - / %13,62 -- %21,06	نسبة التشغيل / نموها	
155000 عامل	74965 عامل	تطور حجم العمالة	المجموع
%9.91 -	%26.69 -	نمو نسبة التشغيل	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- Office National des Statistiques. *Chapitre - II – Emploi, Rétrospective Statistique 1962-2011*. Disponible via Internet: www.ons.dz
- Office National des Statistiques. *Activité, Emploi & Chômage en Septembre 2014*. No. 683, décembre 2014. Disponible via Internet: www.ons.dz
- Sonatrach, Rapport Annuel de 2003 à 2014, Disponible via Internet: www.sonatrach.com

اتضح من الجدول أعلاه، أن قطاع المحروقات حتى وإن عرف تطورا في الفترة الثانية (2008-2013) بمدخلات عمل قدرت بـ 5071 عامل، فإن نسبة مساهمته في القوة العاملة الإجمالية* عند أفضل حالاته لم تتعد 0,8% و 0,6% للفترتين الأولى والثانية على التوالي، ناهيك عن نسبته الهامشية إلى إجمالي القوة النشطة** والتي عند نفس الحال والفترة لم تتجاوز 0,52% و 0,57%، وعلى هذا الأساس يمكن الحكم على أن قطاع المحروقات هو قطاع منحصر (منعزل)؛ ومثل هذه القطاعات تمتاز بكثافة رأس المال لا العمل، أي أنها لا تساهم في سيرونة التنمية ولا في عمليات التشغيل.

* نسبة القوة العاملة الإجمالية أو نسبة التشغيل هي عبارة عن السكان المشتغلين بالنسبة إلى السكان في سن الشغل (15 سنة)

** نسبة القوة النشطة هي عبارة عن السكان النشطين بالنسبة إلى السكان في سن الشغل (15 سنة)، مع العلم أن السكان النشطين يتألفون من السكان المشتغلين والسكان النشطين العاملين بالمتزل، بالإضافة إلى الأشخاص الباحثين عن العمل.

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

أما فيما يخص قطاع الخدمات، فقد استطاع أن يستوعب طيلة فترة الدراسة أكثر من 4 مليون عامل منها حوالي 1,5 مليون خلال الفترة الثانية، وبنسب تشغيل تعدت 70%. وعلى النقيض من ذلك، فإن القطاع القابل للمتاجرة استوعب طيلة الفترة حوالي 400 ألف عامل فقط، وعلى الرغم من أن مدخلات العمالة موجبة بقيمها المطلقة، إلا أن نسبة نموها كانت سالبة، ويفسر ذلك بالانخفاض الكبير لنسبة مساهمة القطاع في إجمالي العمالة ككل.

إن الأهم والملاحظ، هو التدهور الكبير في عدد العمال الخاص بقطاع الفلاحة، الذي أدى بدوره إلى تقليص عدد ونسبة العمال في القطاع القابل للمتاجرة ككل، وذلك بالتزامن مع زيادة نسبة مساهمة القطاع غير التبادلي في إجمالي العمالة، هذه الحركية توحى بحدوث انحلال صناعي وفلاحي ناتج عن انتقال عنصر العمل من القطاع القابل للمتاجرة إلى القطاع غير التبادلي، والذي تسبب في تدهور مساهمته في القيمة المضافة الإجمالية للاقتصاد (راجع الجدول رقم: 2-3)، غير أنه يوجد عامل مهم يفند ويعسر فهم العلاقة المفسرة للسبب والنتيجة؛ لأن تدهور القطاع لا يرجع بالضرورة إلى نزوح العمالة الخاصة به إلى القطاع غير التبادلي، ويتمثل هذا العامل في نسبة البطالة الموجودة في الاقتصاد، فالعمالة المستوعبة في القطاع التبادلي قد تكون من فئة البطالين وليس بالضرورة متأتية من القطاع المتأخر، أو أن العمالة المنفصلة عن القطاع القابل للمتاجرة مآلها إلى البطالة وليس حتما إلى القطاع غير التبادلي.

وكخلاصة، فإن قطاع المحروقات كان وراء تسجيل معدلات النمو الوهمية في الناتج المحلي الإجمالي خلال هذه الفترة التي تميزت بارتفاع أسعار النفط، كما أنه المتسبب الأول في تدهور القطاع القابل للمتاجرة وعلى وجه الخصوص في شقه الفلاحي، وذلك بعد تضييع فرصة استغلال ميزاته النسبية والخروج من النظرة الممركة حول قطاع المحروقات، باعتباره المصدر شبه الوحيد للعملة الصعبة، ناهيك عن انحصاره وغياب مساهمته في استيعاب عنصر العمل. كما أن الديناميكية المتسارعة لعمليات التشغيل في القطاع الخدمي قد تكون تعدت طاقته الاستيعابية القصوى، وما هي إلا خطوة لإرضاء المطالب الشعبوية في فترة الرخاء الحالية، كآلية خاطئة لإعادة توزيع ريع النفط في الاقتصاد الوطني، بعد عجز القطاعات الأخرى عن المساهمة في عمليات التشغيل في ظل السياسات الحالية التائهة. وعليه، فقطاع المحروقات في الجزائر كان جزءا في صورة جائزة.

المطلب الثالث: تداعيات ريعية الاقتصاد الجزائري على الجانب النقدي

لم يسلم الجانب النقدي هو الآخر من تداعيات ريعية الاقتصاد الجزائري، بل إنه يتأثر بشكل مباشر وعلى نحو دراماتيكي، فاحتكار حيازة احتياطات الصرف الأجنبية من قبل بنك الجزائر انعكس بشكل كلي على أداء هذا الأخير أثناء إدارته للشؤون النقدية، فالتعامل مع إيراد البترول في السوق النقدي بشكل منحصر، هو المنفذ الذي ينتقل من خلاله أثر ارتفاع أسعار البترول في الأسواق الدولية إلى السوق النقدية المحلية.

1- عمليات تنقيد ريع النفط على مستوى السوق النقدي:

من الالتزامات التنظيمية التي يجب أن تخضع لها الشركات المصدرة للمحروقات (سوناطراك وشركائها)، هي إجبارية التنازل عن كل العوائد (100%)^{*} المتأتية من عملية التصدير والمقيمة بالعملة الصعبة (الدولار) إلى بنك الجزائر، وفي مقابل تلك التنازلات يقوم هذا الأخير بتسليم الشركات المعنية ما يساوي تلك العوائد بالدينار، ويكون ذلك على مستوى حساباتها المفتوحة لدى البنوك التجارية الناشطة في الساحة المحلية¹ أي أن بنك الجزائر يقوم باحتكار عملية الحيازة على عائد البترول المقيم بالدولار، ثم يعمل على تحويل (تنقيد) قيمته إلى عملة الدينار، وهذا ما يصطلح عليه بعملية تنقيد احتياطات الصرف الأجنبي (*Monétisation des réserves officielles de change*).

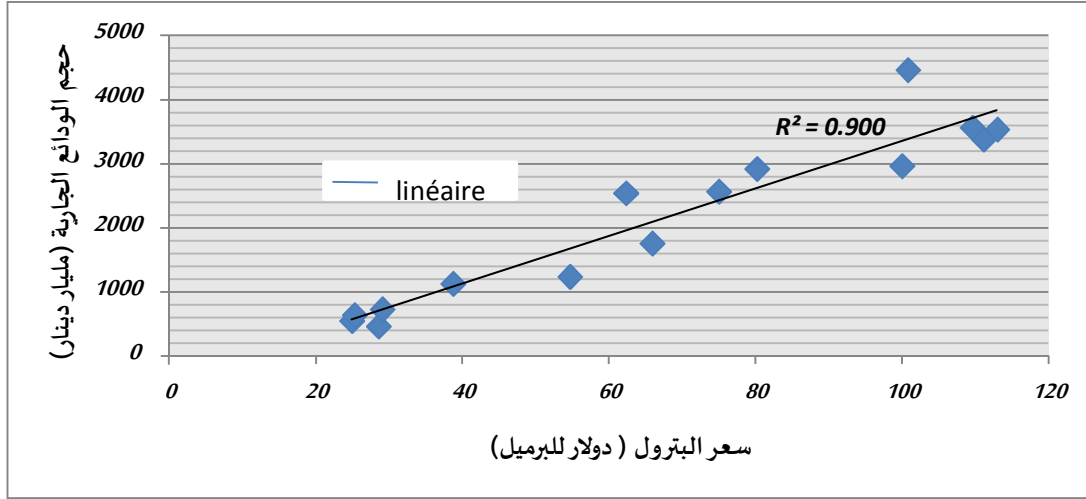
وعلى أساس العملية السابقة ينتقل أثر ارتفاع أسعار البترول في الأسواق الدولية إلى السوق النقدية في الجزائر، وتُترجم في صورة فوائض سيولة منقذة بشكل متواتر. وتجدر الإشارة إلى أن عملية التنقيد تكون في شكل ودائع جارية، وهذا ما أدى إلى نموها بأكثر من خمس مرات في الفترة التي تزامنت والنمو السريع لأسعار البترول (2000-2008)، وبعد التراجع الذي سجلته سنة 2009 بـ 14% كنتيجة لتراجع أسعار البترول بـ 38%، استأنفت تلك الودائع مسارها التصاعدي ولكن بوتيرة متواضعة (نمت إلى نهاية الفترة باعتبار 2009 سنة أساس، بـ 75%) فتشابهت في ذلك مع الوتيرة الخاصة بأسعار البترول. ولتوضيح العلاقة على نحو أفضل يمكن الاستعانة بموجة الانتشار المتعلقة بالمتغيرين كما في الشكل التالي:

* إن الإجراء المتعلق بالتنازل عن كل عوائد الصادرات المقيمة بالعملة الصعبة (100%) لبنك الجزائر خاص بقطاع المحروقات فقط، أما عن الصادرات خارج ذلك القطاع تتنازل عن ما نسبته 50% والباقي يدار في خزائن البنوك التجارية لصالح أصحاب تلك الحسابات.

¹. La Banque d'Algérie. *Évolution Économique et Monétaire en Algérie*. Rapports Annuel 2011 (Alger: Bank of Algeria, Mai 2012): 114

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

الشكل (3-3): موجة الانتشار لأسعار البترول والودائع الجارية لدى البنوك (2000-2014)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- La Banque d'Algérie. Rapports Annuel de 2002 à 2014.

توضح موجة الانتشار أعلاه، أن علاقة أسعار البترول في الأسواق الدولية بالودائع الجارية على مستوى السوق النقدية المحلية، هي علاقة خطية ذات تناسب طردي بالنظر إلى الميل الموجب الخاص بالمنحنى، كما أن معامل الارتباط (حسب مخرجات برنامج *Word*) بين المتغيرين موجب وقوي، ويشير إلى أن 90% من التطورات التي حدثت على مستوى الودائع المحلية مفسرة من قبل التغيرات التي طرأت على سعر البرميل من البترول، وباقي النسبة المتمثلة في 10% ترجع إلى عوامل أخرى (قد تتمثل في عمليات زيادة الأجور، القروض المقدمة للاقتصاد أو عمليات تبييض الأموال...).

2- زوال وظيفة بنك الجزائر كملجأ أخير للإقراض:

إن النمو المتسارع للودائع الجارية في خزائن البنوك التجارية (نمت بأكثر من 8 مرات خلال فترة الدراسة)، راجع بشكل أساسي إلى عمليات التقييد المتتالية لعملة الدولار على مستوى خزائن البنوك التجارية كما تم تبيانه آنفاً، ولكن المشكلة التي أصبحت مطروحة بالنسبة إلى بنك الجزائر هي عزوف تلك البنوك، وكذلك المؤسسات المالية عن اللجوء إلى عمليات إعادة التمويل، أي أنهم أصبحوا في غنى عن الرجوع إلى بنك الجزائر من أجل سد احتياجاتهم التمويلية في ظل استفاضة الموارد البديلة (ودائع قطاع المحروقات)، وكانت بداية ذلك سنة 2001 كما هو مبين في الجدول الموالي:

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

الجدول (3-4): قائم إعادة التمويل المقدم من بنك الجزائر إلى البنوك التجارية (1998-2014)

الوحدة: مليار دينار

2014-2001	2000	1999	1998	حجم عمليات إعادة التمويل
00	170.5	310.8	226.2	

Source: Ibid.

يوضح الجدول أعلاه، أن بنك الجزائر فقد وظيفة من وظائفه الأساسية، ألا وهي الملجأ الأخير للإقراض (*Last resort*) لفترة تتعدى العقد من الزمن، بمعنى آخر؛ حجم مديونية البنوك التجارية اتجاه بنك الجزائر خلال تلك الفترة يساوي الصفر، وأضحت عمليات سد العجز تتم على مستوى السوق البيئي بأسعار فائدة ضئيلة وأقل من معدل الخصم (ثابت منذ سنة 2004 بمعدل 4%)، أي دون إجبارية الرجوع إلى رأس الهرم المكلف بإدارة الشؤون النقدية.

3- تغيير مركز بنك الجزائر من عارض للسيولة إلى طالب لها:

في ظل غياب تمثيل بنك الجزائر لدوره الفاعل كملجأ أخير للإقراض، يمكن القول أنه قد فقد جزءا من سيطرته على البنوك التجارية، لهذا فقد أرغم على عكس مركزه من عارض للسيولة* إلى طالب لها عسى أن يضمن نوعا من الرقابة على السوق النقدي والتحكم في المؤشرات الضرورية للمحافظة على عملية الاستقرار. وكما تمت الإشارة إليه في الجزء النظري، فإن بنك الجزائر كغيره من البنوك المركزية سيفضل التعامل مع حالة انكماش السيولة، لأن هذه الوضعية تمنحه صفة الدائن الصافي للنظام البنكي فيتخذ بذلك مركز المحتكر أو الممول الوحيد للنظام ككل، ويكون باستطاعته تحديد سعر الفائدة وسعر إعادة الخصم بكل أريحية خلال تنفيذ العمليات التمويلية مع الأطراف المقابلة، وعلى هذا الأساس، وفي مثل هذه الوضعية، فإن بنك الجزائر هو المحدد الأول للالتزامات البنوك. وفي الحالة المناقضة، أي حالة الفائض التي تشهدها حاليا الساحة النقدية، قد اتخذ بنك الجزائر وضعية المدين الصافي تجاه النظام البنكي، وذلك لتدخله في السوق النقدي وعكس مركزه إلى طالب للسيولة في صورة مناقصات تتعلق بندايات العروض لاسترجاع الفائض منها، ولكن ذلك يكون في مقابل دفع معدلات فائدة لإغراء البنوك من أجل الدخول في العملية، وعليه فإن البنك المركزي سيؤثر على مقدار ربحية تلك البنوك على عكس الوضعية الأولى التي يحدد فيها التزاماتهم، وهنا تضعف حلقة إضفاء السيطرة على الوضع النقدي، لأن تلك الأطراف غير مجبرة

* وقد كان ذلك سنوات 1990 عن طريق عدة أدوات وهي: نظام الأمانات أو ما يسمى باتفاقيات إعادة الشراء، ونظام المزايدات الذي ينقسم إلى مزايدات خاصة بالقروض وأخرى تخص سندات الخزينة، والهدف منها جميعا هو توفير السيولة في السوق النقدي.

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

على الدخول في العملية، وهذا ما سيتم تبيانَه بالتفصيل في الجزء الخاص بآلية عمل أدوات استرجاع السيولة.

كما أن هناك نقطة أخرى غاية في الأهمية فرضتها حقيقة استفاض السيولة في الساحة النقدية، وهي اقتصار قنوات نقل أثر السياسة النقدية على قناتي سعر الفائدة (الخاص بعمليات استرجاع السيولة) وسعر الصرف، وذلك بعد التعطل التام للقناة المتعلقة بإعادة التمويل والتسبيقات¹، أي تقلص عدد الحلول التي تخول لبنك الجزائر ضبط شؤونه النقدية بشكل اعتيادي على الأقل، وكلما قلت فرصة نقل الأثر المرغوب فيه، كلما اتسعت الفجوة بين السلطة والسوق النقديتين، وتباعدت بذلك البنوك التجارية عن نطاق الرقابة المحكم واللازم توفيره لتجسيد العلاقة بين الطرفين.

المبحث الثاني: تطور المؤشرات ذات الدلالة النقدية

تم تخصيص هذا العنصر ليتناول بشكل أكثر تفصيلا الآثار الناجمة عن التقييد المتتالي لريع النفط على العرض النقدي بمفهومه الواسع والضيق، ومدى تأثير معامل الاستقرار النقدي وسرعة دوران النقود بتلك العملية، بالإضافة إلى بعض المؤشرات المهمة الأخرى التي تكشف ربيعة الجانب النقدي كتحليل عنصر كفاية الاحتياطات الدولية، أثر المزاخمة والتمحيص في رصيد موازنة الدولة في ظل الظروف النقدية الحالية.

المطلب الأول: تطور الكتلة النقدية ومقابلاتها

تحدد الكتلة النقدية بالمفهوم الواسع $M2$ في الاقتصاد الجزائري بمجموعين مجتمعين، الأول يتمثل في صافي الأصول الأجنبية، أما الثاني فيخص صافي الأصول المحلية. ولقد أدت طفرة أسعار البترول في الأسواق الدولية إلى تعيّر جذري لصالح المجمع الأول كمقابل للكتلة النقدية على حساب نظيره الثاني، وكان ذلك انعكاسا لتدفقات العملة الصعبة (الدولار) المتأتية من صادرات المحروقات، ويتضح ذلك جليا بالاعتماد على الجدول التالي:

¹. La Banque d'Algérie. *Évolution Économique et Monétaire en Algérie*. Rapports Annuel 2014 (Alger: Bank of Algeria, Juillet 2015): 129.

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

الجدول (3-5): تطور الكتلة النقدية ($M2$) ومقابلتها (2000-2014)

الوحدة: مليار دينار

المجمع النقدي $M2$	بعض المجموع الفرعية لصافي الأصول المحلية			صافي الأصول المحلية	صافي الأصول الأجنبية	
	قروض للاقتصاد	صافي البنود الأخرى	قروض للدولة			
2022.5	993.7	-374.7	677.4	1246.6	775.9	2000
2473.5	1078.4	-448.2	569.7	1162.8	1310.7	2001
2901.5	1266.7	-626.8	578.6	1145.9	1755.6	2002
3299.5	1380.2	-690.2	423.4	956.8	2342.6	2003
3644.3	1535	-890.6	-20.6	525.2	3119.1	2004
4070.4	1779.8	-880.6	-933.2	-109.2	4179.7	2005
4827.6	1905.4	-1235.9	-1304.1	-687.5	5515	2006
5994.6	2205.2	-1389.4	-2193.1	-1420.9	7415.5	2007
6955.9	2615.5	-2251.5	-3627.3	-3291	10246.9	2008
7173.1	3086.5	-3287.2	-3488.9	-3712.6	10885.7	2009
8280.7	3268.1	-3570.3	-3392.9	-3715.8	11996.5	2010
9929.2	3726.5	-4290.6	-3406.6	-3993.2	13922.4	2011
11015.2	4287.6	-4850.2	-3334	-3924.8	14940	2012
11941.6	5156.3	-5175.7	-3235.4	-3283.6	15225.2	2013
13663.9	6504.6	-6529.3	-2015.2	-2070.6	15734.5	2014

Source: Ibid.

يتضح من البيانات المعطاة في الجدول أعلاه، أن هناك اتجاهين متضادين تماما فيما يخص المجمعين الرئيسيين المعبرين عن مقابل الكتلة النقدية، فصافي الأصول الأجنبية كانت تنمو بشكل متزايد ومستمر، في حين أن صافي الأصول المحلية اتجهت نحو التراجع لتسجل بذلك معدلات نمو سالبة منذ سنة 2005. أما الكتلة النقدية بالمفهوم الواسع $M2$ ، فشأنها في ذلك شأن المقابل الأجنبي، فلم يسجلا طيلة الفترة تراجعا وحيدا حتى في سنة 2009 التي تصادفت والأزمة المالية العالمية.

بلغة الأرقام، نجد أن قائم صافي الأصول الأجنبية نما إلى نهاية الفترة بأكثر من 19 مرة (2000 سنة أساس)، غير أن نمو قائم الكتلة النقدية $M2$ خلال نفس الفترة لم يتعد 6 مرات، وعلى الرغم من أن هذا المعدل، إن لم تصاحبه نسبة نمو تماثله على الأقل في الجانب الحقيقي، سينعكس أثره على معدلات التضخم بشكل مباشر، إلا أنه كان من الممكن أن تنمو الكتلة النقدية بأكثر من ذلك؛ أي بنفس معدل نمو مقابلها الأجنبي. ويرجع أصل تباين معدلي النمو بين الطرفين إلى السلوك المضاد للمقابل المحلي المسؤول عن تخفيف انعكاس أثر تطور المقابل الأجنبي على الكتلة النقدية، أي أنه كسر حلقة الربط بين الطرفين بعد تراجعه

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

بأكثر من ثلاثة مرات ونصف (خلال نفس الفترة إذا تم استثناء سنة 2014 لاستخراج المعدل المستمر للنمو بالسلب).

في سنة 2005* سجل صافي الأصول المحلية أول معدل سالب له بعد تراجع مستمر منذ بداية الفترة، وتميزت المرحلة 2008-2005 بانخفاض حاد سجل على إثره تراجع قدر بـ 29 مرة كضرورة فرضها تطور قائم صافي الأصول الأجنبية، وكانت بذلك الآلية المثلى لتحديد تلك التطورات ومنع انتقال آثارها على المعروض النقدي ولو بشكل نسبي.

وعلى نحو أكثر تفصيلا للمجاميع السابقة، نجد أن الحصة النسبية لاحتياطيات الصرف الرسمية ضمن توليفة صافي الأصول الأجنبية قد تراوحت بين 98% و 99%، وبنسبة تطور تعدت 14 مرة إلى غاية سنة 2011، أما الذهب فانخفضت حصته النسبية إلى 0.07% بعدما كانت في حدود 0.1% على الرغم من ثبات نسبي لقيمه المطلقة (نما خلال نفس الفترة بـ 0.9%)، وباقي الحصة كانت من نصيب البنود الأخرى المتبقية وأبرزها حقوق السحب الخاصة.¹ وهذا إن دل على شيء، فهو يدل على أن احتياطيات الصرف الرسمية هي المسؤولة عن النمو الدراماتيكي الذي حدث على مستوى صافي الأصول الأجنبية وعلى وجه الخصوص تلك المتعلقة بعملة الدولار، بعد تزايد تدفق عوائد النفط إلى الاقتصاد الجزائري.

أما فيما يخص التراجع المسجل على مستوى صافي الأصول المحلية، فهو ناتج عن تعاضد المبالغ المحولة إلى صندوق ضبط الإيرادات والحساب الجاري التابعين لخزينة الحكومة والمسجلين تحت بند صافي الإقراض للدولة، والتي أصبحت في وضعية الدائن للنظام البنكي ككل منذ سنة 2004، ولبنك الجزائر مع مستهل سنة 2000، وهذا ما يفسر تسجيل تلك المبالغ بإشارة الناقص على مستوى ميزانيته. ولقد تضاعف سنة 2008 معدل النمو السالب الخاص بتلك الأرصدة ست مرات إذا أخذت 2000 كسنة أساس، ثم شهد بعد ذلك وتيرة نمو سالبة ومتذبذبة إلى نهاية الفترة. وتجدد الإشارة إلى أن هناك عاملا ساهم هو الآخر في تراجع صافي الأصول المحلية، ويتمثل في البند الخاص بصافي البنود الأخرى، والذي تدرج تحته التعاملات ذات العلاقة بالأفراد والمؤسسات المالية، وهو أيضا متمركز في وضعية الدائن بقائم نما سلبا طيلة الفترة بأكثر من 18 مرة.

* وذلك طبقا لما يرد في الوثيقة التي تخص الوضعية النقدية إجمالا، وهي تضم الجامع المتعلقة بالبنوك التجارية وبنك الجزائر مجتمعة، لأن ذات الجامع (صافي الأصول المحلية) قد سجل المعدل السالب سنة 2004 في الوثيقة الخاصة بوضعية بنك الجزائر فقط.

¹ La Banque d'Algérie. Bulletin Statistique: Séries Rétrospectives, Juin 2012. Disponible via Internet: www.bank-of-algeria.dz

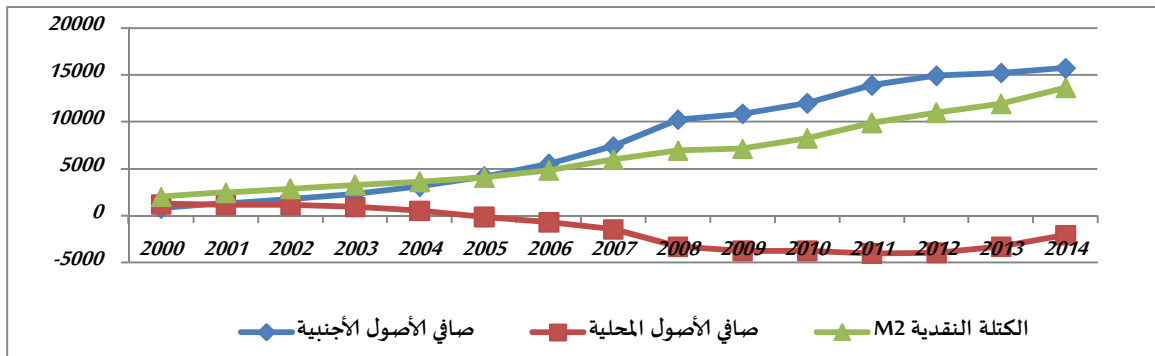
الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

ويعتبر المتغيران السالفا الذكر هما المسؤولان عن تراجع صافي الأصول المحلية، ومساهمتها تمثلت في تثبيت عملية خلق النقود، وذلك بخلاف البند الخاص بالقروض المقدمة للاقتصاد، الذي ساهم في العملية بشكل إيجابي، وسجل على إثر ذلك معدل نمو تعدى 13 مرة طيلة الفترة، وهذا ما يعكس ضرورة توفير حد أدنى من الائتمان المقدم للاقتصاد حتى في ظل الفوائض الهيكلية للسيولة.

وعليه، تعد الأصول الأجنبية الصافية، وعلى وجه التحديد في جزئها الخاص باحتياطات الصرف الرسمية، بالإضافة إلى القروض المقدمة للاقتصاد بشكل أقل حدة، هما المعينان بعمليات الإصدار النقدي الجديد في الجزائر خلال فترة الدراسة، أما فيما يخص كل من صافي الإقراض للدولة وصافي البنود الأخرى فمساهمتها غير معدومة وإنما عكسية وتهدف إلى التخفيف من حدة الإصدار النقدي الناتج عن تنقيد ريع البترول في السوق البيئية.

ومن المهم الإشارة إلى أن المجموع النقدي بالمفهوم الضيق $M1$ ، هو المكون الذي يعكس عمليات الإصدار النقدي المتواترة، لأن عمليات تنقيد ريع النفط تتم في شكل ودائع جارية كما أسلفنا، وهي أحد مكونات ذلك المجموع، وبذلك استطاع أن يمثل المحرك الأساسي للنمو المسجل على مستوى المجموع النقدي بالمفهوم الواسع $M2$ ، بحصة نسبية تراوحت بين 50% و 70% كأكبر وأقل قيمة على التوالي، أما أشباه النقود (*Quasi-monnaie*) فمساهمتها كانت ضئيلة ومثلت الحصة المناظرة، كما أن فارق نسبة النمو بين المجموعين الضيق والواسع جد ضئيل (نما المجموع $M1$ بمعدل ست مرات خلال الفترة ككل، كما أن $M2$ شارف على مساواة ذلك المعدل). ويبين الشكل الموالي، سيرورة النمو لكل من الكتلة النقدية $M2$ ومقابلها المحلي والأجنبي على نحو أكثر وضوحا:

الشكل (3-4): نمو الكتلة النقدية ($M2$) ومقابلها المحلي والأجنبي (2000-2014)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول (3-5).

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

يتضح جليا من الشكل المعطى أعلاه، أن التغير في صافي الأصول المحلية يتجاوب عكسيا مع التغيرات المسبقة على مستوى نظيرتها الأجنبية، وبذلك أضحي حجم تزايد هذه الأخيرة هو المحدد الرئيسي لحجم التناقص في سابقتها، والفرق الحاصل بين حجمي التغير يحدد مقدار النمو في الكتلة النقدية بالمفهوم الواسع $M2$ ، باعتبارها تعادل مجموع المجموعين، وإذا عزل أحدهما التغير الحاصل في الآخر، فسيبقى العرض النقدي ثابتا شرط أن يتساوى حجم الزيادة والنقصان.

ويتضح أيضا من نفس الشكل، أنه منذ سنة 2005 تعدى قائم صافي الأصول الأجنبية حجم الكتلة النقدية، واتجه في نفس الاتجاه ذو الميل الموجب، ليعكسا بذلك ضرورة توفر السيولة في الاقتصاد، لكن بوتيرة متباينة تسبب فيها الاتجاه المعاكس لصافي الأصول المحلية، التي عمدت لتخفيف النمو في الكتلة النقدية $M2$ ، وذلك بخلاف الفترة التي سبقت سنة 2005، حينما كانت المبالغ نسبيا أقل، واتجه الكتلة النقدية من اتجاه المقابلين على الرغم من تناقص صافي الأصول المحلية.

وخلاصة القول، أن طفرة أسعار البترول في الأسواق الدولية، كانت كافية لإحداث تغيير جذري في هيكل توليفة مقابلات الكتلة النقدية، وأصبح نشاط بنك الجزائر منصبا على التعامل مع وضع تقريبا لم يشهده قبل هذه الفترة. ويعد هذا الجانب من أهم الجوانب التي تكشف عن ريعية الاقتصاد الجزائري وتحليلتها في الوضع النقدي المتأثر كليا بعمليات حيازة تدفقات ريع النفط وأحجامها.

المطلب الثاني: مؤشرات تنامي السيولة، معامل الاستقرار النقدي وسرعة دوران النقود

من أجل الوقوف على حقيقة أحجام السيولة المستفيضة على مستوى الساحة النقدية سيتم التركيز على بعض المؤشرات، والتي تعبر في حقيقة الأمر عن نسبة مجمع ما مقارنة بمجمع بآخر أو بالنتائج المحلي الإجمالي، وذلك ودون الاعتماد على القيم المطلقة لتلك المجمعات من أجل إعطاء صورة أكثر وضوحا.

1- مؤشرات تنامي السيولة:

للاستدلال على حقيقة استفاض السيولة في الساحة النقدية، سيتم الاستعانة ببعض المؤشرات التي تعمل من جهة على قياسها وتقدير حجمها، ومن جهة أخرى على تشخيص أسبابها، ومن بينها ما يلي:

$$- \text{ مؤشر تنقيد صافي الأصول الأجنبية } \left(\frac{NFA}{M1}, \frac{NFA}{M2} \right)؛$$

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

- مؤشر فجوة الموارد / الاستخدامات ($\frac{C}{D}$)؛
- مؤشر التداول النقدي خارج البنوك ($\frac{CF}{M2}$).

والجدول الموالي يبين تطور تلك المؤشرات، التي هي في حقيقة الأمر عبارة عن نسب متداخلة لبعض المجمعات النقدية والقرضية.

الجدول (3-6): مؤشرات تنامي السيولة (2000-2014)

الوحدة: (%)

المؤشر	تطور مؤشر تنقيد صافي الأصول الأجنبية		تطور مؤشر فجوة الموارد / الاستخدامات		تطور مؤشر التداول النقدي خارج البنوك
	$NFA/M1$	$NFA/M2$	C/D	الفائض	$CF/M2$
2000	74	38.3	68.87	31.13	24
2001	105.8	52.9	60.20	39.80	23.3
2002	123.9	60.5	59.51	40.49	22.9
2003	142.5	70.9	56.47	43.53	23.7
2004	144	85.5	56.71	43.29	24
2005	171.4	102.6	60.09	39.91	22.6
2006	173.5	114.2	54.15	45.85	22.4
2007	175.1	123.7	48.78	51.22	21.4
2008	206.3	147.3	50.64	49.36	22.1
2009	220.1	151.7	59.95	40.05	25.5
2010	208.4	144.8	56.16	43.84	25.3
2011	194.9	140.2	55.35	44.65	25.9
2012	194.48	135.6	59.24	40.76	26.8
2013	184.55	127.50	66.21	33.79	26.8
2014	164.24	115.15	71.34	28.66	26.8

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- La Banque d'Algérie. Rapports Annuel de 2002 à 2014.

توضح من خلال تطور مؤشر تنقيد صافي الأصول الأجنبية، أن هناك نقطتين زمنييتين في غاية الأهمية، ويمكن الاستدلال بهما لأخذ صورة، ولو أولية، عن وضعية السيولة النقدية في الجزائر، وتمثلت الأولى؛ في تجاوز قائم صافي الأصول الأجنبية نظيره الخاص بالعرض النقدي بالمفهوم الضيق $M1$ ، وكان ذلك سنة 2001 بـ 105.8%، ومضاعفة تلك النسبة بعد ذلك في ثلاث مناسبات، 2008، 2009 و2010 بمعدلات كانت على التوالي، 206.3%، 220.9% و208.4%. أما نقطة التحول الزمنية الثانية؛ فهي خاصة بتجاوز نفس القائم حجم الكتلة النقدية بالمفهوم الواسع $M2$ سنة 2005 بمعدل 102.6%.

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

ومن المفيد الإشارة، إلى أنه لو حدث وأن انعكست نسبة النمو في صافي الأصول الأجنبية على المعروض النقدي بمفهومه الضيق والواسع، لما تعدى المؤشر عتبة 100% أو حتى أقل من ذلك، وهذا ما يوحي بأن هناك عملية تحيدية تظهر من خلال سلوك صافي الأصول المحلية، من أجل التخفيف من الأثر المنقول بين الطرفين كما تم تبيانه آنفا.

وعلى الرغم من بقاء المؤشر بشقيه، الأول والثاني، فوق عتبة 100% في الفترة ما بعد سنة 2009 إلا أنه اتجه نحو الانخفاض، ليعكس وتيرة النمو المتواضعة لصافي الأصول الأجنبية في تلك الفترة إذا ما قورنت بسابقتها، وسبب ذلك يعود إلى بداية التراجع النسبي لأسعار البترول في الأسواق الدولية، باعتباره المتحكم الأوحده تقريبا في هذا المجمع النقدي.

أما بالنسبة إلى مؤشر فجوة الموارد/ استخدامات، فاستفاض الموارد لدى البنوك التجارية بعد عمليات تنقيده ريع البترول في الساحة النقدية، جعلها تعزف عن اللجوء إلى بنك الجزائر لسد عجزها الذي لم يعد له وجود (إلا لدى بعض البنوك، وبشكل طفيف، وتتم عملية سده في السوق البيئي)، حتى في سنة 2009 الموافقة للأزمة المالية العالمية. ولكن المشكلة المطروحة في مثل هذه الظروف هي كيفية تعامل البنوك مع الحجم الهائل لتلك الموارد، وانعكاس ذلك على الوضع النقدي بشكل خاص. وتعد المبالغ الموجهة نحو القروض، والأخرى التي لا تسلك نفس السلوك، أحد الجوانب التي يمكنها تفسير وتشخيص المشكلة والإجابة على التساؤلات الفارطة.

واتضح من خلال نفس الجدول السابق، أن الفجوة بين الموارد (الودائع) والاستخدامات (القروض)، قد تعدت في جل السنوات الثلث $\frac{1}{3}$ ، وبلغت أوجها سنة 2007 بأكثر من نصف القيمة (51.22%)، أي ما يتعدى 2.3 تريليون دينار من الموارد في شكل أرصدة عاطلة ولم توجه نحو القروض وأكثر من ذلك سنة 2011 أين تعدى قائمها 3 تريليون دينار بنسبة 44.25%، وكأن نظام الوساطة المالية في الجزائر لا يشجع على الوساطة، بل ويدعم مفهوم الاكتناز، فضلا على أن نسبة القروض الممنوحة يشترك فيها كلا القطاعين، العام والخاص، بميمنة البنوك العامة على عمليات التمويل، هذا إن كانت تلك القروض غير استهلاكية في الأصل.

وتعد الجزئية الخاصة بنقص استيعاب الاقتصاد الجزائري لتلك الفوائض، من أهم الأسباب التي تفسر ركود تلك السيولة، فعدم وجود القنوات المناسبة لتسريبها في الاقتصاد، على نحو خلاق للقيمة المضافة

الفصل الثالث: ربيع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

أدى إلى بقاء هذه الأرصدة بتلك الأحجام وعلى ذلك الشكل، وعدم انعكاسها على الجانب الحقيقي بعد زيادة سرعة دورانها في الاقتصاد الجزائري، سوف يضغط على معدلات التضخم نحو الأعلى، وتضيع بذلك فرصة تحقيق معدلات نمو إيجابية، في ظل غياب خطة فعلية لاستغلال تلك الموارد بالشكل الصحيح.

ويعبر التداول النقدي خارج البنوك، عن أحد المتغيرات التي تعمل على زيادة معدل السيولة في الاقتصاد، كما يستدل بها على تقليدية أو شمولية النظام البنكي في دولة معينة. واتضح من خلال نفس الجدول الموضح أعلاه، أن نسبة التداول النقدي خارج البنوك (*Circulation Fiduciaire*) تعدت ربع الكتلة النقدية بالمفهوم الواسع $M2$ ، خصوصا في السنوات الأخيرة (2009-2014) بعد الإصلاحات التي مست سلم الأجور، كزيادة مستوى الأجر القاعدي سنة 2012، بالإضافة إلى الدفعات ذات الأثر الرجعي (أبرزها تلك المتعلقة بقطاع التعليم للسنتين 2008-2009)، التي بلغت 8% و7% كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي خارج قطاع المحروقات للسنتين 2011 و 2012 على التوالي¹. ولقد تراوح حجم التداول النقدي خلال تلك الفترة ما بين 2000 وأكثر من 3500 مليار دينار.

ويمكن إرجاع أسباب بقاء تلك المبالغ الضخمة خارج الدائرة البنكية إلى عدة نقاط أهمها:

- تفضيل التعامل النقدي لدى الجمهور ونقص ثقافتهم المصرفية، بالإضافة إلى ميولهم نحو الاكتناز والتعامل في السوق السوداء؛
 - انعدام حيلة النظام البنكي ونقص مصرفيته لتعبئة تلك المبالغ، ثم توجيهها إلى قروض منتجة، خاصة في وضعه الحالي الذي يبنى بالاستغناء عنها تماما في ظل توفر البديل المتمثل في ودائع قطاع المحروقات.
- للإشارة، فإنه يمكن الاستدلال على ظاهرة التضخم المكبوت في الاقتصاد الجزائري، استنادا إلى المؤشرين الأخيرين (مؤشر فجوة الموارد/ استخدامات والتداول النقدي خارج البنوك)، لقدرتهما على إعطاء صورة شافية عن ظاهرة الفوائض النقدية المعطلة، والتي تهدد مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر.

¹. International Monetary Fund. *Algeria: 2011 Article IV Consultation—Staff Report; Public Information Notice*, IMF Country Report No. 12/20 (Washington, D.C: International Monetary Fund, January 2012): 06.

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

2- معامل الاستقرار النقدي وسرعة دوران النقود¹:

إن مقارنة نسبة التغير في المعروض النقدي بتلك المتعلقة بالنتائج الحقيقي، يمكن أن تحدد حجم الهوة

بين المتغيرين، أو ما يعرف بمعامل الاستقرار النقدي، ويحسب وفق العلاقة: $\frac{\Delta M/M}{\Delta GDP/GDP}$

أما سرعة دوران النقود، فتعبر عن عدد المرات التي تستعمل فيها الوحدة النقدية لإجراء المعاملات

خلال فترة زمنية معينة، وتعطى بالعلاقة: $GDP/M2$

والجدول الموالي يوضح تطور كلا المؤشرين:

الجدول (3-7): معامل الاستقرار النقدي وسرعة دوران النقود (2000-2014)

$GDP/M2$	$\frac{\Delta M2/M2}{\Delta GDP/GDP}$	$\Delta M2/M2$	$\Delta GDP/GDP$	M2 (مليار دينار)	GDP (مليار دينار)		
					بالأسعار الجارية	بالأسعار الحقيقية	
-	-	-	-	1789.4	3238.20	246.852	1999
2.0388	5.9212	0.1303	0.0220	2022.5	4123.50	252.273	2000
1.7090	4.8345	0.2230	0.0461	2473.5	4227.11	263.919	2001
1.5588	3.0899	0.1730	0.0560	2901.5	4522.77	278.699	2002
1.5919	1.9051	0.1372	0.0720	3299.5	5252.32	298.765	2003
1.6873	2.4302	0.1045	0.0430	3644.3	6149.12	311.612	2004
1.8578	1.9817	0.1169	0.0590	4070.4	7561.98	329.997	2005
1.7610	10.9427	0.1860	0.0170	4827.6	8501.64	335.607	2006
1.5602	7.1099	0.2417	0.0340	5994.6	9352.89	347.018	2007
1.5877	8.0180	0.1604	0.0200	6955.9	11043.70	353.958	2008
1.3896	1.9516	0.0312	0.0160	7173.1	9968.03	359.622	2009
1.4481	4.2890	0.1544	0.0360	8280.7	11991.56	372.569	2010
1.4623	7.1099	0.1991	0.0280	9929.2	14519.81	383.001	2011
1.4383	3.3144	0.1094	0.0330	11015.2	15843.00	395.640	2012
1.3970	3.0036	0.0841	0.0280	11941.6	16681.92	406.717	2013
1.2592	3.5177	0.1442	0.0410	13663.9	17205.10	424.651	2014

ملاحظة: معامل الاستقرار يعتمد على الناتج المحدد بالأسعار الثابتة، أما سرعة دوران النقود فيُعتمد في حسابها على الأسعار الجارية.

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- La Banque d'Algérie. Rapports Annuel de 2002 à 2014.
- World Bank Open Data. Available at: <http://data.worldbank.org/>

¹ . للتفصيل أكثر أنظر:

Martin Feldstein and James H. Stock, "The Use of a Monetary Aggregate to Target Nominal GDP," in *Monetary Policy*, ed. N. Gregory Mankiw, (Chicago: University of Chicago Press, January 1994), 07-69.

<http://papers.nber.org/books/greg94-1>

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

اتضح من الجدول أعلاه، أن الاقتصاد الجزائري شهد خلال الفترة ككل فجوة لصالح المعروض النقدي سجلت القمة سنة 2006، وكانت أكبر نسبيا خلال الفترة 2000-2009 من الفترة التي تلتها وهذا يوحي بأن الزيادة في الكتلة النقدية بالمفهوم الواسع $M2$ لا تنعكس على الجانب الحقيقي ولا تحدث بذلك معدل النمو المرغوب فيه، هذا إن كان توسعه يهدف في الأصل إلى ذلك.

أما عن سرعة دوران النقود، فلا تختلف جوهريا مع معامل الاستقرار النقدي، فرغم تذبذبا بشكل متقارب، إلا أن مسارها عموما كان متجها نحو الانخفاض التدريجي، ليرجم النمو المتزايد في مقام العلاقة الموضحة سابقا، أي المتعلق بالكتلة النقدية $M2$ ، بعبارة أخرى؛ بطئ في حركة دوران النقود لوجود أحجام هائلة من السيولة في شكل أرصدة عاطلة ولم توجه إلى الاستغلال.

وعلى أساس كل ما سبق، يمكن القول أن الساحة النقدية في الجزائر تعاني من مشكل فائض السيولة الميكلي، بشكل يضغط على أداء بنك الجزائر أثناء أداء مهمته الاعتيادية، ويعسر من عملية ضبطه لمحددات الاستقرار النقدي، والأمر الذي يزيد مهمته تعقيدا، هو عدم قدرة الاقتصاد المحلي على استيعاب تلك الفوائض، وتحويلها إلى قيمة مضافة، على نحو يعمل من جهة على تخفيف البوادر التضخمية المحتملة، ومن جهة أخرى يحقق، على الأقل، معدلات النمو المخطط لها.

المطلب الثالث: تطور بعض المؤشرات الأخرى ذات العلاقة المباشرة بتدفقات ريع النفط

هناك مؤشرات أخرى لا تقل أهمية عن سابقتها، بل أنها تكشف ربيعة الجانب النقدي في الجزائر بامتياز، وسيتم التركيز على كفاية الاحتياطيات الدولية التي أخذت منحى تصاعدي غير مسبوق بالتزامن مع وفرة أسعار البترول الحالية، وأثر المزاحمة الذي لا يبدو أنه محل قلق بالنسبة للقطاع الخاص، بالإضافة إلى تحليل رصيد ميزانية الدولة وبالأخص من دون موارد صندوق ضبط الإيرادات.

1- كفاية الاحتياطيات الرسمية في الاقتصاد الجزائري:

يعبر مصطلح الكفاية عن المدة الزمنية التي يكون من الممكن فيها تغطية قائم الاستيراد عن طريق اللجوء إلى حجم احتياطي الصرف المكون في اقتصاد معين. وعلى اعتبار أن ريع النفط مسعر بالعملة الصعبة في الأسواق الدولية، فمن الطبيعي أن ينعكس ذلك على مستوى كفاية احتياطيات الصرف الرسمية (بهيمنة عملة الدولار) في الاقتصاد الجزائري.

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

وللوقوف على حقيقة كفاية تلك الاحتياطيات، أو ما يعرف بنسبة تغطية أشهر الاستيراد، سيتم الاعتماد على المؤشر الأشهر والمعياري تقريبا في حل الدراسات التي تهتم بهذا الجانب، على غرار بنك الجزائر، وهو مؤشر *Triffin**، الذي يحدد نسبة التغطية استنادا إلى حاصل قسمة احتياطيات الصرف على الواردات (*R/IM*)، ويفترض أن مدة التغطية المثلى هي ثلاثة أشهر (أو 30% كنسبة مئوية). والجدول الموالي، يوضح كفاية احتياطيات الصرف الرسمية حسب بنك الجزائر بالاعتماد على ذات المؤشر.

الجدول (3-8): كفاية الاحتياطيات الرسمية في الاقتصاد الجزائري حسب مؤشر *Triffin* (2000-2014)

مؤشر <i>Triffin</i>		الواردات	الاحتياطيات	
أشهر	(%)	(مليار دولار)	(مليار دولار)	
12.19	101.62	11.71	11.9	2000
18.08	150.67	11.92	17.96	2001
19.14	159.49	14.49	23.11	2002
24.33	202.71	16.24	32.92	2003
23.72	197.66	21.81	43.11	2004
27.36	228.00	24.64	56.18	2005
36.66	305.50	25.46	77.78	2006
39.73	331.07	33.28	110.18	2007
34.99	291.62	49.07	143.1	2008
36.41	303.40	49.08	148.91	2009
38.33	319.46	50.78	162.22	2010
36.77	306.41	59.47	182.22	2011
36.68	305.64	62.38	190.66	2012
35.41	295.07	65.75	194.01	2013
30.08	250.71	71.37	178.93	2014

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- La Banque d'Algérie. Rapports Annuel de 2002 à 2014.

إن مدة التغطية كانت أعلى من المثالية في كل السنوات كما هو معطى في الجدول أعلاه، فقد شهدت معدلات نمو متسارعة ودون تذبذب من بداية الفترة إلى غاية سنة 2008، حيث سجلت فيها النسبة الأعلى بـ 40 شهرا تقريبا (أكثر من ثلاثة سنوات)، أي بمعدل نمو تعدى 7مرات، وكنسبة فقد تجاوزت 300% في نفس السنة، وهي أكبر من المثالية بتسعة أضعاف كذلك. أما في ما تبقى من سنوات بدأت نسبة التغطية تشهد تراجعا ملحوظا، وذلك راجع إلى سببين رئيسيين أولهما؛ الارتفاع المتزايد لقائم

* تمت صياغة هذا المؤشر من قبل الاقتصادي *Robert Triffin* وكان ذلك سنة 1947، ويعد من أهم المقاييس التقليدية التي تهدف إلى تحديد كفاية الاحتياطيات الدولية في بلد معين بعد تضمين الواردات كأهم عنصر في ميزان مدفوعاته، ومعرفة مدى قدرة الدولة على الاستمرار في تغطية المتطلبات الخاصة بتلك الواردات عن طريق اللجوء إلى أرصدها الاحتياطية فقط.

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

الاستيراد الذي تجاوز 60 إلى 70 مليار دولار (واردات السلع، بالإضافة إلى واردات الخدمات من غير مداخيل العوامل)، وهو مستوى لم تشهده الجزائر في تاريخها المستقل. أما السبب الثاني؛ فتمثل في بداية تراجع أسعار البترول في الأسواق الدولية، باعتباره المحدد المهيمن لاحتياطيات الصرف الرسمية. وعليه تراجع بسط علاقة *Triffin* تزامنا وتزايد مقامها، أدى إلى تراجع نسبة التغطية في السنوات الأخيرة.

وتجدر الإشارة، إلى أنه حتى وإن شهد معدل التغطية تراجعا في الفترة المذكورة سابقا، إلا أنه مازال أكبر من المستوى الأمثل، ومن أجل تحديد الحجم الفائض للاحتياطيات بعد تغطية الفترة المثلى للواردات ستم الاستعانة بالجدول التالي:

الجدول (3-9): الاحتياطيات المثلى والفائضة حسب مؤشر *Triffin* (2000-2014)

الوحدة: مليار دولار (ما لم يذكر خلاف ذلك)

الاحتياطيات الفائضة		الاحتياطيات المثلى لفترة 3 أشهر	إجمالي الاحتياطيات	
نسبتها (%)	حجمها			
75.40	8.97	2.93	11.9	2000
83.41	14.98	2.98	17.96	2001
84.32	19.49	3.62	23.11	2002
87.67	28.86	4.06	32.92	2003
87.35	37.66	5.45	43.11	2004
89.04	50.02	6.16	56.18	2005
91.82	71.42	6.37	77.78	2006
92.45	101.86	8.32	110.18	2007
91.43	130.83	12.27	143.1	2008
91.76	136.64	12.27	148.91	2009
92.17	149.53	12.7	162.22	2010
91.84	167.35	14.87	182.22	2011
91.82	175.07	15.6	190.66	2012
91.53	177.57	16.44	194.01	2013
90.03	161.09	17.84	178.93	2014

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول (3-8).

إن الاحتياطيات الفائضة عن تلك الواجبة من أجل تغطية الواردات لفترة 3 أشهر، حسب الجدول أعلاه، كانت كلها إيجابية ومتزايدة من سنة إلى أخرى، حيث تراوحت نسبة القائم الفائض عن المستوى الأمثل بين 75% و 92%، وهي معدلات جد عالية، وتطرح إشكالية التعامل أو الاستثمار الأنسب لتلك

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

الأرصدة، وتتم الإجابة عن ذلك بشكل ضبابي في التصريحات المتواترة لمحافظ بنك الجزائر¹ حين يُقر بأن تلك الاحتياطات تحظى بسياسة استثمارية جد حذرة من قبل بنك الجزائر، باعتبارها حائط الصد أمام الأزمات الخارجية المتوقعة، ولأجل ذلك، أُسست لها الأهداف الاستثمارية التالية:

- الحفاظ على قيمة رأس المال: وذلك من خلال التقليل من خطر الخسارة السوقية لتلك الاحتياطات، عن طريق الاحتفاظ بمحفظة متنوعة الأصول وذات النوعية الرفيعة (سندات حكومية)؛
- مستوى عال من السيولة: حيث يتم توظيفها في أصول ذات تواريخ استحقاق قصيرة أو متوسطة الأجل، أو توفر إمكانية إعادة بيعها بسرعة دون فقدان قيمتها؛
- المردودية: وذلك من خلال الاستثمار في توليفة تحقق أفضل مردود، مع الأخذ في الحسبان عاملي المخاطرة والسيولة.

يتضح من السياسة الاستثمارية التي رسمها بنك الجزائر لاحتياطات الصرف الرسمية، أنه يضع مفهوم الأمان والسيولة في المقام الأول، باعتبارهما المحددان الرئيسيان لمفهوم المردودية، وهما على علاقة عكسية بما يبدو ذلك جليا من خلال عبارة "أصول ذات نوعية رفيعة"، أي تأمينها في أصول بعيدة عن أحداث تقلبات الأسواق المالية (سندات الحكومة الأمريكية مثلا)، وإن كان ذلك على حساب ربحيتها، لأن أسعار الفائدة المطبقة على تلك الأصول، في الغالب تكون زهيدة لانعدام المخاطرة فيها، واستثمار كل الاحتياطات بهذا الشكل، أمر يثار فيه الجدل، حتى ولو كان بنك الجزائر مؤسسة لا تهدف إلى تعظيم الربح.

إن تعامل بنك الجزائر مع احتياطات الصرف الرسمية بهذه الطريقة، يوحي بأن دورها انحصر في بقائها كأرصدة احتياطية لا غير، إذا تم استثناء الترتب اليسير المتأتي من عملية الاستثمار، وهذا لتوفير عنصر الاستجابة السريعة أمام الأزمات التي يمكن أن تحدث مستقبلا، لأن ريع البترول هو المسؤول عن تكوينها وقد يكون هو ذاته المسؤول عن استنزافها، إذا حدث وأن بدأت أسعاره في الانخفاض لفترة تتعدى الأجل القصير، ناهيك عن احتمال الأزمات الأخرى، خصوصا تلك المتعلقة بمراكز ثقل الاقتصاد العالمي، أو التي لها تأثير مباشر على الاقتصاد الجزائري.

¹ Mohammed Laksaci (Gouverneur de la Banque d'Algérie), *Evolutions Economiques et Monétaires en 2010 et Eléments de Tendances du Premier Semestre 2011*, Communication devant l'Assemblée Populaire Nationale, Alger, 16 octobre 2011. Disponible via Internet: www.bank-of-algeria.dz

2- غياب أثر المزاحمة (Crowding-out Effect):

إن غياب أثر المزاحمة (الاقضاء)، راجع بشكل أساسي إلى عمليات التمويل الذاتي التي تقوم بها كل من الحكومة وشركة سوناطراك للاستثمارات الخاصة بما خلال السنوات الأخيرة، بعد تعزز وضعيتهما المالية جراء مداخيل صادرات النفط، ويعد هذا أمرا جد إيجابي بالنسبة لقطاع باقي الاقتصاد (القطاع الخاص والعائلي) من ناحية توفر فرص التمويل المحلي، وبالضبط من النظام البنكي، وبأسعار فائدة معقولة دون أن يقصى من قبل القطاع العام، الذي هو في غنى عن هذه المصادر حتى الآن.

ولقد أوضح محافظ بنك الجزائر،¹ أنه خلال الفترة 2005-2009 تمكن النظام البنكي من تمويل ما نسبته 49.1% من إجمالي الاستثمارات الخاصة بقطاع باقي الاقتصاد الوطني، أما ما تبقى من تلك النسبة 46.8% و 4.1% كانتا من نصيب التمويل الذاتي، والتمويل عن طريق السندات المصدرة على التوالي. وحتى بعد تلك الفترة، أي التي أعقبت الأزمة المالية العالمية، مازال الأثر غائبا حسب تقرير بنك الجزائر.²

وعلى هذا الأساس، فإن ارتفاع أسعار البترول في الأسواق العالمية، أعطى للقطاع الخاص فرصة تعزيز مكائنه بين القطاعات الأخرى، وذلك من خلال مضاعفة مساهمته في الناتج المحلي خارج قطاع المحروقات الذي كان ومازال يؤرق الاقتصاد الجزائري منذ الاستقلال. ولتقييم العملية، لا يجب النظر إليها من جانب واحد والمتعلق بالجانب التمويلي، فكما أسلفنا، فإن ربيع النفط هو المسؤول الأول كذلك عن تراجع الأداء في هذا القطاع.

3- مقدار العجز في موازنة الدولة:

من المعلوم أن سعر النفط يؤثر بشكل بالغ في هيكل ميزانية الدولة ذات الاقتصاد الريعي، لأنه المحدد الأوحد للإيرادات النفطية المكون المهيمن للإيرادات العامة، وعلى أساس هذه الأخيرة تتحدد أوجه الإنفاق العام في الاقتصاد المعني. والجدول الموالي يوضح تطور الوضع الخاص بجزينة الدولة الجزائرية بالتزامن والطفرة النفطية الحالية:

¹. Mohammed Laksaci, "Resource Management and Financial Stability in Algeria," International Monetary Fund, (October 2010): 06.

Available at: <https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2010/afrfin/pdf/Laksaci2.pdf>

². La Banque d'Algérie. *Évolution Économique et Monétaire en Algérie*. Rapports Annuel 2012 (Alger: Bank of Algeria, Juillet 2013): 136.

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

الجدول (3-10): تطور الوضع الخاص بمخزينة الدولة (2000-2014)

الوحدة: مليار دينار (ما لم يذكر خلاف ذلك)

نسبة العجز دون الصندوق (%)	الرصيد من غير صندوق ضببط الإيرادات	الإيرادات الكلية من غير صندوق ضببط الإيرادات	أرصدة صندوق ضببط الإيرادات	نسبة العجز (%)	الناتج المحلي الإجمالي	الرصيد	المصروفات الكلية	الإيرادات الكلية	السنة
-2.63	-53.2	1124.9	453.2	/	2022.5	400	1178.1	1578.1	2000
/	60.6	1381.6	123.9	/	2473.5	184.5	1321	1505.5	2001
/	26.1	1576.7	26.5	/	2901.5	52.6	1550.6	1603.2	2002
-4.99	-164.7	1525.5	448.9	/	3299.5	284.2	1690.2	1974.4	2003
-7.84	-285.6	1606.2	623.5	/	3644.3	337.9	1891.8	2229.7	2004
-8.31	-338.2	1713.8	1368.8	/	4070.4	1030.6	2052	3082.6	2005
-12.66	-611.2	1841.8	1798	/	4827.6	1186.8	2453	3639.8	2006
-19.34	-1159.5	1949	1738.8	/	5994.6	579.3	3108.5	3687.8	2007
-18.53	-1288.7	2902.3	2288.2	/	6955.9	999.5	4191	5190.5	2008
-13.54	-971	3275.3	400.7	-7.95	7173.1	-570.3	4246.3	3676	2009
-16.81	-1392.3	3074.6	1318.3	-0.89	8280.7	-74	4466.9	4392.9	2010
-23.81	-2363.8	3489.8	2300.3	-0.64	9929.2	-63.5	5853.6	5790.1	2011
-29.54	-3254.1	3804	2535.3	-6.53	11015.2	-718.8	7058.1	6339.3	2012
-17.83	-2128.8	3895.3	2062.2	-0.56	11941.6	-66.6	6024.1	5957.5	2013
-22.48	-3071.8	3908.4	1810.6	-9.23	13663.9	-1261.2	6980.2	5719	2014

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- La Banque d'Algérie. Rapports Annuel de 2002 à 2014.
- Ministère des finances. *Note de présentation du projet de la loi de finance pour 2014*. Disponible via Internet: <http://www.mf.gov.dz/>
- Ministère des finances. *Note de présentation du projet de la loi de finance pour 2015*. Disponible via Internet: <http://www.mf.gov.dz/>

يمكن تقسيم رصيد الموازنة إلى مرحلتين، الأولى تخص الفائض؛ خلال الفترة 2000-2008، أما الثانية فتتعلق بالعجز، خلال الفترة المتبقية 2009-2014. حيث كان لارتفاع أسعار البترول في الأسواق الدولية الأثر البارز في التطور الهائل للإيرادات العامة للدولة، وذلك بعد إحداث نمو متسارع على مستوى مكوناتها المهيمن الخاص بالجباية البترولية، على نحو سجل على إثره رصيد ميزانية الدولة معدلات وإن كانت متذبذبة ولكنها موجبة خلال تلك الفترة.

وبحلول سنة 2009، سُجلت أول حالة انخفاض (إذا تم استثناء الانخفاض الطفيف سنة 2001) في أسعار البترول بحوالي 38%، فتراجعت على إثره الجباية البترولية بأكثر من نصف القيمة (حوالي 70%)، ومن ثم الإيرادات العامة للدولة بـ 40%، وأدى ذلك إلى تسجيل أول حالة عجز خلال تلك العشرية.

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

وعلى الرغم من تعافي أسعار البترول بعد ذلك، إلا أن إيرادات الدولة لم تجاري المسار المتزايد في جانب إنفاقها العام، الذي لم يسجل إلا حالة تراجع وحيدة وعلى نحو طفيف سنة 2013 بـ 17%. أما عن نسبة العجز إلى الناتج المحلي الإجمالي* فهي طفيفة فيما عدا السنوات 2009، 2012 و 2014 بنسب كانت على التوالي 7.9%، 6.5% و 9.2%.

وكخطوة ثانية من أجل إبراز الأثر البالغ لإيرادات النفط على رصيد ميزانية الدولة، تم استبعاد الأرصدة الخاصة بصندوق ضبط الإيرادات (توجه له فوائض الجباية البترولية فوق السعر المرجعي، وسيتم التفصيل في ذلك لاحقا) من إجمالي إيرادات الدولة، وإعادة حساب رصيد ميزانية الدولة مجددا، وذلك كما هو معطى في نفس الجدول.

ولقد تبين بعد تلك العملية، أن الجزائر قد سجلت طيلة الفترة عجزا على مستوى رصيد موازنتها، إذا تم استثناء سنتي 2001 و 2002 فقط، كما أن نسبة العجز إلى الناتج المحلي الإجمالي تعدت عتبة 10% في معظم السنوات - وهي نسبة لم تبلغها حسب الرصيد السابق- وشارفت على مساواة 30% سنة 2012 وهذا راجع إلى عنصرين أساسيين:

- الاعتماد المفرط لإيرادات الدولة على مداخيل النفط، وهنا تطرح إشكالية تمويل النفقات ذات الطابع المستمر (نفقات التسيير خصوصا) بالاعتماد على مورد ناضب وغير مستمر؛
- عدم القدرة على التراجع، أو كسر المسار المتطور والمتزايد في الإنفاق العام (المخططات التنموية الثلاثة، زيادة الأجور...)، والناتج بشكل أساسي عن الزيادة في الجباية البترولية.

وعلى أساس ما سبق، فإن ارتفاع سعر البترول في الأسواق الدولية أعطى نوعا من الطمأنينة الزائفة أدت إلى الغلو في عمليات الإنفاق، دون أن يكون لذلك نتيجة تستحق الذكر، باعتبار أن الاقتصاد الجزائري لم تتعد صادراته حتى الآن عتبة 3 مليار دولار خارج قطاع المحروقات، بالإضافة إلى أن بعض أوجه الإنفاق كانت دون مبرر اقتصادي، كذلك الخاصة بزيادة الأجور والإعفاء من تسديد بعض القروض، ودافعها الوحيد هو محاولة إسكات المطالب الشعبوية تزامنا وما يسمى بثورات الربيع العربي.

* ولقد حددت الأدبيات الاقتصادية المهمة هذا الموضوع نسبة 3% كحد أمثل لا يجب أن تتجاوزه نسبة العجز إلى الناتج المحلي الإجمالي، من أجل الحفاظ على سلامة الاقتصاد المعني ومؤشر على كفاءة أدائه.

المبحث الثالث: تجليات برامج الاستقرار النقدي وحقيقة استهداف بنك الجزائر للتضخم

بما أن بنك الجزائر لا يذكر صراحة برنامج الاستقرار المعهود من طرفه ولا يشير حتى إلى ركيزة معينة بشكل واضح، سنحاول في هذا المبحث معرفة أي البرامج النقدية التي يعتمدها وذلك من خلال إسقاط موجبات تلك البرامج على سلوك بنك الجزائر، ومحاولة الوصول إلى حقيقة الركيزة التي تبناها طيلة هذه الفترة، بالإضافة إلى التدقيق في سياسة استهداف التضخم التي شرع في تطبيقها مؤخرا (منذ سنة 2010).

المطلب الأول: تجليات برنامج الاستقرار المرتكز على النقد في سياسة بنك الجزائر

كما تم الإشارة له مسبقا، فإن هذا البرنامج يعتمد على ركيزة نقدية محلية وتتمثل في التخفيض من نسبة نمو المعروض النقدي، وقد يكون ذلك إما بالتحكم في الأساس النقدي أو أحد المجمعات النقدية والقرضية، كذلك في حالة ضبط مستويات صافي الأصول المحلية باعتبارها أحد مقابلات تلك المجموع. وبالنظر إلى سلوك بنك الجزائر في الآونة الأخيرة، نجد سنويا يستشرف المستويات التي يمكن أن تبلغها كل من المجمعات النقدية والقرضية، ثم يقدمها إلى مجلس النقد والقرض، فيقوم هذا الأخير، وعلى أساس تلك العملية، بتحديد المستويات المستهدفة لنفس المجموع، وعلى نحو صريح في تقارير بنك الجزائر السنوية. ويمكن اعتبار ذلك خطوة من أجل التحكم في توقعات التضخم لدى جمهور المتعاملين، بالإضافة إلى رسم خارطة الطريق التي تمكنه من معرفة حجم انحراف المعدلات الفعلية عن تلك المعلن عنها، ليتيسر له فيما بعد تشخيص أسباب تلك الانحرافات.

ومن المهم الإشارة، إلى أن العملية تتم بشكل سنوي تحت مسمى "البرمجة النقدية والمالية *la Programmation Financière et Monétaire*"، وهي تلك البرمجة التي تجرى على الأقل مرة كل سنة، وعلى أساس إسقاطات (التنبؤ) ميزان المدفوعات، المالية العامة وعمليات الخزينة على المدى المتوسط وكذلك التنبؤ بتطورات المجموع الحقيقية ومكمشاتها من أجل تقدير نسبة السيولة. مع ذلك، يركز الإطار التحليلي بشكل أكبر على التحليل النقدي لتقييم اتجاهات الكتلة النقدية والقرضية وكذلك مكوناتها بالإضافة إلى البحث عن الإشارات المناسبة الدالة على اتجاه التضخم. وما تجدر الإشارة إليه، أن سعر

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

الصرف هو متغير أساسي (*variable clé*) ضمن البرمجة النقدية والمالية في الجزائر، أين يعدل ويحدد سعر الصرف الفعلي الاسمي بشكل دوري¹.

من التعريف السابق، يتضح أن البرمجة المالية والنقدية هي الجانب المفسر للنظرة الاستشرافية الخاصة ببنك الجزائر، والمقدمة إلى مجلس النقد والقرض من أجل تحديد المستويات السنوية المستهدفة، هذه الأخيرة تساهم بشكل كبير في التحديد المسبق، ومن ثم التعديل إن أمكن في المسار المستقبلي الخاص باستقرار الأسعار على اعتبار أنه أحد الأهداف النهائية للسياسة النقدية²، وهو جوهر الاستقرار النقدي المحلي، وهذا ما لا يتعارض مع مفهوم البرامج المرتكزة على النقد.

ولقد أوضح التعريف أيضا، أن للبرمجة النقدية أسسا تبنى عليها ليكون باستطاعتها التنبؤ بما سيحدث في الأمد القريب بشيء من الدقة وهي:

- التنبؤات الخاصة (إسقاطات) بميزان المدفوعات على الأمد المتوسط؛
- التنبؤ بطبيعة ووتيرة التسديدات في الحقل الميزاني (المالية العامة وعمليات الخزينة) خاصة مخططات التنمية؛
- التنبؤ بتطورات المجاميع الحقيقية ومكمشاتها (الصادرات، الواردات، الناتج المحلي الإجمالي).

إن الملحوظ أيضا في التعريف السابق للبرمجة النقدية والمالية، أن بنك الجزائر قد أقحم متغير سعر الصرف مع توليفة المتغيرات النقدية المحلية، وهذا يتعارض مع التأصيل النظري المتعلق ببرامج الاستقرار المرتكزة على النقد، لأن المفروض هو اقتصارها على بعض الأهداف الوسيطة المحلية، للتأثير على معدل التضخم في النهاية، وستتم محاولة تفسير ومعرفة سبب ذلك لاحقا.

بالاعتماد على لغة الأرقام، سوف يتضح مدى انحراف معدل نمو المجمعات النقدية والقرضية من عدمه عن المعدلات المستهدفة والمعلن عنها سنويا في إطار البرمجة النقدية والمالية الوجه المعبر عن برنامج الاستقرار المرتكز عن النقد، وذلك كما يلي:

¹ La Banque d'Algérie. *Évolution Économique et Monétaire en Algérie*. Rapports Annuel 2009 (Alger: Bank of Algeria, Juillet 2010): 179.

² La Banque d'Algérie. Article. 35, *Ordonnance relative à la monnaie et au crédit*. N°. 03-11, (26 août, 2003).

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

1- المستويات المستهدفة والفعلية للمجموع النقدي بالمفهوم الواسع (M2):

حسب تقارير بنك الجزائر، أصبح مجلس النقد والقرض يعلن صراحة عن المعدلات المستهدفة للكتلة النقدية M2 منذ سنة 2004، باعتبارها أحد المرتكزات التي يبنى عليها برنامج الاستقرار النقدي، وذلك كما هو معطى في الجدول والشكل التاليين:

الجدول (3-11): المستويات المستهدفة والفعلية للمجموع النقدي M2 (2004-2014)

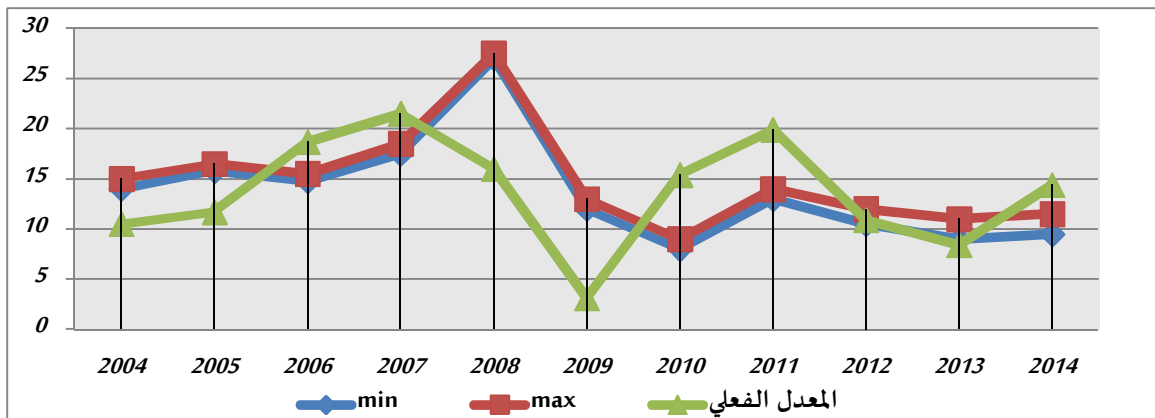
الوحدة: (%)

الانحراف عن المركز	المعدلات الفعلية	مركز المجال المستهدف	المجال المستهدف	
-	-	-	-	2003-2000
-4	10.5	14.5	15 - 14	2004
-4.45	11.7	16.15	16.5- 15.8	2005
3.55	18.7	15.15	15.5-14.8	2006
3.5	21.5	18	18.5-17.5	2007
-11.25	16	27.25	27.5-27	2008
-9.4	3.1	12.5	13 - 12	2009
6.9	15.4	8.5	9 - 8	2010
6.4	19.9	13.5	14 - 13	2011
-0.35	10.9	11.25	12 - 10.5	2012
-1.6	8.4	10	11 - 9	2013
3.9	14.4	10.5	11.5 - 9.5	2014

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- La Banque d'Algérie. Rapports Annuel de 2002 à 2014.

الشكل (3-5): انحراف المعدلات الفعلية للكتلة النقدية M2 عن مجالها المستهدف (2004-2014)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول (3-11).

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

بالاعتماد على البيانات الموضحة في الجدول أعلاه، يمكن تقسيم المعدلات المستهدفة والفعلية المتعلقة بمتغير الكتلة النقدية $M2$ إلى مرحلتين، الأولى من سنة 2004 إلى غاية سنة 2008، أين كانت تلك المعدلات في مستويات نسبية مرتفعة إذا ما قورنت بنظيرتها في المرحلة الثانية 2009-2014. وعلى العموم كانت معدلات النمو الفعلية كلها خارج مجال الاستهداف، إذا تم استثناء سنة 2012 فقط، وأكبر معدلي انحراف عن مركز المجال المستهدف حدثا سنة 2008 بمعدل سالب، أكبر من -11% (أقل من المجال المتنبأ به)، وسنة 2010 بمعدل موجب، تقريبا 7% (أكبر من المجال المتنبأ به).

وكما هو موضح في الشكل رقم (3-5)، فإن المعدلات الفعلية انخرفت عن المجال المستهدف (الحد الأعلى (max) ، والحد الأدنى (min)) من طرف مجلس النقد والقرض على نحو متناظر تقريبا، وتعدته في خمس مناسبات، وكان العكس في الخمسة الأخرى، على اعتبار أن سنة 2012 كانت داخل مجال الاستهداف. والإشكال المطروح في مثل هذه الحالة، هو مدى مصداقية الاستناد على النظرة الاستشرافية من قبل بنك الجزائر والتي على أساسها بنيت تلك المجالات المستهدفة، كما أن الاعتماد على هذه الأخيرة من أجل إحداث تأثير مسبق أو حتى متزامن في معدلات التضخم، على هذا النحو، لن يعطي النتائج المرغوب فيها، لأن مدى الانحراف كبير ويتعدى في كل الحالات (باستثناء سنة 2013) $\pm 3\%$ عن مركز مجال الاستهداف.

2- المستويات المستهدفة والفعلية للمجمع القرضي "قروض للاقتصاد":

لا يختلف الحال بالنسبة إلى هذا المجمع عن سابقه، فهو الآخر يُعلن عن مستوياته السنوية المستهدفة من قبل مجلس النقد والقرض ضمن البرمجة النقدية والمالية، باعتباره أحد المجمعات التي لها أثر مباشر وبالغ على عامل التضخم، وذلك كما هو موضح في الجدول والشكل المواليين:

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

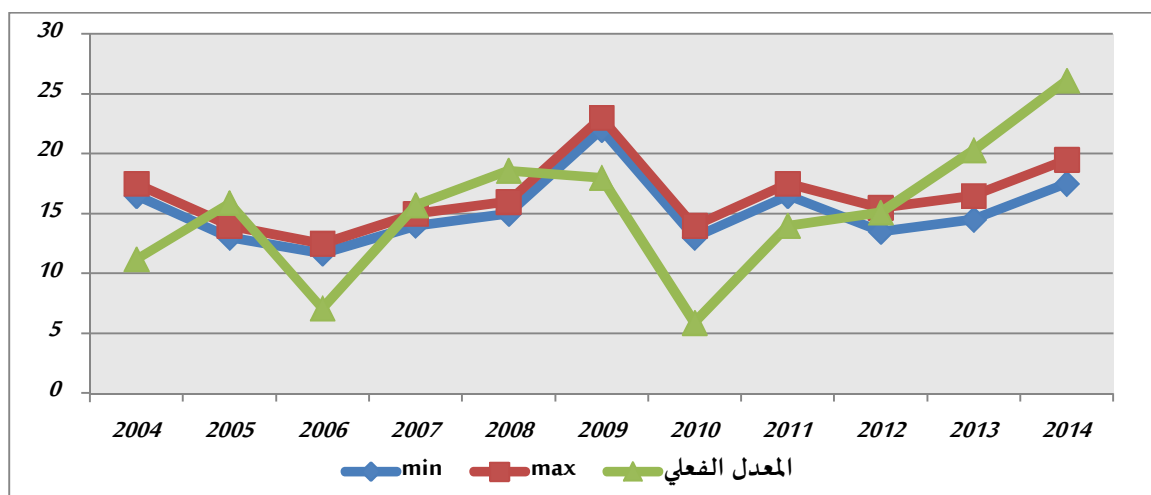
الجدول (3-12): المستويات المستهدفة والفعلية للمجموع القرضي قروض للاقتصاد (2004-2014)
الوحدة: (%)

الانحراف عن المركز	المعدلات الفعلية	مركز المجال المستهدف	المجال المستهدف	
	-	-	-	2003-2000
-5.8	11.2	17	16.5 -17.5	2004
2.4	15.9	13.5	13-14	2005
-5	7.1	12.1	11.7-12.5	2006
1.2	15.7	14.5	14-15	2007
3.1	18.6	15.5	15-16	2008
-4.5	18	22.5	22-23	2009
-7.6	5.9	13.5	13-14	2010
-3	14	17	16.5- 17.5	2011
0.6	15.1	14.5	13.5-15.5	2012
4.8	20.3	15.5	14.5-16.5	2013
7.6	26.1	18.5	17.5-19.5	2014

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- La Banque d'Algérie. Rapports Annuel de 2002 à 2014.

الشكل (3-6): انحراف المعدلات الفعلية للمجموع القرضي (قروض للاقتصاد) عن مجالها المستهدف (2004-2014)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول (3-12).

على عكس المعدلات المستهدفة الخاصة بالمجموع النقدي $M2$ ، فإن نظيرتها المتعلقة بالقروض المقدمة للاقتصاد لم تعرف تمايزا كبيرا لا ارتفاعا ولا انخفاضاً، بل كانت متقاربة نسبياً كما هو موضح في الجدول أعلاه، غير أنهما لم يختلفا في مدى الاستهداف الذي تراوح في أغلب الأحيان بين 1 و2%، ويعتبر مجالا مرنا حسب بنك الجزائر، بالإضافة إلى أن المعدلات الفعلية كلها كانت خارج مجال الاستهداف، باستثناء

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

سنة 2012 حالها في ذلك حال المجمع النقدي $M2$ تماما. كما أن أكبر معدلي انحراف عن متوسط مجال الاستهداف كانا بنفس القيمة (7.6) ولكن بإشارة مختلفة (سالب بالنسبة إلى سنة 2010 والعكس في سنة 2014).

أما بالنسبة إلى الشكل رقم (3-6)، فقد اتضح أن سلوك انحراف المعدلات الفعلية عن المستهدفة كان متناظرا أيضا، كما أنها هي الأخرى تعدت القمم المستهدفة في خمس مناسبات والنقيض حدث في الخمسة الأخرى، وهذا ما يجعل إشكال المصدقية المطروح سابقا في الجزء الخاص بالكتلة النقدية $M2$ يعاد طرحه على هذا المجمع القرضي أيضا، على اعتبار أن التحكم فيه هو آلية تساهم في ضبط معدل التضخم في النهاية، لأن معدل الانحراف عن متوسط مجال الاستهداف، إذا تم استثناء سنتي 2005 و2007، قد تعدى هو الآخر $\pm 3\%$.

3- المستويات المرجعية، الافتراضية والفعلية لسعر البرميل من البترول:

إن كل المستويات المستهدفة السالفة الذكر، سواء تلك المتعلقة بالمجمع النقدي $M2$ أو المجمع القرضي قروض للاقتصاد، تسند بشكل أساسي ومسبق إلى النظرة الاستشرافية الخاصة بسعر البرميل من البترول المحدد في الأسواق الدولية، فهو المكون المهيمن لكل التنبؤات المدرجة ضمن البرمجة النقدية والمالية. ويتضح من الجدول والشكل المواليين مسار الأسعار المرجعية، الفعلية والمنتبأ بها.

الجدول (3-13): المستويات المرجعية، الافتراضية والفعلية لسعر البرميل من البترول (2005-2014)

الوحدة: دولار/ برميل

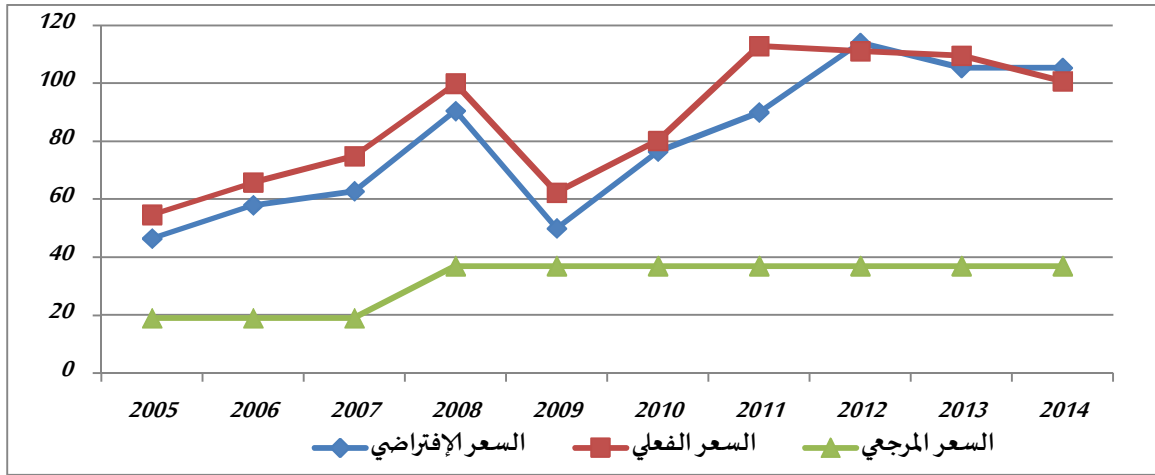
الفجوة بين السعر الافتراضي والفعلي	السعر الفعلي	السعر الافتراضي	السعر المرجعي	
8.14	54.64	46.5	19	2005
7.85	65.85	58	19	2006
12.15	74.95	62.8	19	2007
9.47	99.97	90.5	37	2008
12.25	62.25	50	37	2009
3.65	80.15	76.5	37	2010
22.94	112.94	90	37	2011
-2.9	111.1	114	37	2012
4.18	109.55	105.37	37	2013
-4.6	100.77	105.37	37	2014

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على

- La Banque d'Algérie. Rapports Annuel de 2002 à 2014.

الفصل الثالث: ربيع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

الشكل (3-7): تباين مستويات الأسعار المعتمدة لسعر البرميل من البترول (2005-2014)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول (3-13).

بالنظر إلى الفجوة بين السعيرين الافتراضي والفعلي للبترول والمبينة في الجدول أعلاه، اتضح أنها سجلت في معظمها معدلات موجبة وأقصاها سنة 2011 بفارق 22 دولار/برميل، وهذا يدل على أن تنبؤات بنك الجزائر كانت أقل من السعر الفعلي، باستثناء سنتي 2012 و2014 أين كان هذا الأخير أقل من الافتراضي بفارق ضئيل. أما عن احتمال وجود الفجوة الصفرية المعبرة عن تطابق تنبؤات بنك الجزائر مع الأسعار الفعلية فلم يحدث ذلك خلال هذه الفترة.

ولقد اتضح من الشكل رقم (3-7)، أنه تم تثبيت السعر المرجعي للبترول في سعر 37 دولار/برميل بعدما كان ثابتا في مستوى أدنى (19 دولار/برميل)، وهذا السعر يحدد سقف المبالغ الجبائية البترولية الموجهة لخزينة الدولة. وعلى الرغم من تباين مستويات الأسعار الفعلية والافتراضية إلا أنها كانت تقريبا على مسار متماثل الاتجاه ارتفاعا وانخفاضاً، والفجوة بينهما وبين السعر المرجعي في تنام مستمر، إذا تم سنة 2009 المتزامنة والأزمة المالية العالمية.

إضافة إلى الإشكال المطروح سابقا والمتعلق بمدى مصداقية الاستناد على الأرقام المتنبأ بها ومن ثم المستهدفة، يمكن طرح إشكال ثان متعلق بخطورة إسناد المتغيرات النقدية والقرضية المتحكم الرئيسي في عامل الاستقرار الداخلي إلى متغير سعر النفط، لأنه يتحدد في الأسواق الدولية بشكل يبعد فيه تماما عن مجال سيطرة بنك الجزائر وتندعم حتى فرصة التأثير فيه، ناهيك عن أن مستوياته لا تتحكم فيها العوامل

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

الاقتصادية بشكل منفرد، بل تساهم في ذلك حتى العوامل الجيوسياسية باعتباره سلعة ذات طابع استراتيجي وعلى المستوى العالمي.

من كل ما سبق، يتضح أن عملية الاستهداف التي يصرح بها مجلس النقد والقرض سنويا بناء على النظرة الاستشرافية لبنك الجزائر، تميل لأن تكون هي الأخرى عبارة عن تنبؤات وليس استهدافا بالمعنى الحقيقي، وتتأثر أساسا بأسعار البترول، فليس من المعقول مثلا أن يستهدف مجلس النقد والقرض سنة 2008 معدل نمو يصل إلى 27.5% في قائم الكتلة النقدية بالمفهوم الواسع $M2$ ، في حين أنه يسعى جاهدا لاسترجاع السيولة الفائضة لكبح جماح التضخم، ناهيك عن جمود الهيكل الإنتاجي، وإنما الأقرب هو تنبؤه بحدوث ذلك بعد موجة الارتفاع المستمر في أسعار البترول لذات السنة والفترة التي سبقتها. وحتى وإن تم التسليم بأن العملية هي سياسة استهداف للمجمعات المذكورة سالفا، فإن مجلس النقد والقرض مازال بعيدا كل البعد على تحقيق المعدلات التي يصرح بها سنويا، وبهذا الشكل فلن تكون له فرصة التأثير في المعدلات الفعلية، المتبأ بها أو المستهدفة للتضخم على النحو المرغوب فيه. وعليه، فإن ربط البرمجة النقدية والمالية بمتغير سعر النفط، جعل الحكم على تطبيق برنامج استقرار مرتكز على النقد من عدمه يسوده نوع من الضبابية، فنفي الأمر لا يصح لوجود موجبات هذا البرنامج، والتسليم بالعكس يبقى أمرا نسبيا للأسباب المذكورة آنفا.

المطلب الثاني: مصداقية نظام الصرف وتجليات برنامج الاستقرار المرتكز عليه

كما هو مبين سلفا في الجزء النظري الخاص بهذا البرنامج، فإن فكرته الجوهرية قائمة على استيراد عنصر المصدقية من دولة الارتكاز ذات الأهلية الأفضل، ويتسنى كذلك بعد اتباع نظام صرف ثابت مطلق أو قريب منه كأظمة الربط (الزاحف، المتحرك أو ضمن نطاق مستهدف).

إذا تم اعتماد تصريحات بنك الجزائر المتعلقة بنظام الصرف المتبع، سوف نجدها ضمنا تتسم بنوع من الضبابية والتناقض في نفس الوقت. فمن جهة يصرح على أنه يتبع نظام صرف موجه (*flottement dirigé*) دون إعلان مسبق عن المسار منذ سنة 1996¹، ويدعم تصريحه هذا بقوله "إن سعر الصرف لا يعبر عن ثمن العملة بالنسبة إلى عملة أخرى فقط، بل إنه يلعب دورا مزدوجا؛ فهو أداة لتعديل الاقتصاد

¹ La Banque d'Algérie. *Évolution Économique et Monétaire en Algérie*. Rapports Annuel 2004 (Alger: Bank of Algeria, Juillet 2005): 55.

الفصل الثالث: ربيع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

على المستوى الكلي، بالإضافة إلى أنه أداة استقرار (*stabilisateur*)، بعبارة أخرى؛ له دور جوهري في عملية امتصاص للصدمات الخارجية¹، أي أن قيمة الدينار الجزائري هي التي ستستوعب أثر كل صدمة خارجية محتملة، بغض النظر عن ما إذا كانت سلبية (انخفاض قيمة العملة) أو إيجابية (ارتفاع قيمة العملة) وذلك على اعتبار أن نظام الصرف هو نظام عائم موجه (مدار). ومن جهة أخرى، وفي مناسبات مغايرة يناقض بنك الجزائر كل ما أدلى به سالفنا، حين يصرح عند حدوث مثل تلك الصدمات التي أشار إليها وبالتحديد أزمة 2009، على أن تعزز الوضعية المالية الخارجية بمستوى جد متدني للمديونية وتراكمات هائلة لاحتياطيات الصرف الأجنبي، منحت هامشا أوسع للتعامل على نحو أفضل مع الأزمة (*Résilience*)² وغيب بذلك دور نظام الصرف في استيعاب هذه الصدمة أو حتى جزء منها. كذلك بالنسبة لسنة 2014 عندما حدث انخفاض محسوس في أسعار البترول، صرح بنك الجزائر بأن الوضعية المالية الخارجية الصافية مازلت في وضعها الجيد، وأبعد من ذلك، أضاف إلى أنها قادرة على عزل أي صدمة خارجية يمكن أن تحدث على آفاق سنة 2015³.

إن التناقضات السابقة تضفي نوعا من الشكوك حول التسليم المطلق بمصدقية نظام الصرف المصرح به، خصوصا وأن بنك الجزائر يعول على احتياطيات صرفه، بشكل أساسي، كحائط صد أمام الصدمات الخارجية. وفيما يلي، وبعيدا عن التصريحات، ستتم مناقشة بعض النقاط على نحو أكثر تفصيلا، لتتضح معالم نظام الصرف المتبع، ومن ثم يمكن إطلاق الحكم على إمكانية اعتماده كأحد تجليات برنامج الاستقرار المرتكز على الصرف أم أن الواقع يخالف ذلك. وتجدد الإشارة، إلى أن نظام الصرف لا يكون ركيزة لبرنامج الاستقرار إلا إذا اتسم بالثبات، أو أن يكون قريبا من تلك الميزة كما أتى قبل هذا في التأصيل النظري للبرنامج. وللوقوف على حقيقة نظام الصرف المتبع في الجزائر ستتم مناقشة الجزئيتين الموالتين:

✓ فائض الطلب على العملة المحلية؛

✓ الخوف من التعويم أم من استنزاف الاحتياطيات الدولية.

¹. La Banque d'Algérie. Rapports Annuel 2014: 57.

². La Banque d'Algérie. Rapports Annuel 2009: 73.

³. La Banque d'Algérie. Rapports Annuel 2014: 50.

1. فائض الطلب على العملة المحلية:

إن المتغير الذي يمكنه إعطاء صورة واضحة لحالة الطلب على العملة المحلية هو رصيد ميزان المدفوعات، ففي حالة وجود فائض في هذا الأخير، يعني أن هناك فائضا يناظره في الطلب على العملة المحلية، بعبارة أخرى؛ فائض في عرض العملة الأجنبية، وفي هذه الحالة، وحسب أدبيات سعر الصرف، فإن قيمة العملة المحلية ستتجه نحو الارتفاع إذا كان نظام الصرف يندرج ضمن أحد أصناف أنظمة التعويم كما هو الحال بالنسبة إلى الجزائر، أما في الحالة العكسية؛ فائض الطلب على العملة الأجنبية (عجز في رصيد ميزان المدفوعات) فقيمة العملة سوف تشهد مستويات انخفاض متوقعة على حجم ذلك الطلب. والجدول الموالي يوضح سلوك سعر صرف الدينار الجزائري تزامنا والحالة التي يشهدها رصيد ميزان المدفوعات.

الجدول (3-14): رصيد ميزان المدفوعات وسعر الصرف الدينار مقابل عمليتي الدولار واليورو (2000-2014)

السنة	رصيد ميزان المدفوعات (مليار دولار)	الدينار مقابل الدولار	الدينار مقابل اليورو	الدولار مقابل اليورو
2000	7.57	75.26	69.98	
2001	6.19	77.215	86.9	
2002	3.66	79.682	83.45	
2003	7.47	77.395	91.26	
2004	9.25	72.061	98.95	1.2438
2005	16.94	73.276	87.01	1.2449
2006	17.73	72.647	93.75	1.2563
2007	29.55	69.292	96.33	1.3711
2008	36.99	64.583	100.27	1.4726
2009	3.86	72.647	101.29	1.3935
2010	15.32	74.386	99.19	1.3261
2011	20.14	72.938	102.21	1.3931
2012	12.05	77.536	102.16	1.2859
2013	0.13	79.368	105.43	1.3281
2014	-5.88	80.579	106.9	1.3297

المصدر: بيانات مجمعة بالاعتماد على:

- La Banque d'Algérie. Rapports Annuel de 2002 à 2014.
- La Banque d'Algérie. Bulletin Statistique Trimestriel No. 01, Septembre 2007. Disponible via Internet: www.bank-of-algeria.dz
- La Banque d'Algérie. Bulletin Statistique Trimestriel No. 13, Mai 2011. Disponible via Internet: www.bank-of-algeria.dz
- La Banque d'Algérie. Bulletin Statistique Trimestriel No. 31, Septembre 2015. Disponible via Internet: www.bank-of-algeria.dz

يمكن تقسيم الجدول إلى ثلاثة مراحل أساسية وهي:

الفصل الثالث: ربيع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

المرحلة الأولى من سنة 2002 إلى سنة 2007 : هذه المرحلة سجل فيها رصيد ميزان المدفوعات ارتفاعا مستمرا ودون تذبذب، تجاوز خلالها معدل نموه السبع (07) مرات، وهذا راجع إلى ارتفاع سعر اليرميل من البترول خلال نفس الفترة بحوالي 50 دولار فوق مستواه الأولي (25.24 دولار سنة 2002) وعلى إثر هذه الفوائض الكبيرة عرفت قيمة الدينار ارتفاعا طفيفا أما عملة الدولار قدر بـ 13%. وعلى النقيض من ذلك، سجلت قيمته أمام عملة اليورو تدهورا أكبر من الارتفاع السابق قدر بحوالي 15.4%.

إن فائض رصيد ميزان المدفوعات الذي سُجل خلال هذه المرحلة، يدل على أنه حدثت فعلا زيادة في الطلب على العملة المحلية، بعبارة أخرى؛ زيادة عرض العملة الأجنبية وبالتحديد الدولار الناتج عن صادرات البترول، ولكن ذلك لم يؤدي إلى تتمين قيمة العملة بالشكل المنصوص عليه، والذي كان من المفترض أن يحدث في ظل نظام الصرف المتبع، بل أن قيمة الدينار اكتفت بارتفاع طفيف أمام ذات العملة وانخفاض محسوس أمام عملة اليورو.

المرحلة الثانية سنتي 2008 و 2009 : سجل رصيد ميزان المدفوعات ذروة الفائض سنة 2008 وقابله ارتفاعا طفيف في قيمة الدينار أمام الدولار بحوالي 6%، هذا الارتفاع ناتج بشكل أساسي عن انخفاض قيمة الدولار أمام عملة اليورو بـ 7.4% جراء الأزمة المالية العالمية، وليس لارتفاع قيمة الدينار في حد ذاتها لأنها هي الأخرى شهدت انخفاضا أمام اليورو بـ 4%. وبعد تراجع رصيد ميزان المدفوعات سنة 2009 بأكثر من 8 مرات نتيجة انهيار أسعار النفط بحوالي 38%، سجلت قيمة الدينار أمام الدولار انخفاضا وصل إلى 12%، وهو راجع، في حقيقة الأمر، إلى بداية تعافي قيمة الدولار أمام عملة اليورو حين انخفض هذا الأخير أمام ذات العملة بـ 5%، وبقي ثابتا نسبيا بفارق ضئيل أمام الدينار.

ما بعد سنة 2009 : إذا تم استثناء سنتي 2013 و 2014 فإن رصيد ميزان المدفوعات استأنف تسجيل الأرصدة الفائضة بعد الأزمة المالية العالمية، ولكن بمستويات متذبذبة، غير أن قيمة الدينار واصلت انخفاضها وبمستويات تاريخيا هي الأدنى، حيث ساوت قيمة 77 و 102 دينار جزائري وحدة واحدة للدولار واليورو على التوالي سنة 2012، وزادت الانخفاضا إلى 80 و 106 لنفس العمليتين على التوالي سنة 2014، وهي أول سنة يسجل فيها رصيد ميزان المدفوعات حالة عجز خلال هذه المرحلة.

يتضح من كل ما سبق، أنه رغم الفوائض التي تم تسجيلها خلال هذه الفترة، والمعبرة عن زيادة الطلب على العملة المحلية، وإن كان ذلك من جهة واحدة متعلقة بزيادة تدفق ربيع النفط إلى الاقتصاد

الفصل الثالث: ربيع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

الجزائري، إلا أن ذلك لم يكن له أثر يعتد به على مستوى تامين قيمة العملة بالنظر إلى مستوى وتواتر تلك التدفقات، بل إن الدينار الجزائري واصل انخفاضه أمام عملة الدولار وبدرجة أكبر أمام اليورو، وهذا ما يوحي إلى أنه لا توجد علاقة مباشرة بين زيادة الطلب على الدينار وتحدد قيمته انعكاسا لذلك، والأمر الذي يفسر غياب العلاقة التي كان من المفروض أن تحدث في ظل نظام الصرف المصرح به، هو تدخل بنك الجزائر بشكل أو بآخر من أجل كسر حلقة الربط بين الطلب على العملة وقيمتها في سوق الصرف، وقد يكون تبريره لذلك هو تخفيض قيمة الدينار من أجل زيادة تنافسية الاقتصاد الجزائري. ولكنها حجة واهية مادام قطاع التصدير يشهد هيمنة شبه كلية لمادة النفط، لذلك فلا يصح هذا الأمر لأن يكون مرر للتخفيضات المتتالية.

إن هذه الجزئية المتعلقة بزيادة الطلب على العملة المحلية وانعكاس ذلك على قيمتها، بينت أن قيمة الدينار لا تتحدد بشكل حر أو حتى مرن في سوق الصرف، وذلك لتدخل بنك الجزائر وتعطيله للقناة التي تنقل الأثر. وعلى وجه التحديد، فإن قيمة الدينار تتصف بالجمود أو تسلك المسار العكسي في الوقت الذي يجب أن ترتفع فيه حسب قوى السوق، وتتصف بالمرونة النسبية في حالة الانخفاض، وهذا ما يدل على أن نظام الصرف في الجزائر قريب جدا من الثابت ولا يخضع لنظام التعويم الموجه كما هو مصرح به.

2- الخوف من التعويم أم من استنزاف الاحتياطيات الدولية:

كما جاء تفصيلا في الجزء النظري الخاص بهذه الجزئية، فإن الاختلاف الجوهري بين الظاهرتين يتمثل في الرغبة من عدمها في استعمال الاحتياطيات الرسمية من أجل حماية قيمة العملة، ففي الظاهرة الأولى يخاف البنك المركزي من ترك العملة عائمة على الرغم من التصريح بعكس ذلك، فيقوم بالتدخل في سوق الصرف لحمايتها عن طريق استعمال الاحتياطيات المتوفرة لديه. أما بمقتضى الظاهرة الثانية، فيخاف من استنزاف احتياطياته، فيأبى أن يستعملها لحماية قيمة العملة ويتركها تتجه نحو الانخفاض، خاصة إذا كان هذا الأخير ليس له انعكاس وخيم على قائم الدين الخارجي.

إن الطرح السابق يوحي بأمر مهم، ويدل على حقيقة نظام الصرف المتبع بغض النظر عن التصريحات الرسمية، وهو إن كانت دولة ما تعاني من ظاهرة الخوف من التعويم، فإن نظام صرفها سيكون إما نظاما ثابتا أو قريبا منه، والتغير في مستوى احتياطياتها الدولية يكون بشكل كبير وملحوظ. أما إن كانت تعاني من ظاهرة الخوف من استنزاف الاحتياطيات الدولية، فنظام صرفها يتجه نحو المرونة وعلى وجه التخصيص

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

انخفاض قيمة العملة، حتى وإن كان ذلك مفروضا من قبل الطرف الاقتصادي السائد لا غير، وفي هذه الحالة يكون هناك ثبات شبه نسبي للاحتياطيات الرسمية أو أن تكون تغيراتها طفيفة.

فيما يخص حالة الجزائر، وعلى الرغم من أن الأمر يشوبه الكثير من الغموض والضبابية، وذلك راجع إلى عدم تصريح بنك الجزائر بتاتا بكيفية التدخل في سوق الصرف، لا من ناحية الحجم ولا عدد المرات، ولا من ناحية بعض الأمور الأخرى ذات العلاقة بالعملية، غير أنه يمكن الاستدلال على ذلك بالاعتماد على سعر الصرف الفعلي الحقيقي* والذي يسعى جاهدا للحفاظ على مستواه التوازني، بالإضافة إلى سلوك الاحتياطيات الرسمية التي توفر له تلك الإمكانية. وذلك كما هو معطى في الجدول الموالي:

الجدول (3-15): تطور سلوك احتياطيات الصرف الرسمية وسعر الصرف الفعلي الحقيقي (2000-2014)

تغير (REER) بالنسبة إلى مستواه التوازني (100%)	سعر الصرف الفعلي الحقيقي (REER)	معدل نمو احتياطيات الصرف الرسمية (%)	احتياطيات الصرف الرسمية (مليار دولار)	
-		-	11.9	2000
-		50.92	17.96	2001
0.13	113.1	28.67	23.11	2002
0.02	101.83	42.45	32.92	2003
0.02	102.2	30.95	43.11	2004
-0.02	97.8	30.32	56.18	2005
-0.02	97.62	38.45	77.78	2006
-0.04	96.38	41.65	110.18	2007
0.01	100.65	29.88	143.1	2008
0.001	99.52	4.06	148.91	2009
0.00	100	8.94	162.22	2010
-0.01	99.43	12.33	182.22	2011
0.05	104.8	4.63	190.66	2012
0.03	103.28	1.75	194.01	2013
0.054	105.44	-7.77	178.93	2014
			104	المتوسط الحسابي
			70	الانحراف المعياري

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على

- La Banque d'Algérie. Rapports Annuel de 2002 à 2014.
- "CEICDATA", Compare Economic Data for over 120 Countries CEIC, accessed March 15, 2015. Available at: <https://www.ceicdata.com/en>

* يعد سعر الصرف الفعلي الحقيقي أفضل من الأسعار الثنائية الاسمية، فهو عبارة عن متوسط هندسي لأسعار الصرف الثنائية الحقيقية ويأخذ في حسابه معدلات التضخم المتحققة في الاقتصاد المعني.

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

يتضح من الجدول أعلاه، أن معدلات تغير سعر الصرف الفعلي الحقيقي بالنسبة إلى مستواه التوازي كانت كلها ممركرة حول ذلك المستوى وذات تذبذب جد طفيف، حيث تراوح هامش الحركة بين $0.05+$ و $0.03-$ إذا تم استثناء سنة 2002، وهو مجال جد ضيق وينطبق على حالة نظام صرف ثابت وليس كما هو مصرح به رسميا على أنه عائم موجه، وهذا ما يدل ضمينا على أن بنك الجزائر يعاني من ظاهرة الخوف من التعويم، وتصريحاته تظهر على أنها تدعم فكرة صندوق النقد الدولي بالتوجه نحو التعويم ولكن عمليا هو يخالف ذلك.

وللتدقيق في الظاهرة الثانية المتعلقة بالخوف من استنزاف الاحتياطيات الدولية، تم حساب نسبة التغير السنوي للاحتياطيات الرسمية كما هو معطى في نفس الجدول، ولقد تبين أن مجال التغير تراوح بين $50+\%$ و $7.7-\%$ ، وبمتوسط حسابي بلغ 104 مليار دولار خلال الفترة ككل، وانحراف معياري قدر بحوالي 70، ويدل مجال التغير الواسع، بالإضافة إلى التشتت الكبير للقيم عن متوسطها استنادا إلى قيمة الانحراف المعياري، على أن بنك الجزائر لا يعاني من ظاهرة الخوف من استنزاف الاحتياطيات الدولية التي تفترض ثباتا أو تغيرات نسبيا ضئيلة على مستوى هذه الأخيرة.

وللتحقيق بشكل أفضل في الظاهرة، سيتم التركيز على سلوك الاحتياطيات تزامنا والفترة التي تحدث فيها الصدمات الخارجية، وذلك كما جاء في التأصيل النظري للظاهرة. وعليه، يمكن أخذ سنة 2009 والفترة 2013-2014، لأن الأولى صاحبت الأزمة المالية العالمية وسجل على إثرها ميزان المدفوعات تراجعاً بحوالي 90%، أما الثانية فشهدت بداية التراجع لأسعار النفط في الأسواق الدولية، فسجل خلالها ميزان المدفوعات في السنة الأولى معدل شبه توازي ($+0.13$ مليار دينار وهو المعدل الموجب الأدنى على الإطلاق) ومن ثم معدل العجز الوحيد خلال هذه الفترة بـ -5.88% مليار دولار في السنة الثانية.

بالنسبة إلى سنة 2009، لم تتم الاحتياطيات الرسمية إلا بـ 4%، في حين أن نسبة نموها قبل ذلك تراوحت بين 30 و 50%، وقابلها مستوى شبه ثابت لعملة الدينار أمام اليورو وانخفاض طفيف أمام عملة الدولار يعزى بانخفاض هذا الأخير أمام اليورو لا غير، هذا بالنسبة إلى الأسعار الثنائية، أما فيما يخص سعر الصرف الفعلي الحقيقي فمعدل تغيره نسبة إلى المستوى التوازي كان 0.001، ونسبة التغير السنوي لم تتعد 1.12%.

الفصل الثالث: ربيع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

وفيما يتعلق بالفترة 2013-2014، سجلت خلالها الاحتياطيات الرسمية في السنة الأولى معدل النمو الموجب الأدنى خلال كل الفترة وقدر بـ 1.75%، ثم تلاها تراجعاً بـ 7.72%، أي بمقدار خسارة بلغ 15 مليار دولار، في حين شهد معدل صرف الدينار انخفاضاً طفيفاً أمام عمليتي الدولار واليورو، أما سعر الصرف الفعلي الحقيقي فتغيراته هو الآخر بقيت متمركزة بشكل قريب حول مستواه التوازني.

إن الطرح السابق، يدل على أن بنك الجزائر يضع اعتبارات تحرك أسعار الصرف فوق نظيرتها المتعلقة بالاحتياطيات الرسمية، ولحد الآن فهو لا يخشى استنزاف احتياطياته الدولية بقدر خشيته من حدوث تقلبات طرفية (شاذة) في سعر صرف الدينار، ولهذا يمكن القول، أن بنك الجزائر لا يعاني من ظاهرة الخوف من استنزاف احتياطياته الرسمية* بقدر ما يعاني من ظاهرة الخوف من تعويم الدينار الجزائري.

وخلاصة القول، أنه يمكن الحكم على أن نظام الصرف في الجزائر هو نظام قريب جداً من الثابت وفي حقيقة الأمر يعتمد بنك الجزائر على احتياطياته الرسمية من أجل تحقيق التوازنات الخارجية، وهذا ما ينطبق تماماً على برامج الاستقرار المرتكز على الصرف. غير أن التسليم مطلقاً بهذا الحكم يعد أمراً مستهجننا مادامت بعض تجليات البرنامج لا وجود لها في الاقتصاد الجزائري، ومنها المتعلقة بدورة انتعاش - ركود وكذاك تتمين قيمة العملة المحلية، خصوصاً وأن بنك الجزائر لا يبدي بذلك صراحة وبشكل شفاف ولو كان نظام الصرف الفعلي يوحى بذلك.

المطلب الثالث: مصداقية سياسة بنك الجزائر المتعلقة بالاستهداف المباشر للتضخم

تعد سياسة استهداف التضخم الطريقة المباشرة لضبط معدل التضخم دون الاستعانة بالمرتكزات الوسيطة كما هو الحال بالنسبة إلى برامج الاستقرار السالف ذكرها. وبالرجوع إلى تصريحات بنك الجزائر في تقاريره السنوية، يمكن تقسيم المرحلة التي نص فيها على أنه يعمل من أجل استهداف معدل التضخم (سواء في شكل إعطاء رقم معين فقط أو ممارسة السياسة في حد ذاتها) إلى فترتين، كما هو مبين في الجدول الموالي:

* ويعود ذلك من جهة إلى غياب أسباب الظاهرة في حد ذاتها؛ فالاقتصاد الجزائري لا ولم يشهد حركة سريعة لاستثمارات المحفظة المالية، كما أنه لم يصل إلى درجة مناقشة عنصر الثقة لدى المستثمرين الأجانب لتواضع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر. ومن جهة أخرى، أدى المنحى المتصاعد لسعر النفط إلى الإحساس بالراحة و أعطى نوع من الرفاه الزائف وألّفه متخذي القرار في الجزائر وذلك في ظل مستوى متدنٍ للمديونية الخارجية. وكل ذلك أدى على غياب شعور الخوف من استنزاف الاحتياطيات الرسمية لوجود أسباب تحددها حتى الآن.

الفصل الثالث: ربيع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

الجدول (3-16): المعدلات الدالة على حقيقة سياسة استهداف التضخم في الجزائر (2000-2014)
الوحدة: (%)

المعدل الفعلي	المعدل المستهدف	الفجوة بين المعدل الفعلي والمستهدف	المعدل المتنبأ به	الفجوة بين المعدل الفعلي والمتنبأ به
0.3				
4.2	-			
1.4		-1.6		
4.3		1.3		
4	3	1		
1.4		-1.6		
2.3		-0.7		
3.7	4	-0.3		
4.9	4-3	1.4		
5.7		1.7		
3.9		-0.1	4	-0.1
4.5		0.5	4.57	-0.07
8.9	4	4.9	8.86	0.04
3.3		-0.7	3.4	-0.1
2.92		-1.08	3.4	-0.48

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- La Banque d'Algérie. Rapports Annuel de 2002 à 2014.

فيما يتعلق بالمرحلة الأولى التي امتدت من سنة 2002 إلى غاية 2009، لم يحدد فيها بنك الجزائر بشكل صريح هيمنة أحد أهدافه على الأخرى، ولكن المعلوم هو أن محاربة معدل التضخم يوجد ضمن التوليفة التي تقع تحت مسؤوليته مباشرة، لهذا فهو يصرح بمعدلات مستهدفة منذ سنة 2002، ولكنها كانت مجرد أرقام معلن عنها، يرغب في تحقيقها ولم يؤسس لذلك، لأن عملية الاستهداف تقتضي العديد من الضروريات، ومجرد التصريح بمعدل مستهدف فقط لا يرقى إلى أن يعبر عن سياسة بأكملها.

وكما هو معطى في الجدول أعلاه، فإن حدود هامش تقلب معدل التضخم الفعلي عن المعدل المستهدف خلال هذه الفترة تمثل تقريبا في القيمتين ± 1.6 . ويمكن تقسيم أهم المتغيرات التي عملت على تحديد هذا الهامش خلال هذه الفترة إلى قسمين:

- القسم الأول عمل على تخفيف تطور معدل التضخم، وتضمن أساسا تلك المتغيرات التي ساهمت في نمو النفقات الرأسمالية المتعلقة ببرنامجي التنمية (الإنعاش الاقتصادي 2001-2004 ودعم النمو 2005-2009)، بالإضافة إلى العامل الأهم، ألا وهو تعزز الوضع المالي الخارجي للجزائر جراء تراكمات

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

احتياطات الصرف الرسمية، والتي أدت إلى نمو صافي الموجودات الأجنبية -باعتبارها أحد مقابلات الكتلة النقدية- خلال الفترة (2001-2009) بأكثر من 13 مرة.

- أما القسم الثاني فمهمته تمثلت في تشييط معدل التضخم، وذلك عن طريق تحييد الأثر الذي يمكن أن تحدثه تراكمات احتياطات الصرف الرسمية على الوضع النقدي، وتلك المهمة أسديت للأدوات التعقيمية المستحدثة من قبل بنك الجزائر خلال هذه الفترة (أدوات استرجاع السيولة بمناقصة، التسهيل الخاصة بالوديعة المغلة لسعر الفائدة والاحتياطي الإلزامي)، بالإضافة إلى صندوق ضبط الإيرادات الذي يحجز المبالغ الجبائية المفروضة فوق السعر المرجعي للبتروول، وهو حساب مدار من طرف بنك الجزائر وسيتم التفصيل لاحقا في هذه الجزئية.

أما فيما يخص المرحلة الثانية (2010-2014) اختلف الأمر بشكل جوهري، فخلال هذه الفترة اتجه بنك الجزائر، وبشكل صريح، نحو تطبيق سياسة استهداف التضخم حسب ما جاء في المادة 10-04¹، ولم تعد العملية مجرد أرقام معلن عنها فقط، بل أنه عمد إلى تبني نموذج السلاسل الزمنية ذات المتغير الوحيد (*modèle univarié de séries temporelles*) الذي يأخذ في حسبانته البيانات التاريخية للسلاسل الشهرية المتعلقة بمؤشر أسعار الاستهلاك، من أجل إجراء التنبؤات قصيرة الأجل (على امتداد سنة) كخطوة تمهيدية وحتمية ضمن أساسيات سياسة استهداف التضخم، وكان ذلك قبل الإعلان عن تبني السياسة بسنة كاملة (2009)، ولقد عمق بنك الجزائر عملية التدقيق في المحددات التي تتحكم في التضخم كخطوة ثانية في نفس السياق، من أجل بداية الاعتماد على نموذج بمقدوره التنبؤ شهريا بمعدل التضخم منذ سنة 2012.²

بالرجوع إلى البيانات المعطاة في الجدول أعلاه، يمكن تقييم السياسة بالاعتماد على جزئيتين مهمتين

وهما:

- تقييم سياسة الاستهداف اعتمادا على مدى انحراف المعدل الفعلي عن المستهدف للتضخم؛
- تقييم آلية التنبؤ المسخرة لتدعيم سياسة الاستهداف، بعد تحديد الفجوة بين المعدل الفعلي والمتنبأ به للتضخم.

¹. La Banque d'Algérie. Article. 35, Ordonnance modifiant et complétant l'ordonnance No. 03-11 relative à la monnaie et au crédit. No. 10-04 (26 août, 2010).

². La Banque d'Algérie. Rapports Annuel 2012 : 130.

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

بالنسبة إلى النقطة الأولى، فإن معدل التضخم الفعلي خرج عن نطاق التقلب المسموح به ($\pm 1\%$) بشكل ملحوظ سنة 2012 بمعدل انحراف شارف على مساواة 5%، وبشكل أقل حدة سنة 2014 (1.08%)، في حين أن باقي السنوات كانت داخل نطاق الاستهداف. ومن المهم الإشارة، إلى أن بنك الجزائر قد نفى أن يعود سبب الانحراف الكبير إلى التضخم المستورد وذلك لسببين رئيسيين:¹

- انخفاض أسعار السلع الأساسية المستوردة من السوق العالمية لذات السنة بمعدل تراوح بين 5.6% إلى 16.25%؛

- بقاء الدينار الجزائري نسبيا مستقرا أمام العملات الأساسية التي تسعر بها الواردات الجزائرية.

وأرجع بنك الجزائر سبب حدوث هذا المعدل الأكبر خلال هذه المرحلة إلى ارتفاع الأسعار المحلية وعلى وجه التحديد أسعار المواد الغذائية (المواد الطازجة وخاصة اللحوم ذات الاستهلاك الواسع)، والتي دفعت التضخم لتسجيل ما معدله 4.4% في شهر جانفي من بداية السنة فقط، أي نصف المعدل السنوي تقريبا.²

ويعد الطرح الذي أدلى به بنك الجزائر صائبا إلى حد بعيد، خاصة فيما يتعلق بنفيه لإمكانية مساهمة أسعار السلع المستوردة في معدل التضخم الأعلى والمسجل سنة 2012، لأن معدلات التضخم العالمية كانت متدنية في تلك السنة وقدرت بـ 2.1، -0.0، و 2.4 و 2.6 لكل من الولايات المتحدة الأمريكية اليابان، منطقة اليورو والصين على التوالي.³

وعليه، وفيما يتعلق بهذه الجزئية الخاصة بسياسة الاستهداف، يمكن القول أن بنك الجزائر، إذا تم استثناء سنة 2012، قد أفلح في الحفاظ على معدل التضخم ضمن نطاق الانحراف المسموح به عن المعدل المستهدف، ولكن هذا لا يكفي لإعطاء حكم نهائي حول فعالية سياسة الاستهداف برمتها، فقد تكون مسألة حظ جيد، وليست السياسة في حد ذاتها هي الجيدة، أي لم يتزامن وفترة تطبيقها حدث (كصدمة خارجية موجبة وقوية) يمكن من خلاله تقييمها على أساس قدرتها على مواجهته، كما أن هناك العديد من الجوانب الأخرى المتعلقة بسياسة الاستهداف سيشار إليها لاحقا لإعطاء نظرة تقييمية أوسع.

¹ Ibid., 149.

² Ibid.

³ Ibid., 20.

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

وبخصوص تقييم آلية التنبؤ المسخرة لتدعيم آلية الاستهداف، فالملاحظ من نفس الجدول أعلاه، أن المعدلات المتنبأ بها كانت قريبة جدا من نظيرتها الفعلية، وبانحراف لم يتعد حدي هامشه ± 0.5 ، وعلى هذا الأساس يمكن القول أن الأداة المتبناة في هذا المجال هي جد فعالة لإعطاء صورة مسبقة لما سيكون عليه التضخم في الأجل القصير.

ومن المهم الإشارة، إلى أن مجرد التوفيق النسبي لبنك الجزائر في تحقيق معدل التضخم المستهدف مع آلية تنبؤ فعالة، لا يعكس أبدا فعالية سياسة استهداف التضخم، لأن هذه الأخير - كما جاء في التأصيل النظري لها - لا تقتصر على ما سبق فقط، وإنما لها عدة مقومات أخرى ضرورية للحكم على مدى نجاحها من عدمه، وأهمها استقلالية بنك الجزائر، الشفافية والمساءلة.

بالنسبة إلى استقلالية بنك الجزائر، المسألة مؤسس لها قانونا ولكن عمليا فهي نسبية، خاصة إذا تزامن ذلك وبعض الظروف الاجتماعية والسياسية، لأنه حينها سينصاع بنك الجزائر إلى سلطة السلطة التنفيذية لاستيعاب تلك الظروف، ومثال ذلك حين أقدمت تلك السلطة سنتي 2010 و 2011 إلى زيادة كتلة الأجور لعدة فئات (قطاع الصحة، القطاع العسكري، وخاصة قطاع التعليم بأثر رجعي لسنتي 2008 و 2009) لأغراض اجتماعية، وعلى إثر ذلك التدخل نمت تلك الكتلة بمعدل 33.12% و 44.95% لتلك السنتين على التوالي¹، أي رضوخ بنك الجزائر إلى عملية زيادة الكتلة النقدية وهو يعلم يقينا أنها دون مقابل حقيقي وستضغط على معدل التضخم نحو الأعلى، لعدة اعتبارات أهمها جمود الهيكل الإنتاجي خارج قطاع المحروقات.

بالنسبة إلى مسألتي الشفافية والمساءلة، فالأولى تتجلى حسب بنك الجزائر، في المعدلات المصرح بها في تقاريره السنوية، أو تصريحات المحافظ أمام مجلس الأمة والمجلس الشعبي الوطني، ولكنها في الغالب تتسم بالغموض، كما أن الأرقام التي تتضمنها تلك التصريحات هي عبارة عن نتائج سنوية لا تظهر حقيقة أو كيفية تحصيلها بشكل دقيق ومفصل، هذا إذا تم التسليم مطلقا بمصداقيتها.

¹ International Monetary Fund. *Algeria: 2010 Article IV Consultation—Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Algeria*, IMF Country Report No. 11/39 (Washington, D.C: International Monetary Fund, February 2011): 04-05.

الفصل الثالث: ريع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

وفيما يتعلق بعنصر المساءلة، فمحافظة بنك الجزائر بعيد كل البعد على أن يكون مسؤولاً عن مقدار انحراف التضخم عن معدله المستهدف، كما أنه ومنذ بداية تطبيق سياسة الاستهداف، لم يقنن ولا نصاً وحيداً وواضحاً يحمّله المسؤولية المباشرة في حالة حدوث انحراف غير مرغوب فيه لمسار التضخم، ويتضح ذلك جلياً سنة 2012 التي انخرّف فيها معدل التضخم بشكل واضح عن المعدل المسموح به، ولم يتحمل المحافظ مسؤولية ذلك، بل إنه اكتفى بتبرير الأمر بشكل روتيني، سواء في تقاريره أو أمام المجلس الشعبي الوطني ومجلس الأمة، وحمل ارتفاع أسعار المواد الغذائية مسؤولية ذلك الانحراف، في حين أن البلدان التي تطبق سياسة الاستهداف بشكل صارم كنيوزيلندا، يصل بها الحد إلى عزل محافظ بنكها المركزي عند انحراف التضخم (بشكل ربع سنوي) عن معدله المستهدف.

كما أن هناك نقطة غاية في الأهمية، وهي أن سياسة استهداف التضخم لا يمكن أن تكون بالفعالية المطلوبة في ظل نظام الصرف الحالي، باعتباره قريباً جداً من الثابت كما تم تبيانه سابقاً، لأن تلك السياسة تقتضي أن لا يكون هناك تعدد في الأهداف، بحكم أن بنك الجزائر لن يستطيع التوجه نحو هدفين متضادين (إلا في بعض الحالات الضيقة المذكورة سالفاً) أحدهما يعبر عن الاستقرار الخارجي (سعر الصرف) والآخر عن الداخلي (التضخم)، ناهيك عن تعدد مستهدفاته المصرح بها في البرمجة النقدية والمالية، والمتمثلة في المجمعات النقدية والقرضية، فعملياً لا يمكن الجزم بشكل مطلق عن الهدف المهيمن على اعتبارات بنك الجزائر.

وما يدعم الطرح السابق، هو ما جاء في مضمون التأسيس النظري لسياسة الاستهداف، الذي يقتضي أن لا تكون هناك علاقة وطيدة بين المجمعات النقدية والقرضية بمعدل التضخم، بل تتداخل في تحديده العديد من العوامل الأخرى، ولكن بنك الجزائر أثبت العكس تماماً في نتائج دراسته القياسية¹ التي أنجزها خلال الفترة 2001-2014، فقد كان لتلك المجمعات (المجموع النقدي $M2$ خارج ودائع قطاع المحروقات وداائع العملة الصعبة، صافي الأصول الأجنبية، صافي الأصول المحلية وبالأخص جزئها المتعلق بقروض للاقتصاد) حصة الأسد في تحديد معدل التضخم بنسبة (كمتوسط خلال الفترة) 70.7%، ثم يأتي كل من أسعار الإنتاج الصناعي لنشاط الصناعات الغذائية، سعر الصرف الفعلي الاسمي والأسعار المستوردة بنسبة 13%، 9.9% و 6.4% على التوالي، أي أن تلك المجمعات شارفت على تحديد ما يقارب ثلاثة أرباع

¹. La Banque d'Algérie. Rapports Annuel 2014: 130.

الفصل الثالث: ربيع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

(3/4) معدل التضخم، وهذا ما يتعارض مع أسس سياسة الاستهداف في حد ذاتها، ويضع مصداقية التسليم بممارستها محل تساؤل، وذلك قبل الخوض في مدى قدرة بنك الجزائر على استدامة وإدارة السياسة في حد ذاتها.

وكخلاصة لما سبق، يمكن القول أن مجرد التأسيس القانوني لسياسة الاستهداف مصحوبا بالإعلان الرسمي عن معدلات مستهدفة وأخرى متنبأ بها، هي عناصر لا تكفي وحدها لأن تعبر على سياسة بحجم سياسة الاستهداف، بل يجب أن يقترن ذلك مع الممارسات العملية التي تثبت ذلك، وتتجلى في عدة جوانب كالإفصاح، الشفافية، المساءلة والاستقلالية، بالإضافة إلى وضوح هدف التضخم كمستهدف رئيسي ووحيد، كلها تشكل التوليفة الضرورية لنجاح العملية، وغياب أي عنصر منها، كما هو الحال بالنسبة لبنك الجزائر، سيقوض من فرصة تحقيق الهدف المنشود لسياسة الاستهداف، وحتى وإن كانت المعدلات ضمن النطاق المستهدف، فالأمر لا يتعدى كونه خطأ جيد وليست السياسة المطبقة هي من تمتاز بذلك، لأن عيها سيظهر مع ظهور أول صدمة وإن كانت ذاتية المنشأ.

خلاصة الفصل:

الحقيقة التي لا يمكن إنكارها، هي أن الاقتصاد الجزائري بكل قطاعاته يوشك بلغة الأرقام على أن يُختصر في قطاع وحيد ألا وهو قطاع المحروقات، فحصة هذا الأخير تعدت نسبة 98% من إجمالي صادرات البلد، كما أن إيراداته الجبائية لا تقل عن الثلثين نسبة إلى الجباية الكلية، وله مساهمة تتعدى الثلث في الناتج المحلي الإجمالي، أي أنه أصبح يمثل عصب الاقتصاد الوطني والقائد الوهمي لقاطرة النمو فيه.

وبما أن علاقة الساحة النقدية بالاقتصاد الجزائري هي علاقة الجزء بالكل، فهذا يعني صراحة أن تأثرها بسعر مادة النفط ما هو إلا تحصيل حاصل. غير أن الإشكال البالغ الأهمية والواجب طرحه حاليا، يتمثل في غياب استقلالية منشأ المجمعات النقدية وعلى رأسها الكتلة النقدية بالمفهوم الواسع؛ لأنها أصبحت تتحدد بمتغير بعيد تماما على سيطرة بنك الجزائر، كما أن البرامج النقدية المعهودة من قبل السلطات النقدية الهادفة في الأساس إلى التقليل من حدة ذلك الإشكال، لا تعدو كونها مخططات ظرفية وهي ذاتها على درجة

الفصل الثالث: ربيع النفط وأثره الجوهري على مفهوم الاستقرار النقدي في الجزائر

ارتباط وثيقة بسعر نفس المتغير. ولهذا يمكن القول أن قطاع المحروقات كان جزءا في صورة جائزة للاقتصاد الجزائري وعلى الصعيدين النقدي خاصة والاقتصادي عامة.

إلى غاية سنة 2010 لا يمكن بأي حال من الأحوال الوقوف على حقيقة برنامج الاستقرار المعهود من قبل بنك الجزائر، فتصريحاته بخصوص سعر الصرف تدل على اعتماده كمرتكز، وما يتم الإعلان عنه سنويا تحت مسمى البرمجة النقدية يخالف ذلك تماما. كما أنه في ظل غياب المقومات الأساسية لسياسة استهداف التضخم (الشفافية، المساءلة والاستقلالية)، بالإضافة إلى وجود مستهدف ضمني آخر يتمثل في سعر الصرف، لا يمكن أن ترقى الإجراءات المطبقة من طرف بنك الجزائر إلى سياسة بحجم سياسة الاستهداف بكل ما تحمله من مضامين.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

كانت، ولا زالت قضية استئلال الاقتصاد الوطني من قبضة النفط القضية الجوهرية خلال تاريخ الجزائر المستقل. فعلى الصعيد النقدي، يلجأ بنك الجزائر في كل مرة إلى تكييف سياسات ترقية تمنحه هامش مناورة أكبر على امتداد فترة زمنية قد تكون كافية لتفعيل الإصلاحات الضرورية بعد حضور رغبة السلطات النقدية، ولقد أُلزم خلال الطفرة الحالية غير المسبوقة لأسعار النفط على استحداث أدوات نقدية تعقيمية، تساعد على ضبط الحجم المستفيض للسيولة وتحييد آثارها المنعكسة سلباً على مفهوم الاستقرار النقدي، خاصة في ظل القصور الواضح للطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني من أجل احتواء تلك الأحجام وضخها في القنوات المناسبة على نحو خلاق للقيمة المضافة.

بعبارة أخرى، اتجه بنك الجزائر نحو تبني نفس السياسة التي مارستها البنوك المركزية الناشطة في الأسواق الصاعدة حين تلقت موجات هائلة من التدفقات الاستثمارية، ويطلق على هذه السياسة مسمى "التعقيم، التعطيل أو التحييد النقدي"، أما عن فكرتها الأساسية فهي قائمة على جزئية التعديل بين الأصلين المحلي والأجنبي من أجل عزل الأساس النقدي عن أي شكل من أشكال التدفقات الدولية (تدفقات مضاربة، استثمارية مباشرة أو ناتجة عن إيرادات ريع البترول كما هو الحال بالنسبة لحالة الجزائر). وتجدر الإشارة إلى أن التأصيل النظري للسياسة المستوحى من نتائج التجارب الدولية السابقة يحذر من مغبة الاستمرار في ممارستها إلى أجل يتعدى القصير أو المتوسط، لأن نتائجها تصبح ذات منحنى عكسي تماماً.

وبحكم أن بنك الجزائر قد استمر في ممارسة السياسة التعقيمية تقريبا لعقد ونص من الزمن، فهذا يعني -ولو ظاهريا- أنها قد منحت الفعالية الكاملة من أجل التحكم في محددات الاستقرار النقدي، بالإضافة إلى أن تكاليفها المتراكمة على امتداد تلك الفترة لم ترق إلى درجة تعطيل مهمته وتجبره على التخلي عن ممارسة السياسة، على اعتبار أن تلك التكاليف هي عبارة عن التزام يقع على كاهل بنك الجزائر وهو ملزم على تنقيده ليدفع للأطراف المقابلة في الوقت الذي يحين فيه أجله حسب العقود المبرمة مسبقا، وهو ذات الوجه المعبر عن الإصدار النقدي غير المبرر ما لم يُغط بعوائد استثمار احتياطيات الصرف الرسمية في الخارج. وتهدف النقاط الأساسية التالية إلى التدقيق في حيثيات تلك الجزئيات بشيء من التفصيل.

✓ المبحث الأول: ترسانة الأدوات التعقيمية المكيفة لاحتواء فوائض السيولة؛

✓ المبحث الثاني: تقدير معامل ردة الفعل التعقيمية لبنك الجزائر وقدرته على استيعاب الصدمات؛

✓ المبحث الثالث: حدود فعالية واستدامة سياسة التعقيم النقدي في الجزائر.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التقييمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

المبحث الأول: ترسانة الأدوات التقييمية المكيفة لاحتواء فوائض السيولة

إن الوضع النقدي الذي ينشط فيه بنك الجزائر هو المحدد الأوضح والمتحكم الرئيس في عملية استحداث الأدوات النقدية، وكما تم التفصيل فيه مسبقاً، فإن الساحة النقدية حالياً تشهد استفاضا غير مسبوق للسيولة، لهذا فقد لجأ بنك الجزائر إلى التجهز بترسانة من الأدوات تختلف من ناحية طبيعتها عن ما سبقها من أدوات، وتختلف فيما بينها كذلك، إلا أنها مكيفة لمهمة واحدة ألا وهي تحييد تلك الفوائض النقدية.

المطلب الأول: حساب وتحليل وضع السيولة التراكمي المستقل

يعد تحديد حجم السيولة التراكمي المستقل خطوة ضرورية وتسبق عملية تصنيف وتحليل آلية عمل الأدوات التقييمية المتبناة من قبل بنك الجزائر، لأنه بتحديد تلك الأحجام يتسنى، وبشكل مسبق، معرفة الإطار العام الذي ستنشط في ظلها تلك الأدوات وغرضها من ذلك.

وكما هو مبين سلفاً، فإن وضع السيولة التراكمي المستقل هو الذي يصف الوضع النقدي السائد الذي على أساسه يقوم بنك الجزائر بتنشيط سياسة التعقيم النقدي لهدف معين، فإن كانت نتيجة ذلك المجموع موجبة، فهذا يعني أن هناك حقناً (فائضاً) تراكمياً للسيولة على مستوى الساحة النقدية، ومسؤولية بنك الجزائري تتجلى في تحييد أثرها غير المرغوب فيه عن التوازنات النقدية، أما إن كانت النتيجة ذات إشارة سالبة فسيحذو عكس ذلك، بمعنى؛ توفير السيولة اللازمة لتيسير النشاط النقدي ومن ثم الاقتصادي ككل.

ويمكن تحديد حجم السيولة التراكمي المستقل وفقاً للمتطابقة التالية (راجع الفصل الأول):

وضع السيولة التراكمي المستقل (ALP) = صافي الأصول الأجنبية (NFA) + صافي الإقراض إلى الحكومة (NLG) + صافي البنود الأخرى (NOI) - التداول النقدي خارج البنوك (CF)

ويبين الجدول التالي التطور السنوي الحاصل على مستوى تلك المجموع:

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

الجدول (1-4): وضع السيولة التراكمي المستقل (ALP) (2014-2000)

الوحدة: مليار دينار

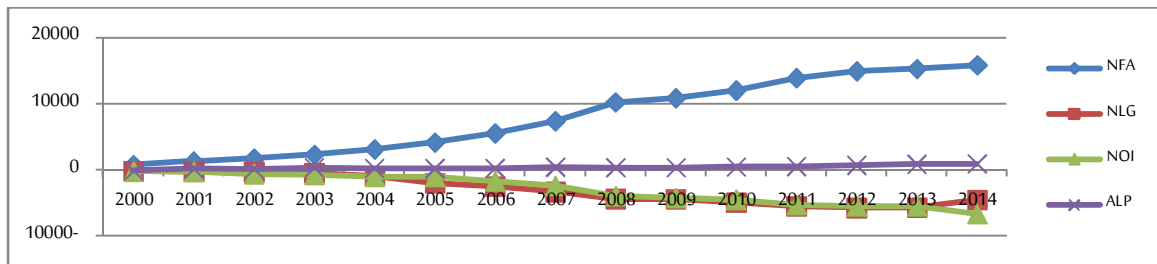
(ALP)	(CF)	(NOI)	(NLG)	(NFA)	
-112.5	491.5	-238.9	-156.4	774.3	2000
192.6	584.5	-260.2	-276.3	1313.6	2001
172.1	673.7	-592.1	-304.8	1742.7	2002
363.8	787.7	-710.3	-464.1	2325.9	2003
277	882.5	-1033.8	-915.8	3109.1	2004
232.2	930.3	-1002.5	-1986.5	4151.5	2005
241.9	1092.1	-1681.6	-2510.7	5526.3	2006
426.3	1301.3	-2360.5	-3294.8	7382.9	2007
362.3	1561.7	-3937.8	-4365.7	10227.5	2008
362.9	1849.9	-4251.1	-4402	10865.9	2009
483.2	2132.2	-4470.9	-4919.3	12005.6	2010
525.7	2610.5	-5286	-5458.4	13880.6	2011
710	2997.2	-5513.3	-5712.2	14932.7	2012
888.4	3247.6	-5484.5	-5646.7	15267.2	2013
936.7	3734.6	-6665.3	-4487.9	15824.5	2014

Source : Ibid.

يتضح من الجدول أعلاه، أنه مع مستهل سنة 2001 بدأ التسجيل المستمر لمعدلات موجبة تخص وضع السيولة التراكمي المستقل، وهي السنة ذاتها التي عزفت فيها البنوك التجارية عن اللجوء إلى بنك الجزائر من أجل عمليات إعادة التمويل وإلى آخر الفترة، وبعد استمرار تلك المعدلات الفائضة خلال مدة زمنية تعتبر طويلة، فقد اتخذت بذلك صفة الهيكلية.

وتجدر الإشارة إلى أن البنود الرئيسية التي تتحكم في صافي النتيجة المتعلقة بوضع السيولة التراكمي المستقل، لم تتبع نفس السلوك، بعبارة أخرى؛ فيها ما لعب دور المكشم للسيولة، أي المساهمة في السحوبات التراكمية خلال هذه الفترة، وفيها ما تمثل دوره في ضخ تراكمي للسيولة، وذلك كما هو معطى في الشكل التالي:

الشكل (1-4): تطور البنود الرئيسية المتحركة في الوضع التراكمي المستقل للسيولة (2014-2000)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول (1-4)

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

تبين من الشكل الموضح أعلاه، أن بندي صافي الإقراض إلى الحكومة (*NLG*) وصافي البنود الأخرى (*NOI*) ساهما في سحب السيولة لا في ضخها، لأن إشارتهما سجلت بالسالب وتراجع قائمهما على التوالي بأكثر من 15 و 24 مرة خلال الفترة (2001-2014)، غير أن تعاضم حجم التطور في صافي الأصول الأجنبية خلال تلك الفترة (نمت بأكثر من 11 مرة، بما يعادل 14 ألف مليار دينار إضافية)، أدى إلى استيعاب أثر البندين السابقين وتسجيل صافي النتيجة بالموجب، ورغم التذبذبات الحاصلة على مستوى هذه الأخيرة*، إلا أنها نمت هي الأخرى إلى نهاية الفترة بمعدل شارف على الأربع مرات (3.86 مرة، وبالقيم المطلقة 744 مليار دينار إضافية).

وبالاستناد إلى الطرح السابق لـ *Ganley* وإسقاطه على حالة الجزائر، فإن هذه الأحجام ستكون بعيدة عن سيطرة بنك الجزائر في الآجال القصيرة، ولهذا فقد تمثلت ردة فعله في تبني أدوات تعقيمية تخوله بسط السيطرة على تلك الأحجام الفائضة، بمعنى أنه سيمارس سياسة تعقيم فائض السيولة، كما أنه في ظل هذا الطرف النقدي سيمركز في وضعية المدين الصافي اتجاه النظام البنكي، وسيكون له الأثر المباشر على جانب الأصول الخاص بميزانية الأطراف الداخلة في العملية، بعبارة أخرى؛ سيؤثر بنك الجزائر على مقدار ربحية تلك الأطراف لا على مقدار التزاماتها، لأنه سينشط في بيئة تتميزها فوائض هيكلية للسيولة وليس العكس.

المطلب الثاني: تصنيف وتحليل آلية نشاط أدوات سياسة التعقيم النقدي في الجزائر

يعد فائض السيولة الهيكلي العنصر الذي أرغم بنك الجزائر على التجهز بترسانة من الأدوات التعقيمية المستحدثة، لغرض تحييد أثر تلك الفوائض النقدية وعزلها عن الأساس النقدي، متفاديا بذلك البوادر التضخمية التي يمكن أن تحدث في مثل هذه الظروف.

واستنادا إلى طبيعة الأداة التعقيمية المبينة سلفا، فبنك الجزائر هو الآخر يسير نشاطه اعتمادا على أدوات منها ما هو قائم على أساس السوق، وأخرى غير قائمة على أساسه. وفيما يلي سيتم التطرق إلى المسألة مع التركيز على آلية النشاط التعقيمي لتلك الأدوات.

* بالرجوع إلى المطابقة التي تعنى بحساب الاحتياطيات المصرفية الكلية نجدها كما يلي:

الاحتياطيات المصرفية الكلية (*ABank Reserves*) = وضع السيولة التراكمي (*ALP*) + صافي الإقراض إلى البنك المركزي (*NLB*).
وبما أن صافي الإقراض إلى بنك الجزائر يقترب جدا من الصفر (لولا الرصيد الضئيل المسجل على مستوى بند "قروض أخرى") فإن الاحتياطيات المصرفية شارفت على مساواة وضع السيولة التراكمي في كل السنوات تقريبا ما عدا سنة 2000.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

1- الأدوات التعقيمية القائمة على أساس السوق:

المعنى الضمني لقيام تلك الأدوات على أساس السوق، هو أن قوى العرض والطلب تتحدد بحرية أثناء التعاملات الاعتيادية بين بنك الجزائر والأطراف المقابلة، وذلك دون حضور صفة الإكراه من أجل الدخول في العملية، حتى وإن كانت الأهداف التي ترجى منها على قدر من الأهمية. وتمثل تلك الأدوات فيما يلي:

- أدوات استرجاع السيولة لسبعة أيام، ثلاثة أشهر وستة أشهر (*Reprise de liquidité à 7 jours, à 3 mois, et à 6 mois*)

- التسهيل الخاصة بالوديعة المغلة لسعر الفائدة (*la Facilité de dépôts rémunérés*).

تم تصنيف أداتي استرجاع السيولة والتسهيل الخاصة بالوديعة المغلة لسعر الفائدة ضمن الأدوات السوقية، لأن البنوك التجارية لها حرية الدخول في العملية التعقيمية من عدمه بواسطة هاتين الأداتين والمتحكم الأول في سلوك تلك الأطراف هي الأرباح الممكن تحصيلها في الأخير، أما عن عنصر المخاطرة فهو مهمل تماما لأن الطرف المقابل يتمثل في بنك الجزائر، وعليه فآليات السوق تعمل دون قيود لا تنفء صفة الإكراه في العملية. أما بخصوص آلية النشاط التعقيمي فتختلف كل الاختلاف بين تلك الأداتين وذلك كما يلي:

1-1. أداة استرجاع السيولة (7 أيام، 3 أشهر و6 أشهر): استنادا إلى التعليلة¹ الخاصة بهذه بالأداة نجدها تهدف إلى الإدارة والتحكم، بشكل مرن، في حجم السيولة على مستوى الساحة النقدية، إذ تعتبر أداة غير مباشرة تطبق على مستوى السوق، عن طريق تدخل بنك الجزائر خلال فترات معينة، بعد تحديد حجم السيولة الذي يرغب في استرجاعه، أي أنها تسمح بامتصاص الأموال القابلة للإقراض من طرف البنوك التجارية (عن طريق نداءات العروض *Appel d'offres*). بمعدلات فائدة معدلة حسب الحاجة. وتتجلى مرونة هذه الأداة من جهة، في حرية مشاركة البنوك التجارية والدخول كطرف في العملية على مستوى السوق النقدية، بما يكفل لها إدارة سيولتها حسب رغبتها، ومن جهة أخرى، في حرية بنك الجزائر بخصوص تحديد المبلغ الذي يرغب في استرجاعه قبل القيام بالعملية.

وتجدر الإشارة، إلى أن أداة استرجاع السيولة لسبعة أيام تم استحداثها في 11 أبريل 2002، غير أن استمرار فوائض السيولة الهيكلية الناتجة عن تكرار عمليات تنقيد احتياطات الصرف الأجنبية، أرغم بنك

¹. La Banque d'Algérie. Instruction *Portant Introduction de la Reprise de Liquidité sur le Marché Monétaire*. No. 02-2002, 11 Avril 2002.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

الجزائر على تبني وسيلتين إضافيتين، تمثلتا في استرجاع السيولة لفترتي نضج ثلاث وستة أشهر، وكان ذلك في أوت 2005 ومنتصف جانفي 2013 للأداتين على التوالي.

2-1. التسهيل الخاصة بالوديعة المغلة لسعر الفائدة¹، تم استحداثها في 14 جوان 2005، وهي عبارة عن وديعة توضع لدى بنك الجزائر لمدة 24 ساعة، بمعدل فائدة معلن عليه مسبقا من قبله، ويشهد هذا الأخير تعديلات طبقا للتقلبات الحادثة على مستوى السوق النقدي، وكذلك حسب التطور في هيكل معدلات عمليات بنك الجزائر. بمعنى؛ أن هذه الوديعة تأخذ شكل قرض يمنح لبنك الجزائر من قبل البنوك التجارية طوعا، على أن يتم تعويضهم بسعر فائدة معلن عليه مسبقا. وللإشارة، فإن هذه الأداة تساعد على امتصاص حجم معتبر من فوائض السيولة الهيكلية المتواجدة لدى البنوك، وعند استحداثها حدد لها بنك الجزائر سعر فائدة قدر بـ 0.30%، وهو المعدل الأدنى ضمن مراتب معدلات الفائدة المطبقة من قبله² واستطاع من خلالها القيام بمهمة التعديل الدقيق للسيولة (*Réglage fin*)³؛ على اعتبار أن هذه الأداة تسمح بامتصاص الأرصدة التي لم تعرض في عمليات نداءات العروض (استرجاع السيولة بمناقصة)، لذا فهي تعمل على تعقيم الجزء الفائض المتبقي لدى البنوك التجارية، وعلى وجه الخصوص، المحتفظ به في شكل احتياطات حرة.

والجدير بالذكر، أن أداتي استرجاع السيولة والوديعة المغلة لسعر الفائدة، يمكن إدراجهما ضمن المزايدات التنافسية المشار لها آنفا، حيث تصنف الأولى تحت لواء مناقصات أسعار الفائدة، لأن البنك المركزي هو المسؤول الوحيد عن تحديد حجم السيولة الواجب استرجاعه بأسعار فائدة تخضع لمبدأ التنافسية ما لم تتعد حدودها القصوى، في حين أن الثانية تعبر عن مناقصات الحجم، لأن أسعار الفائدة محددة مسبقا من طرف بنك الجزائر ولا مجال للتفاوض عليها، أما أحجام السيولة المسترجعة فتخضع لحرية التوظيف من قبل البنوك التجارية. أي أن المتغير الذي يخضع لسلطة التحديد من قبل بنك الجزائر، بالإضافة إلى نظيره الذي يترك لحرية الأطراف الداخلة في العملية، هو الفيصل من أجل تحديد نوع وآلية سيرورة المزايد المنعقد على مستوى السوق النقدي.

¹ . La Banque d'Algérie. *Instruction Relative à la Facilité de Dépôt Rémunéré*. No. 04-2005, 14 Juin 2005.

² . La Banque d'Algérie. *Évolution Économique et Monétaire en Algérie*. Rapports Annuel 2005 (Alger: Bank of Algeria, Avril 2006): 158 .

³ . La Banque d'Algérie. Rapports Annuel 2011: 134.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

2- الأدوات التعقيمية غير القائمة على أساس السوق:

إن الأدوات التي تندرج تحت هذا المعيار هي عبارة عن حواجز أو قيود كمية تفرض على بعض المتعاملين في السوق النقدي، وفي الغالب يكون نشاط تلك الأطراف غاية في الأهمية ويجب التحكم به كذلك يمكن أن تكون في صورة عملية تنظيم أو تنسيق ثنائية الأطراف، كذلك التي تنعقد بين بنك الجزائر وخزينة الدولة، وتمثل تلك الأدوات في:

- الاحتياطي الإلزامي (*la Réserve obligatoire*)؛

- صندوق ضبط الإيرادات (*le Fonds de régulation des recettes*).

تم تصنيف هاتين الأداةين ضمن الأدوات غير السوقية لأن آليات السوق لا تعمل بجرية أو حتى بدرجة معينة من المرونة، سواء تعلق الأمر بصفة الإجبارية للأداة الأولى، أو بصيغة الاتفاق والإجراءات التنظيمية المنصوص عليها في الأداة الثانية (على اعتبار أن بنك الجزائر هو بنك الدولة)، وفيما يلي آلية نشاط الأداةين بأكثر تفصيلاً:

1-2. الاحتياطي الإلزامي: في حقيقة الأمر، أن هذه الأداة كان لها وجود ضمن بنود قانون النقد والقرض 90-10، غير أنها كانت مبهمة المعالم حتى سنة 2004، حينها تم التحديد الدقيق لكل المعالم التي تخصها، وتمت إعادة تنشيطها لنفس الضرورة التي أحدثت الأدوات التعقيمية الأخرى، وأصبح تعريفها¹ الجديد متمثلاً في الاحتياطيات الدنيا الإلزامية الخاصة بالسياسة النقدية، والتي لا تترجم بتدخلات بنك الجزائر على مستوى السوق النقدي، ولكن عن طريق التزام تكوين ودائع (احتياطيات) من قبل البنوك التجارية لدى بنك الجزائر لأجل تغطية، وبمتوسط شهري (فترة ممتدة من تاريخ 15 من شهر معين إلى غاية تاريخ 14 من الشهر الذي يليه)، مستوى الاحتياطيات الإلزامية النظامية.

ويعد الاحتياطي الإلزامي من الأدوات النشطة في عمليات استرجاع السيولة، خصوصاً منذ بداية سنة 2004، كما أنه حسب التعريف الجديد أصبحت تحكمه عدة شروط أهمها:

- المؤسسات المعنية بالالتزام تكوين هذه الاحتياطيات (البنوك التجارية)؛
- معدل الحد الأعلى، ووعاء تكوينه يكون ممثلاً بالودائع بالدينار الجزائري؛

¹. La Banque d'Algérie. Le Règlement fixant les Conditions de Constitution des Réserves Minimales Obligatoires. No. 04-02, 4 Mars 2004.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

- فترة التكوين بما في ذلك التعويضات الخاصة به؛
- النسبة التي تحدد وعاء الاحتياطي الإلزامي لا تتعدى 15%، كما يمكن أن تساوي 0%؛
- قد تكون تلك الاحتياطيات معوضة بسعر فائدة، ولكنه لا يجب أن يتجاوز متوسط المعدل المفروض على عمليات إعادة التمويل من بنك الجزائر، كما أن معدل التعويض يمكن أن يساوي 0%؛
- العقوبات المطبقة من قبل بنك الجزائر على البنوك التجارية في حالة عدم تكوين الاحتياطي أو في حالة التكوين غير الكافي.

2-2. صندوق ضبط الإيرادات: أُستحدث هذا الحساب بموجب قانون المالية التكميلي لسنة 2000¹ ويهدف إلى تعويض ناقص القيمة في الإيرادات إن حدث؛ وذلك بتمويل النفقات العامة في حالة حدوث تقلبات في الإيرادات العامة الناتجة عن تقلبات أسعار النفط، كما تعدت مهمته إلى تخفيض الدين العمومي والتسديد المسبق للمديونية، ويتم تمويل هذا الصندوق عن طريق الجباية البترولية الناجمة عن الفرق بين السعر الفعلي والسعر المرجعي* للبرميل من البترول.

ومن المهم الإشارة، إلى أن الصندوق يعبر عن عملية تحويل الفائض الحكومي من خزانة الدولة (الجهة المالكة) إلى حسابات بنك الجزائر (الجهة المحتجزة)، وعلى هذا الأساس، تم إدراجه ضمن الأدوات التعقيمية غير السوقية، فهو يساهم، وبشكل كبير، في تخفيض صافي الأصول المحلية لبنك الجزائر (منذ إنشائه أصبح البند الخاص بها يسجل بإشارة السالب في ميزانية بنك الجزائر)، لتعديل الارتفاع الحاصل في صافي أصوله الأجنبية كآلية تعقيمية بحتة. ولقد بلغت تلك الأرصدة المعقمة (لا تدخل في حساب الكتلة النقدية $M2$) أوجها سنّي 2009 و 2010 بنسبة 43% و 40% من الناتج المحلي الإجمالي للسنتين على التوالي، وما نسبته 66% و 64% من إجمالي الجباية البترولية لسنتي 2006 و 2007 على التوالي². وتجدر الإشارة إلى أن صندوق ضبط الإيرادات يشبه إلى حد بعيد آلية نشاط الاحتياطي الإلزامي ولكن معدل تحويل الأرصدة يكون مئة بالمائة، والطرف الداخل في العملية هو خزانة الدولة وليس البنوك التجارية.

إن هذه الترسانة من الأدوات التعقيمية المستحدثة، على اختلاف آلية نشاطها، كان هدفها واحد وهو تحييد أثر عمليات تنقيد "البترول- دولار" المتواترة على الأساس النقدي، بعدما شهد سعر النفط في الأسواق

¹. Ministère des finances. *Note de présentation du projet de la loi de finance complémentaire pour 2000*. Disponible via Internet: <http://www.mf.gov.dz/>

* السعر المرجعي للبترول كان سنة 2000 (19 دولار للبرميل)، 2001 (\$22)، 2002-2007 (\$19)، 2008-2014 (\$37).

². Ministère des finances. *note de présentation du projet de la loi de finance complémentaire pour 2011*: 31. Disponible via Internet: <http://www.mf.gov.dz/>

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

الدولية مستويات لم يسبق لها نظير مع مستهل الألفية الحالية. وعليه، فلقد عكس بنك الجزائر مركزه إلى طالب للسيولة بعدما كان عارضاً لها في ماضٍ ليس ببعيد، وبالتحديد سنوات 1990 سواء عن طريق أداة السوق المفتوحة أو عن طريق مزادات القروض وسندات الخزينة.

وستكتمل الصورة المفسرة لهذه الأدوات جميعاً في الجزء اللاحق، وذلك بعد إجراء عملية مفاضلة بين تلك الأدوات ومن عدة جوانب، ليتسنى في الأخير معرفة الأدوات النشطة في عملية تعقيم تدفقات العملة الصعبة (الدولار).

المطلب الثالث: المفاضلة بين أدوات سياسة التعقيم النقدي

في هذا الجزء ستم المفاضلة بين الأدوات التعقيمية وذلك بناء على ما تم طرحه سابقاً، بالإضافة إلى عدة جوانب مهمة أخرى، كتلك المتعلقة بحجم مساهمة كل أداة في امتصاص فائض السيولة، أو فيما يخص تكلفة تطبيقها. ولأجل صحة وإضفاء معنى للمقارنة بين تلك الأدوات سيتم تقسيمها حسب مرجعيتها (نقدية وغير نقدية) بغض النظر عن خاصيتها السوقية. ويوضح الجدول التالي النشاط التعقيمي لأدوات الصنف الأول (النقدية)*.

الجدول (4-2): تطور النشاط التعقيمي للأدوات النقدية (2005-2014)

الوحدة: مليار دينار

السنوات	وسيلة استرجاع السيولة	الاحتياطي الإلزامي	الوديعة المغلة	القائم المسترجع
2005	450	171.50	49.70	671.20
2006	450	214.81	456.70	1121.51
2007	1100	272.10	483.11	1855.21
2008	1100	394.70	1400.40	2895.10
2009	1100	394.80	1022.12	2516.92
2010	1100	494.13	1016.68	2610.81
2011	1100	569.80	1258.04	2927.84
2012	1350	754.10	838.08	2942.18
2013	1350	891.38	479.91	2721.29
2014	1350	1023.96	468.60	2842.56
المتوسط	1045	518.13	747.33	2310.46

Source : Ibid

* من المهم الإشارة إلى أن هناك تضاربا ملحوظا في الأرقام المصرح بها من قبل بنك الجزائر وذلك حتى في نفس السنة، فهو في الغالب يعطي نسبة استرجاع مرفقة بمبلغ وأحيانا يكتفي بأحدهما، ولكن عند احتساب النسبة للمبلغ المصرح به أحيانا لا تساوي تلك المعطاة في التقرير، لهذا ففي هذا الجزء وما سيعقبه في ما يخص هذه الجزئية فإنه قد تم التعامل مع هذا الإشكال عن طريق اعتماد المبلغ المصرح به واحتساب النسبة على أساسه والتي قد تختلف عن المصرح بها أحيانا.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

بالنسبة إلى أداة استرجاع السيولة، فلقد بلغ الحجم المراد امتصاصه من السوق النقدي - على اعتبار أنه يخضع لسلطة التحديد من قبل بنك الجزائر - ما قيمته 450 مليار دينار في شهر فيفري 2005*، ولكن ضرورة تحديد الفوائض الهيكلية المستمرة والمتزايدة دفعت من بنك الجزائر إلى رفع قائم الاسترجاع في مناسبتين، الأولى شهر جوان من سنة 2007 بمقدار 1100 مليار دينار، والثانية في شهر أفريل من سنة 2012 بمقدار 1350 مليار دينار.

ومن المهم الإشارة إلى أن أداة استرجاع السيولة لفترة نضج 7 أيام إذا ما قورنت بنظيرتها (لفترة نضج 3 أشهر) تعد الأداة الأكثر نشاطا، فإذا تم استثناء سنتي 2005 و2006 فإن تلك الأداة كانت دائما تسترجع ما يساوي تقريبا 75% من المبلغ الإجمالي المحدد للمناقصة، وحتى بعد استحداث أداة استرجاع السيولة لفترة نضج 6 أشهر بقيت حصتها النسبية تتجاوز 60%.

أما بخصوص التسهيل الخاصة بالوديعة المغلقة لسعر الفائدة، اتخذت المبالغ المعقمة من طرفها (بحكم أن التوظيف فيها يخضع لإرادة البنوك التجارية) منحى تصاعديا وسريعا منذ إنشائها إلى غاية 2008 بحوالي 27 مرة، وهي ذات السنة التي سجلت فيها أعلى قيمة خلال كل الفترة، ثم تلاها تراجع بـ 27% سنة 2009 على إثر انهيار أسعار النفط في الأسواق الدولية، لأن هذا الأخير هو تقريبا المتحكم الوحيد في الأرصدة الفائضة المدرجة ضمن الاحتياطات الحرة المصرفية، ثم شهدت بعد ذلك معدلات متذبذبة وذات اتجاه متناقص إلى نهاية الفترة.

ولقد شهدت المبالغ المعقمة بواسطة أداة الاحتياطات الإلزامية** معدلات متزايدة ودون تذبذب فنمت على إثر ذلك إلى نهاية الفترة (بأخذ 2005 سنة أساس) بحوالي 5 مرات، وهذا راجع أساسا إلى أن بنك الجزائر، على خلفية استمرار الفوائض الهيكلية، يقوم في كل مرة بتعديل معدل حساب تلك الاحتياطات نحو الأعلى، حيث بلغ نهاية الفترة 12% بينما كان في حدود نصف تلك القيمة (6.5%) في بدايتها.

* مع العلم أن أداة استرجاع السيولة لفترة نضج 7 أيام كانت نشطة قبل ذلك التاريخ واسترجعت وحدها ما قيمته 160، 250 و400 (مليار دينار) خلال السنوات 2002، 2003 و2004 على التوالي.

** استطاعت هذه الأداة أن تسترجع خلال السنوات 2002، 2003 و2004 ما قيمته على التوالي 109.5، 126.7 و157.3.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

أما فيما يتعلق بالأداة غير النقدية وغير السوقية كذلك، والمتمثلة في صندوق ضبط الإيرادات، فلقد بلغت الأرصدة المحول له مستويات جد معتبرة إذا ما قورنت بنظيرتها المتعلقة بفائض السيولة المسترجع على مستوى السوق النقدي، والجدول الموالي يبين تطور تلك المبالغ منذ تاريخ استحداث الصندوق:

الجدول (3-4): تطور النشاط التعقيمي لصندوق ضبط الإيرادات (2000-2014)

إجمالي الجباية البترولية (مليار دينار)	الفجوة بين السعرين المرجعي والفعلي (دولار/ برميل)	الأرصدة المحولة إلى الصندوق (مليار دينار)	السنة
1173.2	9.5	453.2	2000
964.5	2.85	123.9	2001
942.9	6.24	26.5	2002
1285	10.03	448.9	2003
1485.7	19.66	623.5	2004
2267.8	35.64	1368.8	2005
2714	46.85	1798	2006
2711.8	55.95	1733.8	2007
4003.6	62.97	2288.2	2008
2327.7	25.25	400.7	2009
2820	43.15	1318.3	2010
3829.7	75.94	2300.3	2011
4054.3	74.1	2535.3	2012
3678.1	72.55	2062.2	2013
4070.9	63.77	2493.2	2014

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على

- La Banque d'Algérie. Rapports Annuel de 2002 à 2014.
- Ministère des finances. *Note de présentation 2014*.
- Ministère des finances. *Note de présentation 2015*.

إن المتحكم الأوحده في الاقتطاعات المحولة إلى صندوق ضبط الإيرادات يتمثل في الفجوة بين السعر المرجعي للبتروال المحدد في قانون المالية ونظيره الفعلي المحدد في الأسواق الدولية، فكلما اتسعت تلك الفجوة تعاضمت معها الأحجام المحولة للصندوق والعكس بالعكس، ولسنوات 2001، 2002 و 2009 خير دليل على ذلك، لأنها عكست بوضوح أثر تقارب السعر الفعلي من المرجعي على حجم الاقتطاعات المحولة للصندوق. وعلى العموم، ورغم تذبذب تلك الأرصدة إلا أنها تعدت سقف 2500 مليار دينار نهاية المدة بعدما لم تتجاوز مبلغ 500 مليار دينار في بدايتها (سنة 2003)، أي بمعدل نمو خمس مرات تقريبا.

إن الأرقام المجردة المعطاة في الجدول السابق لا تعطي صورة واضحة وكاملة يمكن من خلالها المفاضلة بين تلك الأدوات، لهذا سوف يتم حساب معدل نشاط كل أداة تعقيمية نقدية كنسبة من فائض السيولة

الفصل الرابع: تكييف السياسة التقييمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

الكلي، بالإضافة إلى حساب المتوسطات الهندسية لتلك النسب ليتسنى ترتيبها من حيث حجم النشاط وكذلك بالنسبة إلى صندوق ضبط الإيرادات ستؤخذ الاقتطاعات المحولة له كنسبة من الجباية البترولية الكلية، ثم سيتم التطرق إلى الجانب الثاني المتعلق بتكاليف تطبيق كل أداة، ومن ثم محاولة إجراء تقييم ومقارنة شاملة بناء على عدة جوانب ومعرفة أي الأدوات هي الأفضل ثم التي تليها إلى آخر أداة في التوليفة المستحدثة.

1- المفاضلة بين الأدوات التقييمية بناء على معدل النشاط السنوي:

سوف يتم الإبقاء على معيار طبيعة الأداة الموضوع سابقا، وذلك من أجل عزل صندوق ضبط الإيرادات لأنه لا ينشط في البيئة التي تنشط فيها الأدوات الأخرى على الرغم من مماثلته لبعض صفاتها وخاصة الاحتياطي الإلزامي.

1-1. معدل نشاط الأدوات التقييمية النقدية: إن خصوصية كل أداة من الأدوات التقييمية يعكس

نشاطها على مستوى السوق النقدية كما هو معطى في الجدول التالي:

الجدول (4-4): معدل استرجاع السيولة للأدوات النقدية (2005-2014)

الوحدة: (%)

المتوسط الهندسي	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	السنوات
46.31	47.49	49.61	45.88	37.57	42.13	43.70	38.00	59.29	40.12	67.04	وسيلة استرجاع السيولة
21.05	36.02	32.76	25.63	19.46	18.93	15.69	13.63	14.67	19.15	25.55	الاحتياطي الإلزامي
27.10	16.49	17.64	28.49	42.97	38.94	40.61	48.37	26.04	40.72	7.40	الوديعة المغلة

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول (4-2).

بالنسبة إلى أداتي السوق، استرجاع السيولة بمنقصة والتسهيل الخاصة بالوديعة المغلة لسعر الفائدة فإن الأولى منهما قد استرجعت حوالي ثلثي (2/3) السيولة الفائضة سنة 2005، وهي ذات السنة التي استحدثت فيها أداة استرجاع السيولة لفترة نضج 3 أشهر لدعم نظيرتها لفترة 7 أيام، أما باقي الفترة فقد شهدت معدلات متذبذبة وفي حدود 40% مع ميولها نحو استرجاع نصف السيولة الفائضة نهاية الفترة على إثر استحداث الأداة الثالثة سنة 2013 ولفترة نضج طويلة نسبيا (6 أشهر).

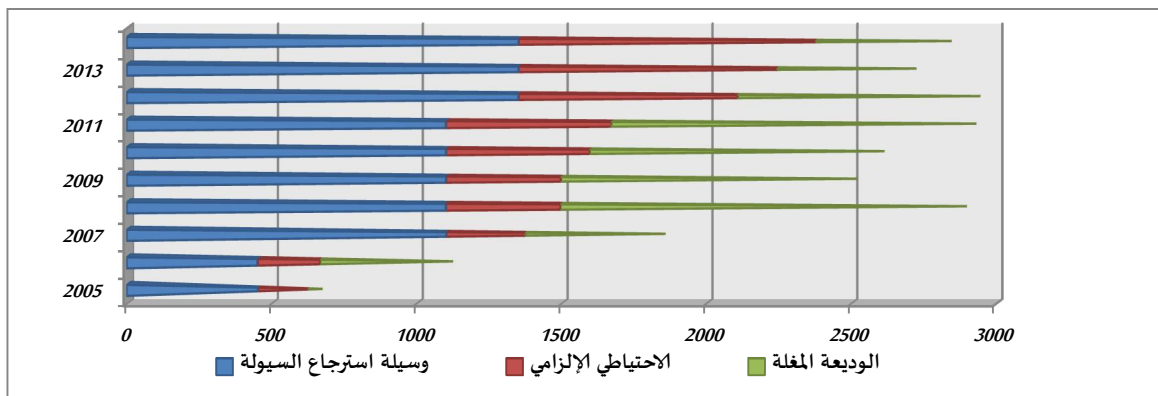
الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

أما فيما يخص الأداة الثانية المتمثلة في الوديعة المغلة لسعر الفائدة، فأقل نسبة امتصاص حققتها (أقل من 8%) تزامنت وأول سنة تم فيها استحداثها، فكان حادثة نشاطها على مستوى السوق النقدي السبب الرئيس لتواضع مساهمتها في عملية امتصاص السيولة لتلك السنة، لأن تلك الأداة استطاعت أن تحقق معدلات نشاط تعدت في الغالب نسبة 40% خلال الفترة 2006-2011، لكنها قد سجلت منحى متناقصا بوضوح نهاية الفترة، وكان ذلك نتيجة بداية تراجع أسعار النفط المتحكم الأكبر في الاحتياطات الحرة للبنوك التجارية باعتبارها المتغير الذي تتعامل معه هذه الأداة.

ويعد حجم الودائع المقيم بالعملة المحلية، بالإضافة إلى المعدل المفروض من قبل بنك الجزائر على الاحتياطات الإلزامية، هما العاملان المحددان لحجم الودائع المعقم اعتمادا على تلك الأداة. وعلى الرغم من أنها عملية إدارية بحتة، إلا أنها ساهمت هي الأخرى في استرجاع ثلث (1/3) السيولة الفائضة في السنتين الأخيرتين، أي بعد رفع معدل تكوين تلك الاحتياطات إلى 12%، وقبل ذلك تراوح نشاطها التعقيمي في حدود 14% إلى 25%.

عموما، استطاعت وسيلة استرجاع السيولة أن تحتل المرتبة الأولى من حيث معدل النشاط التعقيمي خلال الفترة المبينة في ذات الجدول بمتوسط قدر بـ 46.31% (1045 مليار دينار)، تلاها كل من الوديعة المغلة لسعر الفائدة والاحتياطي الإلزامي بمعدل قدر على التوالي بـ 27% (747 مليار دينار) و 21% (518 مليار دينار)، كما أن القائم الإجمالي المعقم نما إلى نهاية الفترة بأكثر من 3 مرات، وهو تقريبا نفس معدل النمو الذي تحقق قبل الأزمة المالية العالمية (سنة 2008). ويوضح الشكل التالي تطور ذلك المبلغ ومساهمة كل أداة تعقيمية فيه:

الشكل (4-2): المبلغ الإجمالي المعقم ومساهمة كل أداة فيه (2005-2014)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول (4-2).

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

كما هو موضح في الشكل أعلاه، فإن تباين حجم نشاط الأدوات التعقيمية لم يمنعها من المساهمة بشكل جوهري في عزل أحجام جد معتبرة من الفوائض الهيكلية المتواجدة على مستوى الساحة النقدية على نحو قد خفف حتما من الضغوط التضخمية الناتجة عن هذا الجانب. كما تجدر الإشارة إلى أن أداء تلك الأدوات يتحكم فيه أمران رئيسيان، أولهما؛ يخص التغيرات الحاصلة في صافي الأصول الأجنبية كنتيجة للتغيرات المسبقة في سعر النفط، وثانيهما؛ هو درجة استجابة بنك الجزائر إلى تلك التغيرات باعتباره المحدد الأول لأحجام السيولة المسترجعة بواسطة أداتي السوق (7 أيام، 3 و6 أشهر)، كما أنه المسؤول عن تعديل معدلات الاحتياطي الإلزامي، أما التسهيل الدائمة فتترك لإرادة البنوك من أجل توظيف فوائضها المالية بمعدل فائدة محدد مسبقا من قبله كذلك.

2-1. معدل النشاط التعقيمي لصندوق ضبط الإيرادات: إن طبيعة هذا الحساب (غير سوقي وغير نقدي كذلك) لا تنفي مطلقا مجهوده التعقيمي، بل قد كان له دور غاية في الأهمية من أجل تفعيل أداء السياسة التعقيمية جملة، وتمثل في العزل المسبق لأحجام جد معتبرة من السيولة والحيولة دون ولوجها إلى الساحة النقدية، وبهذا الشكل وفر على بنك الجزائر مهمة التعامل معها في حال ما إذا كان مسارها مخالفا لذلك، كما أن تلك المبالغ المحتجزة تساهم بشكل جوهري في تخفيض صافي الأصول المحلية لأنها تسجل كأرصدة مدينة في ميزانية بنك الجزائر لحساب الخزينة، وهو أمر جد ضروري لمعادلة التوسع الحاصل في صافي أصوله الأجنبية. والجدول الموالي يبين معدلات الجهود التعقيمية لصندوق ضبط الإيرادات:

الجدول (4-5): معدل المبالغ المرحلة إلى صندوق ضبط الإيرادات ونسبتها إلى فائض السيولة (2000-2014) الوحدة: (%)

معدل نشاطه التعقيمي	نسبة الرصيد المحول نحو صندوق ضبط الإيرادات إلى فائض السيولة	معدل نشاطه التعقيمي	نسبة الرصيد المحول نحو صندوق ضبط الإيرادات إلى فائض السيولة
2000	38.63	2008	57.15
2001	12.85	2009	17.21
2002	2.81	2010	46.75
2003	34.93	2011	60.06
2004	41.97	2012	62.53
2005	60.36	2013	56.07
2006	66.25	2014	61.24
2007	63.94		93.46

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الجدولين (4-2 و 4-3).

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

تم اعتماد الاقتطاعات الجبائية الموجهة إلى الصندوق كنسبة من الجباية البترولية الكلية، وذلك من أجل التعبير عن النشاط التعقيمي للصندوق. فإذا تم استثناء أدائه الهزيل في السنوات الأولى بسبب تقلص الفجوة بين السعيرين الفعلي والمرجعي للبترول، نجد أنه يحجز مبالغاً جد معتبرة تراوحت معدلاتها بين الثلث ($1/3$) والثلثين ($2/3$) كنسبة من الجباية البترولية الكلية، ولقد سجلت 2013 المبلغ الأعلى خلال الفترة ككل وقدر بحوالي 4125.8 مليار دينار (62.5%). كما أن الأحجام المعزولة تعدت نظيرتها الفائضة على مستوى السوق النقدي في مناسبتين، الأولى بأكثر من مرة في سنة 2005، والثانية بأكثر من نصف مرة سنة 2006، أما باقي السنوات -إذا تم استثناء سنة 2009- فلقد تجاوز فيها نشاطه التعقيمي نظيره المتعلق بالأدوات النقدية منفردة، وتراوح بين النصف ($1/2$) وأربعة أخماس ($4/5$) نسبة إلى فائض السيولة النقدية إجمالاً.

على العموم، تراوح متوسط النشاط التعقيمي لصندوق ضبط الإيرادات، قبل أن يبلغ سعر البترول عتبة 100 دولار للبرميل (إلى غاية 2010)، في حدود 30%، في حين أنه نما إلى الضعف (61%) بعد أن تعدى تلك العتبة، بعبارة أخرى؛ تضاعف معدل نشاطه لاتساع الفجوة بين السعيرين لأكثر من 50 دولاراً للبرميل في أغلب سنوات تلك المرحلة.

2- المفاضلة بين الأدوات التعقيمية من حيث معدل تكلفة تطبيقها:

من البديهي أن يعمل بنك الجزائر على إغراء الأطراف المقابلة من أجل الدخول في العملية التعقيمية وتحقيق أهدافها، ويتمثل عنصر الإغراء في أسعار الفائدة المقدمة إلى تلك الأطراف والمحددة إما بعد تفاعل قوى السوق (الطلب والعرض) أو بشكل مسبق ومباشر من طرف بنك الجزائر، وهي الوجه المعبر عن تكاليف* تطبيق كل أداة، والجدول الموالي يوضح ذلك بالتفصيل:

* تجدر الإشارة إلى أن المقارنة في هذا الجانب اقتصر على معدل التكلفة فقط ولم تركز على حجم التكلفة كلياً وذلك من أجل التبسيط فقط، لأن التكلفة إجمالاً لا تعتمد على هذا المعدل فقط وإنما تأخذ في حسابها عدة اعتبارات أخرى تتعدى حجم السيولة المسترجع وتغيرات أسعار الصرف... وسيتم التفصيل في هذا في الجزء الخاص باستدامة سياسة التعقيم النقدي.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

الجدول (4-6): المفاضلة بين الأدوات التعقيمية من حيث تكاليف تطبيقها (2003-2014)

الوحدة: (%)

الأدوات غير السوقية		الأدوات السوقية					
صندوق ضبط الإيرادات	الاحتياطي الإلزامي	الوديعة المغلة للفائدة	أدوات استرجاع السيولة بمناقصة				
			6 أشهر	3 أشهر	7 أيام		
دون تكلفة أو معدل تعويض	2.5		--		2.75	2002	
	1.75				1.75	2003	
					0.75	2004	
	1	0.3		1.9	1.25	2005	
		0.75		2	2006		
	0.75	0.75		2.5	1.75	2007	
				2	1.25	2008	
	0.5	0.3		1.25	0.75	2009	
						2010	
						2011	
						2012	
						2013	
	0.64	0.36		1.5	1.53	0.95	2014
	المتوسط الهندسي						

المصدر: بيانات مجمعة بالاعتماد على:

- La Banque d'Algérie. Bulletin Statistique 2007.
- La Banque d'Algérie. Bulletin Statistique 2011.
- La Banque d'Algérie. Bulletin Statistique 2015.

لا يختلف الأمر كثيرا بالنسبة إلى بنك الجزائر على غرار غيره من البنوك المركزية المنتهجة لنفس السياسة، فغالبا ما تكون الأدوات السوقية هي الأكثر تكلفة لأن معدلاتها تهدف إلى إغراء وتخفيف أطراف لهم حرية الدخول في العملية التعقيمية من عدمها، على عكس الأدوات غير السوقية التي تعبر عن إجراء إلزامي أين تكون فيه التكلفة ضعيفة أو معدومة تماما.

وبالرجوع إلى الجدول أعلاه، تم اعتماد الفترة (2005-2014) من أجل توحيد متوسطات معدلات التكاليف التي على أساسها تبني عملية المقارنة بين تلك الأدوات، ولقد اتضح أن أداة استرجاع السيولة وخاصة لفترة نضج 3 أشهر كانت الأداة المكلفة على الإطلاق ضمن التوليفة المستحدثة من قبل بنك الجزائر، حيث بلغ متوسطها خلال تلك الفترة 1.53%، وبشكل أقل حدة أداة استرجاع السيولة لفترة نضج 7 أيام بمعدل 0.95%، أما عن أداة استرجاع السيولة لفترة نضج 6 أشهر فهي حديثة النشأة وباشرت نشاطها بمعدل مرتفع نسبيا 1.5%.

فيما يخص الأداة الثانية من حيث الترتيب تمثلت في الاحتياطيات الإلزامية، وبنك الجزائر كما جاء في الجانب القانوني للأداة، مخير بين أن يقوم بتعويض تلك الاحتياطيات بمعدل معين أو أن يلغي ذلك، غير أنه

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

اختار الاحتمال الأول، فكان معدل تكلفة تعويض تلك الأرصدة خلال نفس الفترة السابقة حوالي 0.64%، ثم تلتها التسهيل الخاصة بالوديعة المغلة لسعر الفائدة بمعدل هو الأدنى على الرغم من الخاصية السوقية للأداة، وقد قدر بـ 0.36%. أما عن الأرصدة المحولة إلى صندوق ضبط الإيرادات، فالعملية تمت دون أي تكلفة تذكر*، بمعنى أنه لم يفرض أي معدل تعويض عن تلك الأرصدة كمقابل لتحويلها.

3- جدول المفاضلة بناء على جملة ميزات الأدوات التعقيمية:

من الواضح أن المفاضلة بين تلك الأدوات عملية غاية في التعقيد، لأن كل واحدة منها تمتاز عن الأخرى في خاصية معينة، لكنها لا ترقى بدورها لغير تلك الخاصية التي تميز غيرها. ولتقريب الفكرة ومحاولة الحسم في أمر المفاضلة بين تلك الأدوات، سيتم الاعتماد على سلم علامات رباعي يتناسب وعدد تلك الأدوات (2، 1.5، 1، و0.5) وذلك لخاصية النشاط التعقيمي ومعدل التكلفة، بمعنى؛ أن الأداة الأفضل فيما تعلق بالخاصية الأولى فستأخذ العلامة الكاملة (2)، وإن كانت أيضا هي الأقل من ناحية معدل التكلفة فستأخذ نفس العلامة، أما إن كانت عكس ذلك فستعطي العلامة الأقل (0.5، 0.5)، أما العلامات الوسيطة فتكون من نصيب الأدوات ذات النشاط والمعدل النسيبين المتمركزين ضمن العلامتين العليا والدنيا، كما سيتم الاعتماد على سلم ثنائي إضافي (1، 0)، حيث العلامة الأولى تخص الأداة السوقية، أما الثانية لنظيرتها غير السوقية، أما عن الأفضلية فتحدد حسب مجموع النقاط وذلك كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول (4-7): المفاضلة بين الأدوات التعقيمية بالاعتماد على جملة من المميزات في آن واحد

الأدوات غير السوقية		الأدوات السوقية		
صندوق ضبط الإيرادات	الاحتياطي الإلزامي	الوديعة المغلة للفائدة	أدوات استرجاع السيولة بمناقصة	
02	0.5	01	01.5	النشاط التعقيمي
02	01	01.5	0.5	معدل التكلفة
00	00	01	01	سوقية الأداء
04	1.5	3.5	03	المجموع

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجداول (4-4، 4-5، 4-6)

* باستثناء تكلفة الفرصة البديلة التي لا يمكن احتسابها ضمن تكاليف النشاط التعقيمي للأداة فيم يتعلق هذه الجزئية، وهي ناتجة عن بقاء الأرصدة المحولة عاطلة ودون توجيهها إلى فرص استثمارية حقيقية كانت أم مالية، وهذا راجع إلى طبيعة الصندوق في حد ذاته، على اعتبار أنه حساب تخصيص خاص تابع لخزينة الدولة وليس صندوقا سياديا كما يروج له من قبل بعض التصنيفات الدولية.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

استنادا إلى مجموع النقاط المبين في الجدول أعلاه، وبغض النظر عن طبيعة الأداة (نقدية أم لا)، تبين أن صندوق ضبط الإيرادات استطاع أن يكون الأفضل بجمعه لأكثر عدد ممكن من النقاط، وذلك لتميزه مطلقا عن باقي الأدوات بميزتين من أصل ثلاث وهما، نشاطه التعقيمي الأكبر بتكلفة معدومة تماما، وذلك بخلاف الأدوات التعقيمية النقدية التي حتى وإن احتجرت مبالغ نقدية كبيرة إلا أنها تظل في مستوى أدنى منه، ثم إنها تُحمل بنك الجزائر تكاليف كبيرة أثناء تطبيق العملية، خاصة بالنسبة إلى أداة استرجاع السيولة التي احتلت المرتبة الثالثة، في حين جاءت التسهيل الخاصة بالوديعة المغلة لسعر الفائدة في المرتبة الثانية (المرتبة الأولى بالنسبة إلى الأدوات التعقيمية ذات الطبيعة النقدية)، لأنها أقل من ناحية التكلفة عن سابقتها بكثير، والفارق بينهما من حيث النشاط التعقيمي ضئيل، أما فيما يخص الاحتياطي الإلزامي فقد تذييل الترتيب وذلك لعدة أسباب منها، مجهوده التعقيمي المحتشم، تكاليف تجاوزت المستوى الخاص بالوديعة المغلة لسعر الفائدة وصندوق ضبط الإيرادات، ناهيك عن انعدام ميزة الخاصية السوقية فيه.

وكخلاصة لما سبق، يبقى أمر المفاضلة بين الأدوات التعقيمية أمرا نسبيا، لأن العديد من الجوانب الأخرى قد تم إغفالها ويصعب قياسها، فعلى سبيل المثال صندوق ضبط الإيرادات قد يجزى بنك الجزائر إلى مشكلة نقدية يتعسر التعامل معها إذا ما شرعت خزانة الدولة في إجراء سحبوات مفاجئة ودون سابق إنذار، حينها سيكون دوران تلك الأحجام النقدية في الاقتصاد دون مقابل حقيقي يبرره، كما أن تكاليف استرجاع السيولة الخاصة بالأدوات النقدية الأخرى لا تحسب بتلك البساطة، لأنها تتجدد بعد كل فترة نضج تخص الأداة المعنية، مثلا الوديعة المغلة لسعر الفائدة تكلفتها هي الأقل ولكن بالنسبة ليوم واحد فقط (24 ساعة)، وقد ينتفي ذلك إذا ما تم حسابها على أساس 3 أشهر كما هو الحال بالنسبة لأداة استرجاع السيولة. وعليه، يجب على بنك الجزائر أن يفعل التوليفة الأمثل لعدة اعتبارات تحددها طبيعة ومميزات الأداة في حد ذاتها، تكلفة استرجاع أحجام احتياطيات الصرف المنقذة على مستوى الساحة النقدية، بالإضافة إلى سلوك كل من البنوك التجارية الماسكة لحسابات المستثمرين في مجال النفط (سونطراك) وخزانة الدولة باعتبارها مالك القطاع في حد ذاته.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

المبحث الثاني: تقدير معامل ردة الفعل التعقيمية لبنك الجزائر وقدرته على استيعاب الصدمات

يمكن تقسيم الأدبيات التي تطرقت إلى محاولة تقدير معامل (مؤشر ممارسة) سياسة التعقيم النقدي، إلى أربعة أقسام، الأول¹ منها؛ ركز على نسب بسيطة؛ كنسبة صافي الأصول المحلية إلى نظيرتها الأجنبية ($\Delta NDA / \Delta NFA$). أما القسم الثاني²؛ فقد اعتمد على صياغة نموذج للانحدار المتعدد ونمذجة الظاهرة استنادا إلى منهجية المربعات الصغرى العادية OLS ، مع العلم أن المتغيرات المفسرة اختلفت جزئيا من دراسة إلى أخرى، وأهم فرضية يركز عليها الآخذون بهذه المنهجية تتمثل في أن تدفق الرساميل يعد متغيرا خارجيا تماما ($Exogeneity$)، أي أنها عامل مستقل ويجدد خارج النموذج (مثل التدفقات الناتجة عن صادرات البترول)، ويعد $Obstfeld \& Cumby$ أول من قام بتقدير العلاقة بالاعتماد على ما وصفاه بوظيفة ردة الفعل النقدية ($Reaction function$)، وهي المعادلة ($\Delta NDA = a + \alpha \Delta NFA +$) $Z + u$ التي تم تناولها بالتفصيل في الجزء النظري الخاص بالدراسة (الفصل الأول).

وبخصوص القسم الثالث³؛ يفترض أن NFA متغير داخلي ($Endogeneity$)، لأنه قد يتأثر بأسعار الفائدة المحلية (مثل تدفقات استثمار المحفظة المالية) وعلاقة التأثير مبطأة زمنيا، لهذا فقد اعتمدوا على موجهة الانحدار الذاتي VAR لتقدير العلاقة. أما القسم الرابع⁴ والأخير؛ يرى أن العلاقة بين NFA و NDA هي علاقة آنية ومتبادلة وتشكل نظاما متداخلا، فكانت منهجية التقدير متمثلة في طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين $2SLS$.

¹ . للاطلاع على الدراسة الخاصة بالقسم الأول أنظر:

- Robert Lavigne, "Sterilized Intervention in Emerging-Market Economies: Trends, Costs, and Risks," Bank of Canada Discussion Paper, No. 2008-4 (March 2008).
<http://EconPapers.repec.org/RePEc:bca:bocadp:08-4>

² . للاطلاع على بعض الدراسات الخاصة بالقسم الثاني أنظر:

- Aizenman and Glick, "Sterilization, Monetary Policy,"
- Takagi and Esaka, "Sterilization and the capital inflow," 197-232.

³ . للاطلاع على بعض الدراسات الخاصة بالقسم الثالث أنظر:

- Christensen, "Capital Inflow, Sterilization,"
- Moreno, "Intervention, sterilization," 23-33.

⁴ . للاطلاع على بعض الدراسات الخاصة بالقسم الرابع أنظر:

- Mansour, "Hoarding of International Reserves,"
- Alice Y. Ouyang, Ramkishen S. Rajan and Thomas D. Willett, "China as a Reserves Sink: The Evidence from Offset and Sterilization Coefficients," *Journal of International Money and Finance* 29, No. 05 (2010): 951-972.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.1016/j.jimonfin.2009.12.006>

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيم لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

وتجدر الإشارة إلى أنه على الرغم من اختلاف منهجية التقدير، إلا أنها تتفق بخصوص تفسير معامل التعقيم النقدي α (الميل الحدي للتغير في صافي الأصول الأجنبية)، الذي تم التفصيل فيها سابقا (أنظر الفصل الأول).

المطلب الأول: تحديد معامل التعقيم النقدي بالاعتماد على المؤشرات البسيطة

ما قد جاء في دراسة الاقتصادي *Lavigne* كان كافيا وأكثر تفصيلا من أجل حساب وتحليل معامل التعقيم النقدي بالاعتماد على المؤشرات التي اقترحها في ورقته البحثية¹، فبعضها يستدل به على الأداء التعقيمي للأدوات السوقية، والبعض الآخر متعلق بنظيرتها غير السوقية. وسيتم استعراض، حساب وتحليل تلك المؤشرات اعتمادا على البيانات النقدية الخاصة ببنك الجزائر وذلك كما يلي:

1- مؤشر *Lavigne* الأول ($\Delta NDA / \Delta NFA$):

استنادا إلى الطرح المعطى من قبل *Lavigne* فإن هذا المؤشر له القدرة على تفسير سيورة عملية تعقيم احتياطات الصرف الأجنبية عن طريق الاستعانة بالأدوات السوقية وبالتحديد عمليات السوق المفتوحة. ولقد أضاف في نفس السياق، أن ذات المؤشر يمكن أن يعبر على الأداء التعقيمي لفوائض الأرصدة الحكومية المحولة إلى خزائن البنك المركزي، واعتبرها مثل عمليات إصدار سندات لغرض استرجاع تلك الأرصدة. أي أنه أوجد وجه تشابه بين الأداتين من أجل الحفاظ على طرحه المتعلق بصلاحيه هذا المؤشر في تفسير آلية نشاط الأدوات السوقية، لأن عملية تحويل الأرصدة تعبر عن أداة تنتفي فيها تلك الصفة تماما.

بالرجوع إلى حالة الجزائر، نجد أن هذا المؤشر يدل على الشق الثاني من تفسير *Lavigne*، لأن عمليات السوق المفتوحة لم تنشط على مستوى السوق النقدي منذ سنة 2002²، كما أن أرصدة الخزينة المحولة إلى خزائن بنك الجزائر هي المفسر المهيمن لسلوك صافي الأصول المحلية (*NDA* بسط العلاقة). وترجم تلك الأرصدة نشاط صندوق ضبط الإيرادات وتعارض مع طرح *Lavigne* عند تشبيهها بعملية إصدار السندات التعقيمية، لأن هذه الأخير يفرض عليها سعر فائدة معلوم بخلاف عملية التحويل التي تتم

¹. Robert Lavigne, "Sterilized Intervention in Emerging."

². La Banque d'Algérie. Rapports Annuel 2004 : 151.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التقييمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

بجانا ودون حتى معدل تعويض، بعبارة أخرى؛ يعد الفرق شاسعا بين الأداة إذا تعلق الأمر بعملية توليد تكاليف إضافية أثناء تطبيق السياسة.

على أساس ما سبق، وبخلاف *Lavigne*، سيتم اعتماد هذا المؤشر للدلالة على أداء أداة غير سوقية كما أن له ميزة جد مهمة تتمثل في تيسير عملية الاستدلال على حجم التعديل بين مقابلي الكتلة النقدية بمعنى؛ أنه في حالة اكتساب بنك الجزائر لوحدة واحدة من الأصول الأجنبية فكم وحدة يلزم تخفيضها من الأصول المحلية لتحقيق غرضه التقييمي المنشود، على اعتبار أن مجموع الأصولين يساوي إلى القاعدة النقدية وحجم التغير فيها يعكس مقدار التغير المسبق في توليفة مقابليها.

ولحساب معامل التقييم النقدي اعتمادا على ذات المؤشر، بالإضافة إلى تحديد حجم التعديل بين الأصلين، سيتم الاعتماد على الجدول التالي:

الجدول (4-8): حساب معامل التقييم النقدي بالاعتماد على المؤشر *Lavigne* الأول

درجة الممارسة	معامل التقييم	ΔRM (مليار دينار)	ΔNFA (مليار دينار)	ΔNDA (مليار دينار)	
جزئي	-0.8326	100.7	601.7	-501	2000
	-0.5780	227.6	539.3	-311.7	2001
	-0.8397	68.8	429.1	-360.3	2002
	-0.4760	305.7	583.2	-277.6	2003
كلي	-0.9899	7.8	783.2	-775.3	2004
	-0.9969	3.2	1042.4	-1039.2	2005
	-0.8749	172	1374.8	-1202.8	2006
	-0.7879	393.7	1856.6	-1462.8	2007
جزئي	-0.9310	196.5	2844.6	-2648.2	2008
	-0.5478	288.7	638.4	-349.7	2009
	-0.6467	402.7	1139.7	-737	2010
	-0.7221	521.1	1875	-1353.9	2011
	-0.4571	571.2	1052.1	-480.9	2012
مثبط	0.2813	428.6	334.5	94.1	2013
معدوم	-0.0397	535.2	557.3	-22.1	2014
--	-0.63	--	--	--	المتوسط

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على:

- La Banque d'Algérie. Rapports Annuel de 2002 à 2014.

بالنظر إلى بيانات الجدول أعلاه، تبين أن صافي الأصول الأجنبية قد نمت على نحو مضطرب منذ سنة 2002 إلى غاية 2008 بمعدل تعدى الخمس مرات ونصف، فما كان على بنك الجزائر إلا أن يعمل على استيعاب سلوكها عن طريق إحداث سلوك عكسي تماما على مستوى صافي أصوله المحلية، حيث انخفضت

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيم لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

خلال نفس الفترة بحوالي ست مرات، ولقد شهدت سنة 2008 النسبة الأكثر تراجعاً في مستوى أصوله المحلية قدرت بـ 2648.2 مليار دينار، لاحتواء الزيادة الأعلى تاريخياً في نظيرتها الأجنبية المقدرة بـ 2844.6 مليار دينار، أي بفارق 196 مليار دينار.

أما فيما يخص باقي الفترة (2009-2014)، فقد بقيت العلاقة بين الأصولين متناظرة ولكن على نحو متذبذب. وما تجدر الإشارة إليه، أن التغير في قائم الكتلة النقدية لم يتعد نظيره الخاص بمجموع الأصولين المحلي والأجنبي إلا في سنة 2013، وفي السنة الموالية كان الفارق بينهما ضئيل، وهذا قد يكون علامة لبداية مرحلة جديدة مخالفة تماماً لسابقتها، حيث ستميز بانخفاض الأصول الأجنبية والتي في الغالب ستعدل برفع قائم المقابل المحلي في ظل استمرار نزعة تراجع أسعار النفط في الأسواق الدولية.

فيما يخص الجزئية الأهم في الجدول أعلاه والمتعلقة بمعامل التعقيم النقدي، نجد أن هذا الأخير عكس أربع حالات من أصل خمسة خلال هذه الفترة وهي:

- الحالة الأولى، التعقيم الجزئي ($1 > \alpha > 0$): خلال مرحلتي (2000-2003) و(2006-2012) مارس بنك الجزائر السياسة التعقيم بردة فعل جزئية، أي أنه لم يعمل على تحييد ΔNFA بشكل كلي وبذلك انعكس جزء من تغيراتها على معدل نمو القاعدة النقدية، ولقد تراوح مجال تغير هذه الأخيرة بين 68 و571 مليار دينار بمعدلي تعقيم بلغا على التوالي -0.93 و-0.45.

- الحالة الثانية، التعقيم التام ($\alpha = 1$): قدر معامل التعقيم سنتي 2004 و2005 بـ -0.98 و-0.99 على التوالي، أي تعادلاً بالتقريب والواحد الناقص (-1) الموافق لحالة التحييد التام، فكان التغير في القاعدة النقدية لنفس السنتين مهماً إذا ما قورن بغيره من السنوات (7.8 و3.2 مليار دينار).

- الحالة الثالثة، التعقيم المثبط ($\alpha < 0$): بلغ معامل التعقيم سنة 2013 حوالي 0.28، وهذا يدل على أن التغير في صافي الأصولين المحلي والأجنبي انعكس تقريباً بشكل كلي وبنفس الاتجاه على القاعدة النقدية، لهذا فهي السنة الوحيدة التي تساوت فيها هذه الأخيرة ومجموع التغير في الأصولين معا (428.6 مليار دينار).

- الحالة الرابعة، لا وجود لحالة التعقيم ($\alpha = 0$): قدر معامل التعقيم النقدي سنة 2014 بحوالي -0.03 ≈ 0 ، وهي السنة الوحيدة التي انعكس فيها التغير في صافي الأصول الأجنبية تقريباً بشكل كامل على التغير في القاعدة النقدية إذا تم استثناء السلوك المناظر المهمل على مستوى صافي الأصول المحلية $(\Delta ARM = 96\%(\Delta NFA) + 4\%(\Delta NDA))$.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

وتجدر الإشارة إلى أن الحالة الأخيرة تختلف كلياً عن سابقتها (الثالثة) بخصوص جزئية استيعاب القاعدة النقدية لتغيرات أحد أو كلا مقابلتيها، بعبارة أخرى؛ حتى نقول أننا أمام حالة تعقيم مشط يجب أن ينعكس التغير في مقابلي الكتلة النقدية مجتمعين وفي نفس الاتجاه على التغير في القاعدة النقدية، وهذا ما حدث في الحالة الثالثة، وذلك بخلاف الحالة الرابعة التي يوضح فيها المعامل غياب ردة الفعل التعقيمية لأن التغير في القاعدة النقدية فُسر كلياً بتغير مقابليها الأجنبي الذي كان من المفترض تحييده بسلوك عكسي على مستوى المقابل المحلي.

على العموم، قدر متوسط معامل سياسة التعقيم الممارسة خلال هذه الفترة ككل بـ -0.63 (تعقيم جزئي)، أي أقل من متوسط معامل الفترة ما قبل سنة 2009 (-0.81)، وأكبر من نظيره الخاص بالفترة ما بعد سنة 2008 (-0.36). ولتوضيح حجم التعديل بين الأصليين وانعكاس ذلك على تغير القاعدة النقدية سيتم الاعتماد على الجدول التالي:

الجدول (4-9): مقدار التعديل بين صافي الأصول الأجنبية والمحلية وانعكاسه على القاعدة النقدية

مجال التغير في RM	التعديل بين الأصليين		المقدار
	المجال	المقدار	
$\Delta NFA * [0.54 - 0.06]$	اكتساب وحدة واحدة من NFA يقابله	جزئي	[2003-2000] و [2012-2006]
	تخفيض NDA بـ 0.45 إلى 0.93 وحدة	جزئي	
عند إهمال التطورات الطفيفة فلا يوجد تغير في هذه الحالة	اكتساب وحدة واحدة من NFA يقابله	تام	[2005-2004]
	تقريباً تخفيض NDA بوحدة تماثلها	تام	
$(\Delta NFA + \Delta NDA)$		لا يوجد تعديل	2013
$\approx \Delta NFA$	--	تعديل	2014

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول (4-8)

اتضح من خلال الجدول أعلاه، أن بنك الجزائر أثناء ردة فعله التعقيمية الجزئية كان يُخفف من صافي أصوله المحلية في مجال تراوح بين 0.45 و 0.93 وحدة بعد اكتسابه لوحدة واحدة من صافي الأصول الأجنبية، لذا فقد كان معدل تغير القاعدة النقدية يتراوح هو الآخر بين 0.06 و 0.54 مضروباً في التغير الحاصل على مستوى المقابل الأجنبي، وهو الوجه المعبر عن الأحجام غير المعقمة بالضبط، وذلك على النقيض من الحالة التي انعدم فيها التغير على مستوى القاعدة النقدية أين كان التعديل بين الأصليين تاماً، أي

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيم لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

أن اكتساب وحدة واحدة من الأصول الأجنبية عدله بنك الجزائر بتخفيض أصوله المحلية بوحدة تماثلها تماما.

أما فيما يخص الحالتين الأخيرتين فلقد تساوى التغير في القاعدة النقدية في أولهما مع تغير الأصلين مجتمعين، أي أن اكتساب وحدة واحدة من NFA أضاف عليه بنك الجزائر وحدة أخرى من NDA وبخصوص الحالة الثانية، فقد احتكر فيها التغير في المقابل الأجنبي مهمة تحديد التغير في القاعدة النقدية فإكتساب وحدة واحدة من NFA ينعكس مباشرة على RM ودون تعديل يذكر على مستوى NDA .

ويمكن معرفة حجم التغير في المجمعين النقديين بالمفهوم الضيق $M1$ والواسع $M2$ عن طريق ضرب التغير في القاعدة النقدية في المضاعف النقدي الضيق $mm1$ لنفس السنة بالنسبة للمجمع الأول، والواسع $mm2$ بالنسبة للمجمع الثاني، أو عن طريق الاستعانة بالأحجام غير المعقمة من صافي الأصول الأجنبية وضررها في تلك المضاعفات النقدية، إلا في حالة التعقيم المشبط التي يضاف لها التغير الإضافي الموجب والخاص بصافي الأصول المحلية. وعليه، فالمضاعف النقدي هو القناة الناقلة لأثر التطور على مستوى الأصلين المحلي والأجنبي إلى المجمعات النقدية، وقد يلعب هو الآخر دورا إضافيا يتمثل في التخفيف من حجم ذلك التغير أو يميل إلى زيادته، ويتحدد ذلك حسب السياسة الائتمانية للبنوك التجارية أثناء عمليات إنشاء نقود الودائع.

2- مؤشر Lavigne الثاني ($\Delta NFA - \Delta CC / \Delta NFA$ و $\Delta RD - \Delta NDA / \Delta NFA$):

عمد *Lavigne* إلى تقسيم القاعدة النقدية المكونة من التداول النقدي خارج البنوك (CC) والاحتياطيات المصرفية الكلية (الفائضة والقانونية) (RD)، وذلك لمعرفة النشاط التعقيمي للاحتياطي الإلزامي الذي يتعامل مع تلك الأرصدة المصرفية، والعلاقتان تدلان على نفس المؤشر ويجب أن يتعادلا في القيمة، التي يمكن أن تساوي الصفر للدلالة على عدم ممارسة السياسة التعقيم، أو أن تساوي الواحد في حالة ممارسة التعقيم التام، أما ما بين القيمتين فيدل على ممارسة السياسة بشكل نسبي.

وعليه، فإن هذا المؤشر هو الآخر سيدل على نشاط أداة غير سوقية فيما يخص حالة الجزائر ولا يختلف الأمر بالنسبة لغيرها، وذلك لخصوصية الأداة في حد ذاتها وتميزها بصفة الإلزام أثناء التطبيق. ويبين الجدول والشكل التاليين المستويات التي سجلها ذات المؤشر خلال هذه الفترة.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التقييمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

الجدول (4-10): حساب معامل التقييم النقدي بالاعتماد على المؤشر *Lavigne* الثاني

$\Delta NFA - \Delta CC / \Delta NFA$	ΔCC (مليار دينار)	$\Delta RD - \Delta NDA / \Delta NFA$	ΔRD (مليار دينار)	
0.92	46.6	0.92	54.1	2000
0.83	93	0.83	134.6	2001
0.79	89.2	0.79	-20.4	2002
0.80	114	0.80	191.7	2003
0.88	94.8	0.88	-87	2004
0.95	47.8	0.95	-44.6	2005
0.88	161.8	0.88	10.2	2006
0.89	209.2	0.89	184.5	2007
0.91	260.4	0.91	-63.9	2008
0.55	288.2	0.55	0.5	2009
0.75	282.3	0.75	120.4	2010
0.74	478.3	0.74	42.8	2011
0.63	386.7	0.63	184.5	2012
0.25	250.4	0.25	178.2	2013
0.13	487	0.13	48.2	2014
0.73	--	0.73	--	المتوسط

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- La Banque d'Algérie. Rapports Annuel de 2002 à 2014.

على غرار المؤشر الأول، فلقد تعدى متوسط معامل التقييم خلال فترة ما قبل سنة 2009 نظيره المتعلق بالفترة الكلية، حيث قدر بحوالي 0.87 و 0.73 للفترتين على التوالي، وسُجل أعلى معدل حسب هذا المؤشر سنة 2005 (0.95)، وهي نفس السنة التي شهد فيها المؤشر السابق حالة التقييم التام، أما باقي الفترة (2009-2014) فتراجع فيها متوسط المعامل بأكثر من 30% عن الفترة الأولى وبمستوى أقل من المتوسط العام.

ويُعزى التناقض المتعلق بالمؤشر الدال على النشاط التقييمي للاحتياطات الإلزامية على الرغم من تضاعف معدل حسابها (بلغ نهاية الفترة معدل 12% بعدما كان في مستوى 5.25% سنة 2002) إلى تراجع معدل نمو صافي الأصول الأجنبية، باعتبارها المجمع النقدي الرئيس المحدد لحجم الودائع لدى البنوك بعد تنقيدها والتي تمثل الوعاء الذي على أساسه يتحدد القوائم المعقم من طرف هذه الأداة، لهذا فمعدل الاحتساب حتى وإن كان كبيرا إلا أنه يقتطع من حجم وودائع معدل نموها أقل بكثير من المستوى الذي شهدته قبل سنة 2009.

عموما، لا يختلف هذا المؤشر عن سابقه بخصوص درجة ردة الفعل التقييمية لبنك الجزائر، فحتى وإن كانت عالية، إلا أنها لا تزال ذات طابع جزئي، لتدل على أن هناك أحجاما معتبرة من صافي الأصول

الفصل الرابع: تكييف السياسة التقييمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

الأجنبية المنقذة على مستوى السوق النقدي قد انتقل أثرها إلى القاعدة النقدية ومن ثم المعروض النقدي بشقيه مرورا بالمضاعف، غير أنها تفادت الأثر الأعظم الذي كان سيعسر مهمة بنك الجزائر في ضبط محددات الاستقرار النقدي في ظل احتمال غياب تطبيق السياسة.

3- مؤشرات الأخرى ($SL/M2$ و SL/NFA):

بخلاف مؤشري *Lavigne* السابقين، تم اعتماد هذين المؤشرين للدلالة على نشاط الأدوات السوقية بما يتوافق وحالة بنك الجزائر، حيث يشير الأول إلى حجم السيولة الكلي المعقم* (SL) بواسطة أدوات استرجاع السيولة (الوديعة المغلة لسعر الفائدة وأداة استرجاع السيولة) كنسبة من الكتلة النقدية بالمفهوم الواسع $M2$ ، أما المؤشر الثاني فيقيس تطور نسبة نمو تلك الأرصدة المعقمة إلى صافي الأصول الأجنبية وذلك كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول (4-11): حساب معامل التقييم النقدي بالاعتماد على حجم السيولة المعقم

المتوسط	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	
14.71	11.5	12.0	14.6	16.9	17.6	19.4	24.4	21.3	16.4	11.9	12.8	10.6	9.1	SL/NFA
16.61	13.3	15.3	19.8	23.7	25.5	29.5	35.9	26.4	18.7	12.2	10.9	7.5	5.5	$SL/M2$

Source: Ibid

مع بداية الفترة كانت هناك أداة وحيدة تعمل على استرجاع السيولة الفائضة من السوق النقدي لهذا فقد كانت معدلات المؤشرين متواضعة نسبيا ولكنها ذات منحى متزايد بفارق ضئيل لصالح المؤشر الثاني، وقد استمر ذلك إلى غاية سنة 2005 التي شهدت نقطتي تحول مهمتين في سيرورة المؤشرين، أولهما؛ تتعلق بتبني بنك الجزائر لوسيلتين تقييميتين حديثتين تمثلتا في أداة استرجاع السيولة لثلاثة أشهر، والتسهيل الخاصة بالوديعة المغلة لسعر الفائدة، أما الأمر الثاني؛ فيتعلق بتجاوز قائم صافي الأصول الأجنبية نظيره الخاص بالكتلة النقدية بالمفهوم الواسع $M2$ ، فأصبح بذلك الفارق بين نسبيتي المؤشرين لصالح الأول منهما منذ تلك السنة إلى غاية نهاية الفترة. ولقد سجلت سنة 2008 المستوى الأعلى لكلا المؤشرين، حيث استطاعت أدوات استرجاع السيولة مجتمعة (من غير تلك الخاصة بفترة 6 أشهر) أن تعقم ما يقارب ربع ($1/4$) قائم صافي الأصول الأجنبية، أي ما يعادل ثلث ($1/3$) الكتلة النقدية $M2$ مع تسجيل بداية تراجع

* وتجدر الإشارة إلى أن هذه الأرصدة متضمنة داخل هيكل الكتلة النقدية $M2$ ، وهي تعبر في الغالب عن فوائض الحسابات الجارية والاحتياطيات الحرة التي تم استرجاعها من خزائن البنوك التجارية.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

مستويات المؤشرين منذ تلك الفترة وانحصرت تقريبا في مجالي (12%، 20%) و (13%، 30%) لكل من المؤشر الأول والثاني على التوالي.

وتجدر الإشارة إلى أن النسب السابقة تفسر مبالغ فائضة وجد معتبرة تم تحييد أثرها عن الوضع النقدي بعد ممارسة السياسة التعقيمية، ولأن تلك الأرصدية العاطلة بلغت 2.5 ألف مليار دينار، فهي كفيلة بإحداث موجات تضخمية يصعب التحكم فيها من قبل بنك الجزائر، لولا أن لعبت السياسة التعقيمية دور الضربة الاستباقية (الوقائية) من أجل تحييد الأثر غير المرغوب فيه لفائض السيولة في ظل عجز الاقتصاد الوطني على استيعابها.

إن كل المؤشرات السابقة سواء التي تم اسقاطها استنادا إلى الطرح المقدم من طرف الاقتصادي *Lavigne*، أو التي تمت إضافتها من أجل التعبير عن الأدوات السوقية بما يتوافق وحالة بنك الجزائر، دلت على أن هذا الأخير قد مارس وظيفة ردة فعله التعقيمية على نحو نسبي وإن كان ذلك بمعدلات مرتفعة نوعا ما، وهذا ما يفسر نمو المجمعات النقدية على النحو الموضح سلفا*.

المطلب الثاني: تقدير وظيفة ردة الفعل التعقيمية لبنك الجزائر

يهدف هذا الجزء أيضا إلى تقدير معامل التعقيم النقدي، ولكنه يختلف عن ما سبق من مؤشرات بسيطة، لأنه في هذه المرة سيتم الاستدلال عن المعامل ضمن توليفة متكاملة وليس بشكل منفرد، أي ستؤخذ أهداف بنك الجزائر في الحسبان أيضا، لأن لها تأثيرا مباشرا على معامل التعقيم، فمثلا لو حدثت زيادة معتبرة على مستوى الأصول الأجنبية فقد يقوم بنك الجزائر بتحبيد جزء منها فقط والآخر يترك لتدارك متطلبات النمو في الناتج المحلي إن حدث في تلك السنة، وهذا لا يتضح بالاعتماد على المؤشرات البسيطة، وفي نفس الحالة السابقة قد يقوم بنك الجزائر بردة فعل تعقيمية أكبر، أي تخفيض أصوله المحلية بنسبة أكبر من زيادة أصوله الأجنبية لأن المضاعف النقدي في تلك السنة مال نحو الزيادة غير المبررة. وعليه، فمعادلة ردة الفعل التعقيمية تأخذ كل تلك الاعتبارات في الحسبان، والمعامل المتمخض عنها يعد أكثر مصداقية من المؤشرات السالفة الذكر.

* وتجدر الإشارة إلى أن الزيادة في المجمعات النقدية موجودة فعلا ولا يمكن إنكارها، إلا أنها في حقيقة الأمر مسترجعة ولكن تحسب في هيكل الكتلة النقدية، لهذا فهي ترى على أنها تطورات هائلة ولكن الحقيقة تخالف ذلك، (أنظر الجدول 4-14)

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

1- توصيف بيانات ومتغيرات الدراسة:

تم الاعتماد على سلسلة من البيانات الشهرية¹، بداية من شهر جانفي لسنة 2001 إلى غاية شهر ديسمبر من سنة 2014، أي بمعدل 168 مشاهدة، وذلك لمحاولة تقدير معادلة ردة الفعل التعقيمية المعطاة فيما سبق.

ويعد صافي الأصول الأجنبي (*NFA*) ونظيره المحلي (*NDA*) متغيري الدراسة الأساسيين في النموذج أما بالنسبة إلى المتغيرات الإضافية الممثلة في المعادلة السابقة بالمتغير *Z*، فسيتم الأخذ ببعض أهداف بنك الجزائر التي لها تأثير مباشر على سياسة التعقيم النقدي وهي:

- الناتج المحلي الإجمالي (*GDP*): تم اعتماده في العديد من الدراسات وأهمها ما جاء في ورقة *Aizenman&Glick* حين أدمجه بشكل منفرد في نموذج المقدر على عكس *Mansour* الذي اعتمد عليه بالتوازي مع العديد من المتغيرات الأخرى، وذلك للتعبير عن قدرة المتغير في التأثير على معامل التعقيم المقدر، وعموما كل الدراسات خلصت أن علاقة المتغير داخل النموذج ذات طبيعة طردية، بمعنى أن زيادة الناتج المحلي الإجمالي تلزم البنك المركزي على الرفع من صافي أصوله المحلية، ولكن مقدار الزيادة في هذه الأخيرة لا يتحدد بهذه السهولة، لأنه سيتداخل ووظيفة تحييد نظيرتها غير المبررة في صافي الأصول الأجنبية هذا وبافتراض ثبات باقي العوامل الأخرى على حالها، أي أنه لا يمكن النظر إلى العلاقة من وجهة واحدة فنتيجة الأثر تتحدد بعد تفاعل توليفة من العوامل داخل النموذج. وتجدد الإشارة إلى أن الجزئية التي توجب إدماج هذا المتغير تتمثل في قدرته على التأثير في معامل التعقيم النقدي بحد ذاته ولو على نحو يسير، فزيادة الأصول الأجنبية لبنك الجزائر يمكن أن يستوعبها معدل النمو الحاصل على مستوى الناتج دون اللجوء إلى تخفيض أصوله المحلية.

- المضاعف النقدي (*mm*): هو الآخر تم اعتماده في الكثير من الدراسات (*Ouyang*) وآخرون (*Mansour*...) على اختلاف منهجية التقدير المتبعة. ولهذا المتغير القدرة على دفع معامل التعقيم النقدي نحو الأعلى أو العكس تماما، بعبارة أخرى؛ زيادة الأصول الأجنبية تزامنا وارتفاع المضاعف النقدي سيلزم بنك

¹ . تم اخذ السلاسل من قاعدتي البيانات التاليتين:

- "CEICDATA", Compare Economic Data for over 120 Countries CEIC.
Available at: << <https://www.ceicdata.com/en> >> Date accessed: 15 March. 2015.
- "IMF-IFS database", International Financial Statistics.
Available at: << <http://www.imf.org/en/data> >> Date accessed: 15 March. 2015.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

الجزائر إلى ممارسة السياسة التعقيمية بمستوى مرتفع عن ما إذا كانت الزيادة تقتصر إلا على المتغير الأول والعلاقة بين هذا المتغير والأصول المحلية هي علاقة ذات تناسب عكسي، فزيادة (نقص) المضاعف النقدي تلزم بنك الجزائر على تخفيض (زيادة) أصوله المحلية من أجل تفادي البوادر التضخمية (الانكماشية).

- **سعر الفائدة البيني (Inter):** اختلفت الدراسات حول سعر الفائدة المدمج داخل النموذج وذلك راجع إلى طبيعة عينة الدراسة في حد ذاتها، غير أنه في الغالب يتم الأخذ بالفرق بين سعر الفائدة المحلي والأجنبي على الودائع، بالإضافة إلى سعر الفائدة في سوق بين البنوك أو ما يعرف بسعر الفائدة المحدد في السوق النقدي *Money Market Rate*، هذا الأخير سيتم اعتماده في النموذج وذلك لعدة اعتبارات أهمها أن السوق البيني في الجزائر أصبح المكان الوحيد الذي تلتقي فيه قوى العرض والطلب بعد عزوف البنوك التجارية عن اللجوء إلى بنك الجزائر من أجل عمليات إعادة التمويل منذ نهاية سنة 2001، بالإضافة إلى أن سياسة التعقيم لا تتم عبر إصدار سندات لذات الغرض وإلا لكان سعر فائدتها هو الأولى في هذه الحالة.

ولاستبعاد أثر الزيادة الاسمية، تم ترجيح المتغيرين الأساسيين في النموذج، وإدخال اللوغاريتم العشري على المتغيرات الإضافية، وذلك كما هو معمول به في جل الدراسات المذكورة آنفاً.

الجدول (4-12): ترجيح متغيرات الدراسة واستبعاد أثر الزيادة الاسمية

المتغير	طريقة التعديل
ΔNDA	$NDA_t - NDA_{t-1} / RM_{t-1}$ حيث RM تمثل القاعدة النقدية
ΔNFA	$NFA_t - NFA_{t-1} / RM_{t-1}$
<i>Inter mm, GDP,</i>	<i>Log Inter, Log mm, Log GDP,</i>

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على:

- Igor Ljubaj, Ana Martinis and Marko Mrkalj, "Capital Inflows and Efficiency of Sterilisation-Estimation of Sterilisation and Offset Coefficients," Croatian National Bank Working Paper No. 24 (april 2010): 21.
<http://EconPapers.repec.org/RePEc:hnb:wpaper:24>

2- المنهجية الأمثل لتقدير معادلة ردة الفعل التعقيمية الخاصة ببنك الجزائر:

كما تم تبيانته آنفاً بخصوص ما أتى في الدراسات السابقة، تعد طبيعة المتغير *NFA* هي الفيصل من أجل تحديد منهجية التقدير الأفضل. من الناحية النظرية، يعد هذا المتغير مستقلاً وخارجاً تماماً عن النموذج بالنسبة إلى حالة بنك الجزائر، وذلك لأمر غاية في الوضوح ويتمثل في نسبة احتياطات الصرف الرسمية

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

المهيمنة على ما لا يقل عن 98 إلى 99%* من *NFA*، ويتأثر سلوك تلك الاحتياطيات كليا بسعر البترول المحدد في الأسواق الدولية على نحو تقريبا تنعدم فيه إمكانية تعديله أو التأثير فيه.

ولدعم الطرح التحليلي السابق، يمكن إجراء اختبار سببية *Granger* لمعرفة اتجاه علاقة التأثير والتأثر لتلك المتغيرات، ولكن قبل ذلك يجب معرفة درجة استقرارية السلاسل اعتمادا على نتائج اختبار *Augmented Dickey-Fuller (ADF)* كما هو معطى في الجدول التالي:

الجدول (4-13): اختبار استقرارية متغيرات الدراسة (*Augmented Dickey-Fuller*)

المتغير	احتمالية (P) عند المستوى	احتمالية (P) عند الفرق الأول
ΔNDA	0,0000	/
ΔNFA	0,0000	/
<i>Log Inter</i>	0,0310	/
<i>Log mm</i>	0,2908	0,0000
<i>Log GDP</i>	0,2691	0,0146

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 8

ولقد اتضح من خلاله أن صافي الأصول الأجنبي والمحلي بالإضافة إلى سعر الفائدة قد استقروا عند المستوى $I(0)$ ، أما المضاعف النقدي والنتائج المحلي الإجمالي استقروا بعد أخذ الفروق الأولى $I(1)$. ويمكن تلخيص العلاقات المهمة بعد إجراء اختبار السببية في النقطتين التاليتين (الملحق 01):

- بالنسبة إلى المتغير الأساسي الأول ΔNDA يتأثر بنظيره ΔNFA ولا يؤثر فيه عند مستوى الدلالة 5% والأمر لا يختلف بالنسبة لـ mm عند نفس مستوى الدلالة، و GDP عند مستوى أعلى (10%)، أي أن المتغيرات السابقة كلها تؤثر في صافي الأصول المحلية ولا تتأثر بها باستثناء العلاقة التبادلية مع الناتج، أما فيما يخص سعر الفائدة فلم يسجل الاختبار أي علاقة تأثير في كلا الاتجاهين، وعليه فالعلاقات السابقة غلبت عليها أحادية الاتجاه وتشير ضمنا إلى تبعية صافي الأصول المحلية لتلك المتغيرات.

* تم احتساب النسبة بالاعتماد على السلاسل الزمنية المأخوذة من قاعدة البيانات *IFS* وهي نفس النسبة المتحصل عليها استنادا إلى النشرة الإحصائية للبيانات التاريخية على موقع بنك الجزائر (Bulletin Statistique: Séries Rétrospectives, Juin 2012).

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيم لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

- فيما يتعلق بالمتغير الأساسي الثاني $ANFA$ فلا يتأثر مطلقاً بأي متغير من المتغيرات السابقة، ولكنه يؤثر على $ANDA$ عند مستوى الدلالة 5%، و GDP عند 10%، وهذا ما لا يتعارض مع الطرح التحليلي السابق بخصوص حالة بنك الجزائر، والتي تنص على أن صافي الأصول الأجنبية تعتبر متغيراً مستقلاً وخارجاً تماماً عن النموذج.

3- تقدير وتحليل نتائج ردة الفعل التعقيم:

استناداً إلى طبيعة صافي الأصول الأجنبية لبنك الجزائر، سواء في جانبها التحليلي المتعلق بهيمنة احتياطات الصرف، أو في نظيره القياسي الخاص بنتائج اختبار السببية، اتضح أن تبني منهج $Takagi\&Aizenman$ وغيرهما من أنصار القسم الثاني هو الأنسب لحالة الجزائر*، أي تبني منهجية المربعات الصغرى العادية OLS ، وسيتم تقدير معادلة ردة الفعل التعقيم لبنك الجزائر بالاعتماد على نموذج الانحدار الذاتي ($Autoregressive\ model$) بعد إدماج معامل AR المبطل بفترة (P) وذلك من أجل التخلص من مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء، بالإضافة إلى إعطاء صفة تفسيرية أقوى وصحيحة للنموذج المبين نتائج تقديره في الملحق رقم (02) والمفسر على النحو التالي:

- المعنوية الجزئية للمعاملات ($T\ student$): يتضح من خلال قيمة الاحتمالية لـ (P) أن التغير في صافي الأصول الأجنبية ($ANFA$) كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، ومعامله الذي بلغ (-0.996) هو الوجه المعبر عن معامل ردة الفعل التعقيم وسيتم التفصيل فيه لاحقاً.

بالنسبة إلى mm و GDP إحصائياً كانا معنويين عن 5% ولكنهما يختلفان جوهرياً بخصوص علاقتهما مع $ANDA$ ويتضح ذلك جلياً من إشارة المعامل الخاص بهما، فالمتغير الأول ذو علاقة عكسية بموجبها يستلزم على بنك الجزائر التخفيض من أصوله المحلية كلما كانت هناك زيادة في المضاعف النقدي وذلك لتحديد الآثار التي يمكن أن تتولد عن عملية الإفراط في إنشاء النقود، وبالتالي التقليل من معدل نمو السيولة غير المبررة في الاقتصاد. أما فيما يخص المتغير الثاني، فأى زيادة فيه تستلزم على الأقل زيادة تناظرها على مستوى الأصول المحلية وذلك لسد الفجوة بين الدائرة الحقيقية والنقدية وتفادياً بذلك البوادر التضخمية والعكس بالعكس، أي أن العلاقة بينهما ذات تناسب طردي.

* تمت الاستعانة عرضاً بنماذج أخرى من أجل تقدير معامل سياسة التعقيم النقدي ومقارنته مع المعدل المقدر طبقاً للمنحنى المعتمدة (على اعتبار أن اختيار النموذج الأنسب يبقى أمر نسبي وليس مطلقاً)، ولقد تبين أن كل النماذج لم تختلف كثيراً في نتائجها. فعلى سبيل المثال، تم التقدير بالاستعانة بنماذج الانحدار الذاتي ذو الفترات المطاة ($ARDL$)، وقد بلغ معامل التعقيم -0.99 في الأجلين القصير والطويل. كما قد تم تقدير نفس المعامل بطريقة غير خطية تماماً، وذلك بالاعتماد على نماذج ماركوف المتغيرة ($MSVAR$) Markov Switching، واتضح أن بنك الجزائر يمارس السياسة بنظامين لا يسود أحدهما على الآخر استناداً إلى مصفوفة الانتقال بينهما، ومعاملين بلغا -0.95 و -1. وعليه فكل النماذج المعتمدة تشير إلى أن ردة فعل بنك الجزائر التعقيم كانت على نحو عال تزامناً والظفرة النفطية محل الدراسة.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

من الناحية الإحصائية كان سعر الفائدة معنويا عند مستوى الدلالة 5%، ولكن من الناحية الاقتصادية كان سلوك سعر الفائدة البيئي مرتبطا كلياً بتواتر الأحجام المنقذة من NFA ، وهذا ما أدى إلى انخفاض أسعار الفائدة من 6.12% في بداية المدة (جانفي 2001) إلى 1.38% في نهايتها (ديسمبر 2014)، أي بمعدل انخفاض شارف على مساواة 80%. قد يظهر سلوك هذا المتغير مخالفا تماما لما نص عليه الجانب النظري على اعتبار إلزامية اتجاهه نحو الارتفاع لا العكس، ولكن الأمر لم يحدث في النموذج المقدر، بعبارة أخرى؛ أن سعر الفائدة الواجب ارتفاعه طبقا للتأصيل النظري للسياسة هو المتعلق بسندات التعقيم والتي في الغالب تطبق على نحو واسع من أجل تحييد آثار تدفقات الرساميل، وارتفاع أسعار الفائدة عليها يهدف إلى إغراء المستثمرين وتخفيضهم على امتلاك تلك الأدوات التعقيمية كما جاء ذلك مفصلا فيما سبق. وبما أن تدفقات العملة الصعبة لا تتأثر بمستويات سعر الفائدة، لأنها عبارة عن إيرادات تخص شركة وطنية بالشراكة مع مؤسسات أجنبية حجمها يتحدد بسعر البترول فقط، وبافتراض أن بنك الجزائر قام بتعقيم تلك التدفقات باستعمال السندات فإنه لن يكون قادرا على مضاعفة قائمها ولو بلغت أسعار الفائدة المطبقة على تلك الأداة حدودها القصوى، وتم الأخذ بسعر الفائدة البيئي لأنه المعدل الذي يتحدد بعد التقاء أصحاب فوائض الأحجام المنقذة من العملة الصعبة مع أصحاب العجز بعد عزوفهم نهائيا عن اللجوء إلى بنك الجزائر من أجل عمليات إعادة التمويل، وانخفاض سعر الفائدة البيئي يعكس الأحجام الهائلة للسيولة المنقذة والواجب استرجاعها، وهو ما يؤدي بطريقة أو بأخرى إلى تراجع قائم NDA لعزل البوادر التضخمية، خصوصا في ظل احتكار السوق النقدي للتعاملات المالية.

أما فيما يخص معامل الانحدار الذاتي المبطل بفترتين $AR(2)$ ، إحصائيا كان معنويا عند مستوى 5%، ويدل على أن بنك الجزائر عندما قام بتخفيض صافي الأصول المحلية بوحدة واحدة في الشهرين الماضيين (NDA_{t-2}) ، أثر ذلك على قائم صافي الأصول المحلية الحالي (NDA_t) فتراجع هو الآخر بـ 0.19 وحدة، هذا إلى جانب تراجعها اللازم لتحييد الزيادة في NFA للفترة الحالية، ويفسر هذا السلوك بقصر ردة فعل بنك الجزائر الآتية، فبلجاً هذا الأخير إلى تعويضها بتدخل لاحق يهدف إلى إزالة الفجوة بين ما تم فعله وما يجب فعله، أي تخفيض صافي الأصول المحلية على النحو الذي يحقق ردة فعل تعقيمية مثلى ولو كان ذلك بعد فترة زمنية قصيرة.

- المعنوية الكلية للنموذج ومعامل الارتباط المعدل: استنادا إلى القيمة الاحتمالية لاختبار $Fisher$ عند مستوى الدلالة 5%، تبين أن للنموذج معنوية كلية، كما أن معامل الارتباط المعدل الذي يدل على أن

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

القدرة التفسيرية للمتغيرات المأخوذة في النموذج بلغت 97%، وهي نسبة أقل من معامل *Durbin Watson*، وهذا يعني أن الانحدار بين تلك المتغيرات ليس زائفاً.

- اختبار مدى صحة فرضيات منهجية التقدير: تم الاعتماد على الاختبارات الموضحة في الملحق رقم (03) (الاختبارات المذكورة على الترتيب حسب ما ورد في الملحق المذكور):

➤ اختبار *Serial Correlation LM*: يُعتمد على هذا الاختبار من أجل التأكد من فرضية غياب الارتباط الذاتي بين الأخطاء، وقد كانت قيمته الاحتمالية P أكبر من 0.05؛ أي قبول فرضية العدم H_0 التي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء، والذي تمت إزالته في الأصل بعد إدخال معامل الانحدار الذاتي المبطل بفترتين.

➤ اختبار *Heteroskedasticity*: اتضح أن فرضية عدم تجانس تباين الأخطاء هي الأخرى محققة اعتماداً على نتائج اختبار *ARCH* وقبول فرضية العدم H_0 عند مستوى معنوية أكبر من 5%، وعليه فمقدرات النموذج غير متحيزة وكفؤة في تقديراتها لقيمة المعلمات، ومنه فالخطأ في اختبار المعنوية الجزئية أو الكلية مستبعد تماماً في هذه الحالة.

➤ اختبار *multicollinearity*: بالاعتماد على معامل تضخم التباين *Variance Inflation Factors*، اتضح أن معاملات *VIF* كلها أقل من 10، ويعد هذا مؤشراً على عدم وجود ارتباط عال بين المتغيرات المستقلة المفسرة لردة فعل بنك الجزائر، وعليه فهذه الفرضية محققة هي الأخرى.

➤ اختبار *Histogram-Normality*: بموجب القيمة الاحتمالية الخاصة باختبار *jareque-bera* والتي كانت أكبر من 0.05، اتضح أن البواقي تتبع توزيعاً طبيعياً (معتدلاً)، وعليه فهذه الفرضية محققة أيضاً.

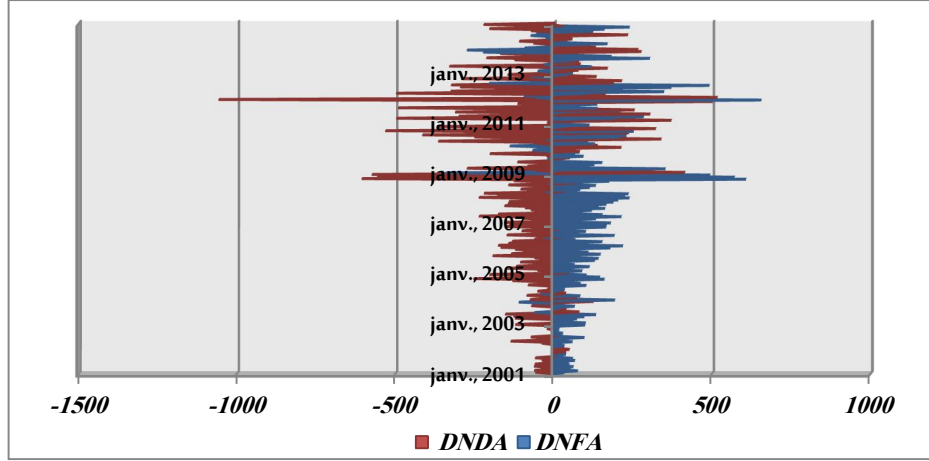
إن كل الاختبارات السالفة، تدل على صحة منهجية التقدير وصلاحيته النموذج للدراسة، ويمكن كتابة معادلة ردة الفعل التعقيمية لبنك الجزائر على النحو التالي:

$$\Delta NDA_t = 0.002 - 0.99\Delta NFA + 0.005\text{LogInter} - 1.34\text{Logmm} + 0.44\text{LogGDP} - 0.19\Delta NDA_{t-2}$$

من المعادلة أعلاه، يتضح أن معامل التعقيم النقدي (معامل ΔNFA) يساوي -0.99 أي عادل بالتقريب الواحد الناقص (-1) المعبر عن حالة التعقيم التام المبينة سالفاً؛ وهذا يعني أن بنك الجزائر كلما استقبل واحد وحدة أجنبية صافية قام بتحبيدها عن طريق تخفيض صافي أصوله المحلية تقريبا بوحدة تماثلها تماماً، وهذا ما يشير إلى تعديل شبه تام بين الأصلين كخطوة من أجل عزل آثار تنقيد ريع النفط عن الساحة النقدية، ويتضح السلوك المتناظر للأصلين خلال فترة التقدير على نحو جلي في السلسلتين الشهريتين التاليتين:

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

الشكل (4-3): سلسلي التغيرات الشهرية المتناظرة لصافي الأصول الأجنبي والمحلي



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 8

كلما اقتربت التغيرات في الأصول من درجة التناظر التام كما في الرسم أعلاه، كلما اتجه معامل التعقيم النقدي نحو الواحد الناقص ليدل على ممارسة السياسة بالفعالية المطلوبة، وبالتالي نجاح مهمة بنك الجزائر في تحييد أثر تنقيد التدفقات المتواترة للعملة الصعبة المتأتية من صادرات البترول.

وبالعودة إلى الجزئية الخاصة بحجم تخفيض صافي الأصول المحلية لاستيعاب التغيرات الحاصلة على مستوى المتغيرات الأخرى المدججة في معادلة ردة الفعل التعقيمية، نجد أن بنك الجزائر قد عمد وبنفس التخفيض السابق إلى محاولة مسايرة التغيرات في أهدافه الأخرى، كما أن حدوث ذلك التعديل آليا أمر مطروح، بعبارة أخرى؛ قد تكون الزيادة الحاصلة على مستوى المضاعف النقدي سببا في توفير متطلبات السيولة اللازمة لمواكبة نمو الناتج المحلي أو ارتفاع أسعار الفائدة. عموما، يبقى سلوك تلك المتغيرات متواضعا أمام التغيرات الدراماتيكية التي أحدثتها صافي الأصول الأجنبية في فترة الطفرة النفطية، ولا تفسر ردة فعل بنك الجزائر التعقيمية إلا بالمعامل المتجسد في ميل تغيرات تلك الأصول باعتبارها السبب الأوحد في استحداث السياسة خلال هذه الفترة.

تجدر الإشارة إلى أن هناك تناقضا يجب تفسيره بخصوص فعالية بنك الجزائر في ممارسة سياسته التعقيمية استنادا إلى المعامل الذي شارف على مساواة الواحد الناقص، وبين أحجام السيولة الفائضة التي تمت الإشارة لها سابقا، أم أن النسبة التي فشل بنك الجزائر في تعقيمها هي التي أحدثت تلك الفوائض بالرغم من أنها لم تتعد 1% من تغيرات صافي الأصول الأجنبية؟ أولا، يجب التنبيه إلى أن تلك النسبة حتى ولو بدت جد متواضعة إلا أنها جزء من تغيرات هائلة على مستوى ذات المتغير وتتضاعف بفعل المضاعف النقدي لتنعكس على الكتلة النقدية بالمفهوم الواسع، ولتوضيح العملية، نأخذ مثلا أقل وأكبر تغير في صافي

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

الأصول الأجنبية لم يتم تعقيمه خلال هذه الفترة (أنظر المؤشر الخاص بحجم التعديل بين الأصلين الأجنبي والمحلي في الجدول رقم 4-8)، فنجد ذلك قد حدث في سنتي 2005 و2014 بمقدار 3.2 (بلغ معامل التعقيم -0.99 كما هو الحال بالنسبة للنموذج المقدر) و535 مليار دينار على التوالي (وهو نفسه حجم التغير في القاعدة النقدية)، وبضرب تلك المبالغ في المضاعف النقدي الخاص بتلك السنتين (3.6 و2.9) سنحصل على حجم السيولة المضافة إلى المعروض النقدي بالمفهوم الواسع $M2$ ، وهو على التوالي 11 مليار دينار، وأكثر من 1.5 تريليون دينار، أي أن التغير ولو كان طفيفا، إلا أن نتيجته كبيرة لتعاظم حجم تدفقات العملة الصعبة.

الجزئية الثانية هي التي تفند التناقض السابق، وتتعلق أساسا بأحجام السيولة المعقمة (المسترجعة) على مستوى السوق النقدي، فلو أخذنا الحجم الأكبر غير المعقم سنة 2014 والمنعكس على الكتلة النقدية بأحجام إضافية قدرت بـ 1.5 تريليون دينار، نجد أن بنك الجزائر في نفس السنة قد نجح في استرجاع ما يفوق قيمته 2.8 تريليون دينار، أي تقريبا ضعف المبلغ الفائض، ولأن هذا الأخير يحسب ضمن هيكل الكتلة النقدية $M2$ يظهر على أنه نمو غير مبرر ولكن في حقيقة الأمر قد تم استيعابه جملة وتفصيلا ولتوضيح الجزئية بأكثر تفصيلا سيتم الاستعانة بالجدول التالي:

الجدول (4-14): قائم الكتلة النقدية مع استبعاد الأحجام المسترجعة

الوحدة: مليار دينار

M2	القائم المسترجع	M2 من غير القائم المسترجع	السنة
4070.4	671.2	3399.20	2005
4827.6	1121.5	3706.09	2006
5994.6	1855.2	4139.39	2007
6955.9	2895.1	4060.80	2008
7173.1	2516.9	4656.18	2009
8280.7	2610.8	5669.89	2010
9929.2	2927.8	7001.36	2011
11015.2	2942.2	8073.02	2012
11941.6	2721.3	9220.31	2013
13663.9	2842.6	10821.34	2014

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدولين (3-5 و 4-2).

يتضح من الجدول أعلاه، أن نمو الكتلة النقدية دون احتساب الأحجام المعقمة يختلف تماما عن الحالة التي تحتسب فيها هذه الأخيرة، فلو أخذنا سنة 2008 نجد أن الكتلة النقدية نمت بـ 70% إذا أُعتبرت 2005 سنة أساس، بيد أنه عند عزل السيولة المسترجعة ومقارنتها بنظيرتها خلال نفس الفترة نجد أن الكتلة النقدية لم تنم إلا بحوالي 20% كما أنها تراجعت عن المستوى الذي بلغته سنة 2007 بحوالي 78 مليار

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

دينار. إجمالاً بلغ نمو الكتلة $M2$ إلى نهاية الفترة حوالي مرتين ونصف، في حين أنه لو أخذ نفس الحجم الأولي واقتطاع السيولة المسترجعة نجد أن نموها لم يتعد المرة ونصف. وعليه، فحقيقة فوائض السيولة لا يمكن إنكارها، كما لا يمكن إنكار جهود بنك الجزائر التعقيمية من أجل استيعابها، وهذه هي الجزئية التي تفسر التناقض المشار إليه في أول الطرح. بعبارة أخرى، حتى وإن كان التغير في القاعدة النقدية متواضعا ولنفرض أنه انعكس على الكتلة النقدية بأرصدة إضافية غير مبررة (لا تساير نمو الناتج أو تغيرات أسعار الفائدة...) بفعل المضاعف النقدي نتيجة لتنفيذ ريع النفط بشكل متتال، فسيظهر ذلك على أنه فائض غير مرغوب فيه، ولكن لأدوات السياسة التعقيمية القدرة على احتوائه والحد من آثاره السلبية، وهذا ما يحسب لصالح بنك الجزائر وسياسته التعقيمية المطبقة.

وأخيراً وليس آخراً، أعطى معامل التعقيم النقدي المقدر في المعادلة أعلاه الصورة الواضحة بخصوص حجم وفعالية ردة الفعل التعقيمية، وما اقترابه من الواحد الناقص إلا ليدل على نجاح بنك الجزائر في مهمة تعطيل قناة التطور الدراماتيكي على مستوى أصوله الأجنبية، وبالضبط احتياطات الصرف الرسمية، ومنع حدوث نفس وتيرة التطور على مستوى القاعدة النقدية، فتفادى بذلك البوادر التضخمية التي كانت يمكن أن تنتج عن هذا الجانب، وقد تصل إلى درجة التضخم الجامح بالنظر إلى الأحجام الهائلة المنقذة في كل مرة على مستوى الساحة النقدية.

المطلب الثالث: قياس مدى قدرة بنك الجزائر على استيعاب مختلف الصدمات الممكنة

كما تمت الإشارة إليه مسبقاً، فإن بنك الجزائر عمد إلى تكييف صافي أصوله المحلية من أجل تقييد الوضع النقدي عن الآثار الناجمة عن تطور أصوله الأجنبية إثر الطفرة النفطية الحالية، وبسلوكه ذلك أصبح في وضعية المدين الصافي لخزينة الدولة منذ سنة 2000. وفي هذا الجزء سيتم قياس ذلك السلوك من خلال معرفة مدى استيعاب بنك الجزائر للصدمات الخارجية وتبعاتها الداخلية عن طريق تخفيض صافي أصوله المحلية كآلية تعقيمية بحتة، بعبارة أخرى؛ قياس مدى قدرة تفسير الصدمات بنوعها لسلوك بنك الجزائر المنتهج، وذلك عن طريق معرفة مساهمة المتغيرات المدرجة في عملية تفسير تباينات أخطاء المتغير التابع ($ANDA$) اعتماداً على منهجية الانحدار الذاتي المعمم المشروط بعدم تجانس تباينات الأخطاء والمتضمن لمتغير خارجي ($GARCH-X$)، وتستلزم صياغة هذا الأخير حضور خاصية الارتباط الذاتي بين الأخطاء وأن تحاكي سلسلة البواقي سيرورة من نوع $ARCH$ ، أي عدم تجانس تباين الأخطاء.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

1- توصيف متغيرات الدراسة:

سيتم تكييف متغيرات الدراسة* وتقسيمها لتعبر عن طبيعة الصدمات التي يسعى بنك الجزائر لاستيعاب آثارها عن طريق تعديل صافي أصوله المحلية، فبالنسبة إلى الصدمات المحلية ستقسم إلى حقيقية متجسدة في تغيرات الناتج المحلي الإجمالي (GDP)، وأخرى نقدية معبر عنها بمتغيري المضاعف النقدي (mm) ومعدل التضخم ($Infl$). وعلى اعتبار أن بنك الجزائر هو المسؤول عن الاستقرار النقدي خاصة والاقتصادي بشكل عام، فإنه سيعمد أثناء ممارسته لسياسة التعقيم إلى تعديل صافي أصوله المحلية تماشياً مع طبيعة الصدمة. أما فيما يخص الصدمات الخارجية، تم الاعتماد على المستويات الشهرية لسعر بترول "صحاري بلند" (Oil) باعتباره متغيراً خارجياً ($Exogenous$) وبعيداً تماماً عن سيطرة بنك الجزائر ونظراً له تأثير مباشر وقوي على سلوك بنك الجزائر بالنظر إلى رعية الاقتصاد الناشط فيه.

2- فحص دالة الارتباط الذاتي والكشف عن حضور سيروورة ARCH:

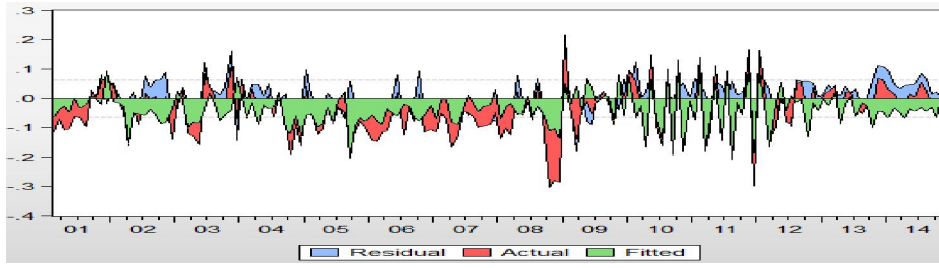
استناداً إلى النتائج المبينة في الملحق رقم (04)، تبين أن دالتي الارتباط الذاتي البسيط والجزئي للأخطاء المقدرة في النموذج ليستا في مجال ثقتهما تزامناً وفترات الإزاحة الأولى، ولكن بعد ذلك أخذتا في الاتجاه نحو حدودهما الصفرية، وهذا ما يوحي بوجود مشكلة الارتباط بين القيم المتسلسلة للبواقي المقدرة، وأن هذه الأخيرة لا تحاكي تشويشاً أبيضاً. ويمكن دعم النتيجة السابقة باحتمال إحصائية $Ljung-Box$ المبين في نفس الملحق، والذي كان في مجمله يختلف معنوياً عن الصفر (أقل من 5%) ليدل قطعاً على حضور خاصية الارتباط الذاتي بين البواقي المقدرة.

من المهم الإشارة إلى أن حضور خاصية الارتباط الذاتي للأخطاء المقدرة في النموذج بشكل منفرد يعد غير كافٍ لترير المنهجية التي ستعتمد لتقدير العلاقات المفسرة سلفاً، ولهذا يجب إثبات جزئية اتباع البواقي لسيروورة ARCH، وذلك كما هو موضح في الشكل التالي والمدعم باختبار عدم تجانس تباينات الأخطاء ($Heteroskedasticity Test$).

* كل متغيرات الدراسة الخاصة بهذه الجزئية مأخوذة هي الأخرى من قاعدتي $CEIC$ و IFS المذكورتين سابقاً ما عدا أسعار بترول صحاري بلند تم أخذها من التقارير الشهرية لمنظمة الأوبك والمتوفرة على الرابط .

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

الشكل (4-4): سيرورة سلسلة البواقي القياسية المدعمة باختبار *ARCH*



Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	20.91214	Prob. F(1,164)	0.0000
Obs*R-squared	18.77332	Prob. Chi-Square(1)	0.0000

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 8

تبين من الرسم أعلاه، أن البواقي المقدرّة لا تقع ضمن حدودها الصفرية، وتتخذ الشكل العنقودي (*Cluster*)، فكل موجة تقلب تتبعها موجة أخرى أعلى أو أقل منها، وفترة الهدوء تليها كذلك فترات هدوء أخرى تختلف عنها نسبياً، وهذا ما يوحي بوجود مشكلة الارتباط في هذه السلسلة، كما أنّها تعاني من أثر عدم تجانس تباينات الأخطاء الموضح من خلال اختبار *ARCH* المعنوي عند 5%.

3- التحليل الإحصائي للمتغيرات الدراسية:

تجدر الإشارة إلى أنه قبل استخراج الأساسيات التي يبنى عليها التحليل الإحصائي للمتغيرات، قد تم إدخال اللوغاريتم على المتغيرات المفسرة وتحديد درجة استقرارية كل سلسلة بناء على اختبار *Augmented Dickey Fuller*، ولقد تبين أن سلسلتي التغير في صافي الأصول المحلية والتضخم مستقرتين عند المستوى $I(0)$ ، أما فيما يخص أسعار البترول، المضاعف النقدي والنتاج المحلي الإجمالي فلقد استقرتا بعد أخذ الفروق الأولى $I(1)$. ويوضح الملحق رقم (05) كل ما يتعلق بالتحليل الإحصائي للبيانات خلال الفترتين الجزئيتين:

- بالنسبة إلى الفترة ما قبل الأزمة (2001/01-2007/12): يعد الانحراف المعياري الخاص بمعدل التضخم هو الأكبر على الإطلاق، وهذا راجع من جهة إلى طبيعة التغير في حد ذاته، ومن جهة أخرى إلى صعوبة التحكم في مستوياته خلال هذه الفترة بالتحديد بحكم تزامنها والطفرة النفطية التي لم يسبق لها مثيل. أما فيما يخص سعر البترول وصافي الأصول المحلية، بالإضافة إلى المضاعف النقدي فقد كانت مستويات انحرافها أقل حدة من سابقها، ولكنها أكبر نسبياً من التغير المعبر عن الصدمة الحقيقية (النتاج

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

المحلي الإجمالي)، وهذا ما يوحي مسبقاً بأن التغيرات في الأصل المحلي ستسخر لاستيعاب الصدمات على مستوى الجانب النقدي في المقام الأول.

أما بخصوص معامل الالتواء (*Skewness*)، فقد كان موجبا بالنسبة لكل من المضاعف النقدي وصافي الأصول المحلية، ليدل على تركز القيم المتطرفة في الجهة اليمنى على نحو انزاح من خلاله متوسطهما الحسابي نحو اليمين فكان أكبر من الوسيط، وعلى النقيض من ذلك، فقد كانت كل معاملات الالتواء الخاصة بالتغيرات الأخرى ذات إشارة سالبة، أي تركز عكسي والمتوسطات في هذه الحالة أقل من الوسيط. وإذا تم استثناء صافي الأصول المحلية والنتائج المحلي الإجمالي نجد أن اختبار *Jarque-Bera* يرفض بقوة فرضية التوزيع الطبيعي للمتغيرات الثلاثة المتبقية، لأن القيمة الاحتمالية لذات الاختبار أقل تماماً من مستوى المعنوية 5%. وبخصوص معامل *Kurtosis* فقد كان أكبر من 3 فيما تعلق بالمضاعف النقدي وسعر البترول فقط ليدل على أن قيم توزيعيهما مدببة (*Leptokurtic*) وتقع فوق قمة التوزيع الاعتيادي.

- بالنسبة إلى فترة الأزمة وما بعدها (2008/01-2014/12): في هذه المرحلة لم يختلف الأمر كثيراً بالنسبة إلى الانحراف المعياري، لأن متغيرات الصدمة النقدية سجلت أكبر معدل انحراف (خصوصاً معدل التضخم) إذا ما قورنت بمتغير الصدمة الحقيقية، أما سعر البترول فقد سجل تقريبا نفس معدل الانحراف الذي عرفه في الفترة السابقة. وبخصوص معامل الالتواء فقد كان موجبا إلا في الحالة التي تخص المضاعف النقدي، ليدل على أن توزيع باقي المتغيرات ملتبس نحو اليسار وإن كان ذلك نسبيا لبعضها. كما أن اختبار *Jarque-Bera* يلغي فرضية اتباع التوزيع الطبيعي عند مستوى الدلالة 5% لكل من معدل التضخم سعر البترول والنتائج المحلي الإجمالي، ويعد معامل *Kurtosis* الخاص بهذا الأخير هو الوحيد في مستوى أقل من 3، أي أنه يمتاز بتوزيع مفلطح (*Platykurtic*) تحت قمة التوزيع الاعتيادي بخلاف المتغيرات المتبقية.

4- تقدير وتحليل نموذج الانحدار الذاتي المعمم المشروط بعدم تجانس تباينات الأخطاء:

في الحالة العادية، أي عند تقدير تباين المتغير التابع حول قيمة متوسطة ثابتة بدلالة البواقي الخاصة به ستم المفاضلة بين عائلة *ARCH* ($arch(1), (2), (3), (4)$)، $garch(1.1)$ ، $tarch(1.1)$ و $egarch(1.1)$ وذلك بناء على أقل قيمة تعطيها الاختبارات الثلاث *AIC*، *HQC* و *SC*، أما في حالة تضمين متغير خارجي (الصدمة الخارجية) لقياس مدى قدرته على تفسير تباين الخطأ في المتغير التابع، فالعديد من الدراسات التجريبية خلصت إلى أن نموذج *GARCH(1.1)* هو الأفضل في هذه الحالة لانعدام صفة التحيز

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

في مقدراته، ولكن هذا لا يمنع خطوة التأكد من الاختبارات الثلاث الأولى وذلك كما هو معطى في الجدول التالي:

الجدول (4-15) المفاضلة بين عائلة ARCH

TARCH (1.1)	EGARCH (1.1)	GARCH (1.1)	ARCH (4)	ARCH (3)	ARCH (2)	ARCH(1)	
-2.712081	-2.709505	-2.716099	-2.692667	-2.704031	-2.714965	-2.704287	Akaike
-2.563321	-2.560745	-2.585933	-2.525311	-2.555270	-2.584800	-2.592716	Schwarz
-2.651707	-2.649131	-2.663271	-2.624746	-2.643657	-2.662138	-2.659006	Hannan-Quinn

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 8

استنادا إلى نتائج الاختبارات المبينة في الجدول أعلاه، اتضح أن نموذج $GARCH(1.1)$ هو المناسب من أجل تقدير وتحليل العلاقة الخاصة بهذه الجزئية، لأن القيمة الأدنى للمعايير السابقة لم تختلف وما خلصت له الدراسات التي تنص على صلاحية ذات النموذج من أجل عملية التقدير المبينة في الملحق رقم (06) وعلى أساس هذا الأخير يمكن استخراج معادلتين لكل مرحلة كما يلي:

- بالنسبة إلى مرحلة ما قبل الأزمة (2007/12-2001/01):

المعادلة الأولى تتمثل في معادلة المتوسط:

$$\Delta NDA_t = -0.1 + 0.01 \text{LogInfl}_t - 1.14 \text{Logmm}_t + 1.35 \text{LogGDP}_t \dots (1)$$

أما المعادلة الثانية فتتمثل في معادلة التباين:

$$GARCH(1.1): \delta_t^2 = 0.0001 - 0.03 \varepsilon_{t-1}^2 + 1.03 \delta_{t-1}^2 - 0.008 \text{LogOil} \dots (2)$$

من المعادلة (1) وبناء على نتائج التقدير الموضحة في ذات الملحق، تبين أن بنك الجزائر خلال المرحلة الأولى قد قام بتعديل صافي أصوله المحلية لتتجاوب والصدمات التي يمكن أن تنشأ عن الجانب النقدي فقط، وذلك لمعنوية معلمي معدل التضخم والمضاعف النقدي عند مستوى 5%، دون أن يتوفر نفس الشرط فيما يتعلق بمعلمة الناتج المحلي الإجمالي، أي وكما تم التلميح له مسبقا، فإن الصدمات الحقيقية في هذه المرحلة لم تؤخذ في مقام أولى من نظيرتها النقدية، وإن كان هناك توجه لاستيعابها فيبقى ضمنا وبطريقة غير مباشرة، ولا يرقى للأهمية القصوى التي تحظى بها التوازنات النقدية مع بداية فترة الطفرة النفطية.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

أما فيما يخص معادلة التباين (معادلة رقم 2)، فلقد تبين أن معلمة الانحدار الذاتي المرتبط بمربع الأخطاء المبطأة بفترة (معلمة ARCH) لا تختلف جوهريا عن الصفر، وذلك بخلاف معلمة GARCH المعنوية عن 5%، وعند نفس المستوى اتضح أن سعر البترول يساهم في تحديد تباين خطأ صافي الأصول المحلية لبنك الجزائر، كما أن إشارة المعلمة الخاصة به أتت سالبة لتدل على أن ارتفاع أسعار البترول سيؤدي حتما إلى التخفيض من الأصول المحلية كإجراء تعقيمي يهدف لتحديد الوضع النقدي عن أثر ارتفاع المادة في الأسواق الدولية.

وعلى أساس نتائج معادلتنا نموذج الانحدار المشروط بعدم تجانس تباين الأخطاء، يمكن الحكم على أن سلوك بنك الجزائر المتجسد في تغيرات صافي أصوله المحلية خلال فترة ما قبل الأزمة يستجيب لنوعين من الصدمات أولها الصدمات المحلية المتعلقة بالجانب النقدي فقط مع استبعاد نظيرتها الخاصة بالجانب الحقيقي على الأقل في صورتها المباشرة، وثانيهما تخص الصدمات الخارجية التي تتولد من تذبذب سعر البترول في الأسواق الدولية.

- بالنسبة إلى مرحلة الأزمة وما بعدها (2014/12-2008/01):

معادلة المتوسط:

$$\Delta NDA_t = 0.01 - 0.01 \text{LogInfl}_t - 1.47 \text{Logmm}_t - 1.05 \text{LogGDP}_t \dots (3)$$

معادلة التباين:

$$\text{GARCH}(1.1): \delta_t^2 = 0.0009 + 0.29 \varepsilon_{t-1}^2 + 0.40 \delta_{t-1}^2 - 0.008 \text{LogOil} \dots (4)$$

حتى في الفترة الثانية بقي المتغير المعبر عن الصدمة المحلية في جانبها الحقيقي لمعادلة المتوسط غير معنوي عند مستوى الدلالة 5%، كما أن سلوك بنك الجزائر انحصر في هذه الفترة ليتجاوب مع الصدمات النقدية التي لها علاقة بالمضاعف النقدي فقط، لأن معدل التضخم هو الآخر لم يكن معنويا عند مستويات الثقة المعهودة، بعبارة أخرى؛ تركزت ردة فعل البنك المركزي في هذه المرحلة على القناة التي تؤثر في الجماع النقدية ومن ثم معدل التضخم تباعا.

بخلاف الثابت المطلق لمعادلة التباين، لم تكن معلمتي ARCH و GARCH معنويتين، وتباين خطأ صافي الأصول المحلية ظل مفسرا بتغيرات أسعار البترول حتى في هذه المرحلة وذو دلالة إحصائية عند المستويات الثلاث (1%، 5% و 10%). والجدير بالملاحظة، أن تأثيره ظل بنفس المعامل وذات الإشارة

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

ليدل على أن بنك الجزائر حتى في ظل الأزمة وما بعدها لم يغير سلوكه بشكل جذري من أجل التعامل مع الصدمات الخارجية.

ومن المهم الإشارة إلى أن مجموع معاملي $ARCH$ و $GARCH$ يعطي فكرة حول مدى إصرار (*Persistence*) التقلب في الصدمات العابرة، وقد عادل مجموعهما خلال الفترة الأولى الواحد التام وبذلك تجاوز نظيره الخاص بالفترة الثانية الذي لم يتعد 0.7، وهذا إن دل على شيء فهو يدل على أن إصرار (استمرار حضور الأثر على مستوى صافي الأصول المحلية) التقلب في الصدمات للفترة الأولى كان أكبر من درجة الإصرار في الفترة الثانية، وذلك راجع بشكل أساسي إلى وتيرة النمو المستدام في أسعار النفط خلال الفترة الأولى، على اعتبار أن سلوك بنك الجزائر يتحدد تبعاً لذلك.

خلاصة القول، أن النموذج المقدر في هذه الجزئية أعطى صورة مفسرة لسلوك بنك الجزائر تزامنا والارتفاع غير المسبوق لأسعار النفط خلال الفترة التي سبقت الأزمة وما بعدها، ولقد كانت ردة فعله الهادفة لاستيعاب الصدمات الخارجية حاضرة في كلا الفترتين، على الرغم من تباين أثر تلك الصدمة على سلوكه المترجم بالتعديلات المتواترة على مستوى الأصول المحلية استنادا إلى درجة إصرار التقلب في الصدمة العابرة. أما بخصوص الصدمات النقدية، فحتى ولو تركزت استجابة بنك الجزائر للتغيرات الناتجة عن المضاعف النقدي من غير معدل التضخم في الفترة الثانية، إلا أنه تفاعل معها على الوجه العام، كما أنها تعد تحصيل حاصل للصدمات الخارجية، لأن ريع البترول يُنقد بشكل كلي ومباشر على مستوى الساحة النقدية. ومن الناحية الإحصائية، لم يتجاوب بنك الجزائر لما يحدث من تغيرات على مستوى المتغير المعبر عن الصدمة الحقيقية، غير أن هذا لا ينفي إمكانية تجاوبه بشكل ضمني* أو عن طريق الاستجابة المسبقة لكلا الصدمتين (النقدية والخارجية).

إن كل المؤشرات التي تم احتسابها أو تقديرها في هذه الجزئية، تدل على أن بنك الجزائر سعى جاهدا لاحتواء التغيرات الكبيرة على مستوى مقابلات الكتلة النقدية، والناتجة بدورها عن طفرة أسعار النفط غير المسبوقة على مستوى الأسواق الدولية، كما أن ردة فعله المرتفعة نسبيا قد تشير إلى فعاليته أثناء التعامل مع تدفقات العملة الصعبة وتنقيدها المتكرر، غير أن هذا لا ينفي حقيقة تبعيته غير المرغوب فيها لتلك

* قد يرجع سبب عدم معنوية الصدمات الحقيقية في المرحلتين إلى غياب العلاقة المباشرة بين الناتج المحلي الإجمالي وصافي الأصول المحلية، غير أن تلك العلاقة قد تتحقق مع أحد بنود هذه الأخيرة، وعلى وجه الخصوص البند المتعلق بالفروض المقدمة للاقتصاد الوطني، لهذا فعدم معنوية الصدمة إحصائيا لا يعني أبدا انعدام العلاقة كليا.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

التدفقات، لأنها هيمنت على سلوكه خلال هذا الفترة والذي من المفروض أن لا يكون حكرًا على جانب واحد، وعليه فإن تبعية بنك الجزائر لريع النفط هي قضية جزء من كل لقضية أكبر منها تتمثل في تبعية الاقتصاد الجزائري لذات الريع.

المبحث الثالث: حدود فعالية واستدامة سياسة التعقيم النقدي في الجزائر

في هذه الجزئية سيتم التحقيق فيما إذا استطاع بنك الجزائر، بعد ممارسته لسياسة التعقيم النقدي، أن يوفق آنيًا بين أضلاع الثلاثية المستحيلة، بعبارة أخرى؛ هل تمكن من التحقيق المتزامن لمفهوم الاستقرار النقدي بوجهيه الداخلي (استقلالية السياسة النقدية) والخارجي (استقرار سعر الصرف) في ظل توجهه نحو الانفتاح المالي بعد تبنيه لمفهوم اقتصاد السوق. وأبعد من ذلك، سيتم تقدير عدة علاقات معرفة الميزات التي قدمتها السياسة التعقيمية لبنك الجزائر، ومدى استدامتها إذا أخذت مشكلة التكاليف المتراكمة للسياسة عبر الزمن في الحسبان.

المطلب الأول: التدخل المعقم والاستقرار النقدي ضمن الإطار العام للثلاثية المستحيلة

نظريًا، يعد بنك الجزائر قد وفر الشروط اللازمة للتعدي على منطلق الثلاثية المستحيلة، وذلك بعد ممارسته لسياسة التدخل المعقم بشكل متواتر، فمن جهة يعزل أثر تنقيد فائض العملة الأجنبية (المتأنية من ارتفاع سعر البترول) عن الوضع النقدي، ومن ثم الحفاظ على التوازنات الداخلية (معدل الفائدة والتضخم)، ومن جهة أخرى يستعمل الاحتياطات الرسمية الناتجة عن عمليات شراء العملة الأجنبية الفائضة لأغراضه الدفاعية عن قيمة العملة في سوق الصرف، أي الحفاظ على التوازنات الخارجية. ولكن حجم ممارسة السياسة وأثرها على المستويين المذكورين آنفاً، هو الأمر المحدد لمدى نجاح بنك الجزائر في التعدي على منطلق الثلاثية المستحيلة، وبالتالي انعدام حاجة المفاضلة بين تلك الأهداف في نفس الوقت.

ولمعرفة التوليفة محل تركيز بنك الجزائر ضمن باقي التوليفات الأخرى، سيتم في الخطوة الأولى تقدير النماذج الخاصة بأركان الثلاثية المستحيلة جملة وتفصيلاً، وكخطوة متممة لسابقتها، سيتم فيها تقدير ثلاثة نماذج أخرى متعلقة باختبار مساهمة سياسة التدخل المعقم في التحكم الآني في ركني السياسة النقدية وسعر الصرف.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

1- قراءة نظرية لمتوقع الاقتصاد الجزائري ضمن الإطار العام للثلاثية المستحيلة:

يعد تحول الاقتصاد الجزائري من نظام الخطة إلى نظام السوق إثر تبنيه للإصلاحات التي نص عليها قانون النقد والقرض 90-10، الخطوة الأبرز نحو انفتاحه على العالم الخارجي، خصوصا بعد عملية التحرير الكلي للتجارة الخارجية سنة 1994 بالتزامن وتطبيق برنامج التعديل الهيكلي، كما أنه فتح أبوابه أمام تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر بموجب المرسوم التشريعي 93-12¹، وبعض التعديلات الأخرى التي تلتها وأهمها الأمر 01-03². غير أن ذلك الانفتاح بقي نسبيا لعدة اعتبارات منها: هيمنة صادرات النفط على قطاع التصدير، وتدفقات استثمارية أجنبية محتشمة أغلبها موجهة إلى قطاع المحروقات، ناهيك عن غياب أداء فعلي للسوق المالي (بورصة الجزائر).

أما فيما يخص استقلالية السياسة النقدية، المترجمة في قدرة بنك الجزائر على التحديد الذاتي لأهدافه المحلية المتمثلة في سعر الفائدة والتضخم على وجه الخصوص، فالتوجه لتعزيز تلك الاستقلالية تجسد في تبني سياسة التعقيم النقدي كآلية لاستيعاب أثر تنقيد ريع النفط على مستوى الساحة النقدية، الذي أدى بدوره إلى استفاض السيولة المحلية، فعزفت بذلك البنوك التجارية عن اللجوء إلى بنك الجزائر من أجل عمليات إعادة التمويل منذ سنة 2001، فكان لزاما على بنك الجزائر التجهز بترسانة من الأدوات التعقيمية لغرض تقييد أثر تلك الظاهرة على معدل التضخم، ولقد تمثلت تلك الأدوات في استرجاع السيولة بمناقصة لـ 7 أيام، 3 و6 أشهر، التسهيل الخاصة بالوديعة المغلة لسعر الفائدة وإعادة تنشيط أداة الاحتياطي الإلزامي بالإضافة إلى الأدوات المالية المتمثلة في صندوق ضبط الإيرادات الذي يحتجز المبالغ الجبائية الناتجة عن الفرق بين السعر الفعلي والمرجعي للبرميل من البترول، وتلك الأرصدة لا تدخل في هيكل الكتلة النقدية $M2$ وتساهم في تخفيض قائم صافي الأصول المحلية لبنك الجزائر (أرصدة مدينة) كآلية لتعديل التطور الحاصل على مستوى صافي أصوله الأجنبية.

وفيما تعلق بسياسة سعر الصرف، فبنك الجزائر يصرح بأنه يتبع نظام صرف موجه، أو ما يعرف بالتعويم المدار دون الإعلان المسبق عن المسار، وكان ذلك منذ بداية سنة 1996³، كما أنه يولي أهمية

¹. Secrétaire General de Gouvernement d'Algerie. Décret législatif du 5 octobre 1993 *relatif à la promotion de l'investissement*. J.O.R.A No. 64, 10 octobre 1993.

². Secrétaire General de Gouvernement d'Algerie. Ordonnance du 20 août 2001 *relative au développement de l'investissement*. No. 01-03, J.O.R.A No. 47, 22 Août 2001.

³. La Banque d'Algérie. Rapports Annuel 2004: 55.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيم لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

قصوى لهذا المتغير من أجل المحافظة على مستواه التوازني، ويتضح ذلك جليا من خلال التصريحات المتواترة في تقاريره السنوية*.

من الطرح التحليلي السابق، يتضح أن بنك الجزائر ينشط في بيئة، نظريا، قد وفرت له نفس الأسباب التي أتاحت للاقتصادات الصاعدة فرصة التعدي على منطلق الثلاثية المستحيلة، وهي فائض في عرض العملة الأجنبية (الدولار)، بعبارة أخرى؛ زيادة الطلب على العملة المحلية في صورة تواتر التدفقات الداخلة لربيع النفط، أما الأمر الثاني، فتمثل في نظام التعويم الموجه، وهما الشرطان اللذان أُهْمِلَا في التأصيل النظري للثلاثية المستحيلة كما أسلفنا، فالأول؛ ألزم بنك الجزائر على تبني سياسة التعقيم النقدي لتحديد أثر تلك الفوائض أما الثاني؛ أجبره على التدخل في سوق الصرف من أجل توجيه سعر الصرف دون الإعلان مسبقا عن مساره، وجمع الشرطين هو المعنى الضمني لآلية التدخل المعقم التي تخوله فرصة التوفيق الآني النسبي بين أضلاع الثلاثية. أما عن مدى نجاحه في تلك المهمة من عدمه، سيتم الحكم عليه فيما سيأتي.

2- تقدير نموذج التدخل المعقم وأثره على التوليفة التي ينشط في ظلها بنك الجزائر:

يهدف هذا الجزء إلى التحقيق في تموقع الجزائر ضمن الإطار العام للثلاثية المستحيلة ومدى تركيزها على ذلك، إضافة إلى الجزء الأهم المتمثل في اختبار تأثير التدخل المعقم على كل من التضخم، سعر الفائدة وسعر الصرف خلال الفترة 2000-2014، باعتبار أن تلك المتغيرات تعبر عن جزئية الاستقرار الداخلي والخارجي المنطوي تحت مظلة أركان الثلاثية المستحيلة.

1-2. تقديم متغيرات الدراسة: تعتمد الدراسة في جزئها الأول على ثلاثة متغيرات، يمثل كل متغير منها أحد عناصر الثلاثية المستحيلة، أما في الجزء الثاني يتم إضافة متغيرين: معامل التدخل المعقم الذي يحسب على أساس نسبة صافي الأصول المحلية إلى نظيرتها الأجنبية، والمتغير الآخر يتمثل في سعر الفائدة أحد عوامل الاستقرار النقدي الداخلي، على غرار معدل التضخم.

- سعر الصرف الفعلي الحقيقي (REER): سيتم الاعتماد عليه من أجل الدلالة على مؤشر الاستقرار الخارجي، بعبارة أخرى؛ الضلع الخاص باستقرار سعر الصرف. وهو عبارة عن تطور سعر صرف البلد

* للتأكد يمكن الرجوع إلى تقارير بنك الجزائر الخاصة بالسنوات 2007، 2008، 2009، 2010، 2011، 2012، 2013 و2014 والاطلاع على الصفحات المذكورة على التوالي: 72، 68، 75، 45، 58، 62، 56 و58.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

المعني مقابل سلة من العملات الأجنبية مرجح بالأرقام القياسية للأسعار النسبية، ويعد من المتغيرات التي يسعى بنك الجزائر جاهدا من أجل الحفاظ على مستواها التوازني.

- **معدل التضخم (Infl):** يستخدم كمؤشر لاستقلالية السياسة النقدية، ولا يمكن أن تتصف بذلك إلا إذا كانت موجهة نحو ضبط معدل التضخم بشكل مستقل. ويقاس على أساس مؤشر أسعار المستهلكين بأخذ التغير السنوي للنسبة المئوية في التكلفة على المستهلك المتوسط للحصول على سلة من السلع والخدمات التي يمكن أن تثبت أو تتغير على فترات زمنية محددة، وتستخدم بوجه عام صيغة *Laspeyres*.

- **رصيد ميزان رؤوس الأموال (CA):** تم اعتماده من أجل الدلالة على درجة التحرر المالي للاقتصاد الجزائري، لأن كل تدفق داخل أو خارج لرؤوس الأموال يسجل على مستوى هذا الميزان.

- **معدل الفائدة البيني (Inter):** وهو المعدل المحدد في سوق بين البنوك (*Money market rate*) على اعتبار أن هذا الأخير هو المكان الذي تُسد فيه احتياجات البنوك قصيرة الأجل، وذلك بعد عزوفها تماما عن اللجوء إلى بنك الجزائر من أجل عمليات إعادة التمويل منذ سنة 2001.

- **معامل سياسة التدخل المعقم (SI):** يمكن الاعتماد على عدة مؤشرات بسيطة، كتلك التي حددها *Lavigne* في دراسته المبينة سلفا، وسيتم الأخذ بمؤشر صافي الأصول المحلية على نظيرتها الأجنبية ($\Delta NDA / \Delta NFA$)، لأن هذا المؤشر له القدرة على قياس حجم ممارسة سياسة التعقيم في السوق النقدي من خلال حجم التعديل بين الأصلين، بالإضافة إلى قدرته على إعطاء فكرة حول حجم التدخل الممكن إجراؤه على مستوى سوق الصرف للحفاظ على قيمة العملة، وذلك لأنه يضم صافي الأصول الأجنبية بهيمنة شبه تامة لاحتياطات الصرف الرسمية بمعدل يتراوح بين 98 و99%.

2-2. **تقدير وتحليل نموذج ترجيح عناصر الثلاثية المستحيلة:** قصد اختبار الترجيح بين عناصر الثلاثية المستحيلة تم استخدام الشكل الخطي، بحيث أن مجموع درجات المتغيرات الثلاث مضروبة في معاملاتها مضافا إليها حد الخطأ يساوي عددا ثابتا "100" وفق النموذج التالي:

$$100 = a. INF_t + b. REER_t + c. CA_t + \varepsilon_t$$

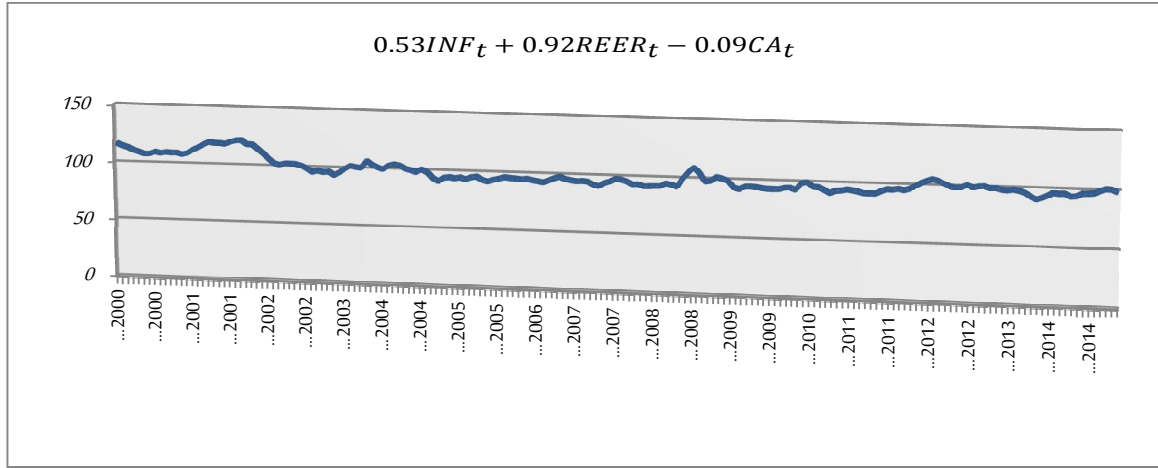
وتعبر المعادلة السابقة عن مدى اهتمام بنك الجزائر بعناصر الثلاثية المستحيلة مجتمعة، ومن خلال تقدير النموذج حصلنا على النتائج التالية (الملحق رقم 07):

$$100 = 0.53 INF_t + 0.92 REER_t - 0.09 CA_t + \varepsilon_t$$

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

اعتمادا على هذا النموذج تم استخلاص قيم الحد العشوائي خلال فترة الدراسة، إضافة إلى حساب قيمة العلاقة $a.INF_t + b.REER_t + c.CA_t$ الموضحة في الشكل التالي:

الشكل (4-5): مدى اهتمام الجزائر بعناصر الثلاثية المستحيلة خلال الفترة 2000-2014



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 8

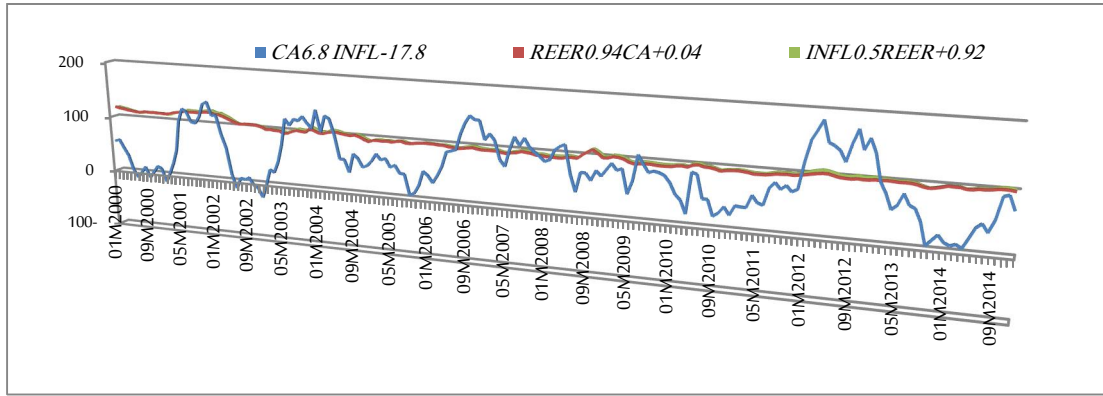
يتضح من مسار الدالة المقدرة أعلاه، أن نسبة اهتمام بنك الجزائر بأركان الثلاثية مجتمعة كانت عالية مع بداية الفترة، أين عادت 120% سنة 2001، أما فيما يخص باقي الفترة (2002-2014) وبالضبط بداية من شهر جوان لأول سنة، بدأ يستقر تركيز بنك الجزائر في حدود 100%، إذا تم استثناء ذروتي 2008 و2012.

إن النموذج السابق يظهر عدم معنوية رصيد ميزان رؤوس الأموال المتغير المعبر عن الانفتاح المالي وذلك بخلاف معلمتي استقرار سعر الصرف واستقلال السياسة النقدية، على نحو يوحي بشدة اهتمام بنك الجزائر بهذين الأخيرين.

ولأن مبدأ الثلاثية المستحيلة مبني على فكرة التضحية بأحد الأضلاع لحساب الضلعين الآخرين، سيتم في هذه الجزئية معرفة أي توليفة هي محل تركيز السلطة النقدية، وذلك بعد تقدير نماذج التوليفات الثلاثة كما هو موضح في الشكل التالي:

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

الشكل (4-6): تقدير نماذج التوليفات الثلاثة المتعلقة بالثلاثية المستحيلة (2000-2014)



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 8

إن النماذج الموضحة في الرسم أعلاه، تدعم الطرح السابق، لأن التوليفتين الأكثر استدامة (بمحاذاة المستوى التوازني 100%) وتركيزا من قبل بنك الجزائر هما $(INFL, REER)$ و $(CA, REER)$ ، لكن التوليفة الأخيرة تتضمن متغيرا غير مستقر ودون معنوية إحصائية ألا وهو CA ، غير أنه في التوليفة الثالثة أصبح معنويا، وهي التوليفة الأقل تركيزا من قبل بنك الجزائر، ليدل على أن هذا المتغير في مستوى اهتمام أقل إذا ما قورن بغيره. وعليه، يمكن القول أن توليفة $(INFL, REER)$ هي محل تركيز بنك الجزائر بصفة مستدامة خلال هذه الفترة.

2-3. تقدير أثر التدخل المعقم على ركني السياسة النقدية وسعر الصرف

بناء على ما سبق، فإن بنك الجزائر يضع أولوياته على محددَي الاستقرار النقدي الداخلي والخارجي وسيتم في هذا الجزء معرفة مدى فعالية مساهمة سياسة التدخل المعقم في تحقيق تلك الأولوية، وهل استطاع أن يتحكم في العنصرين آنيا. ويتسنى ذلك من خلال صياغة ثلاثة نماذج، الأول؛ يخص ضلع استقرار سعر الصرف، الثاني؛ والثالث؛ متعلق بضلع استقلال السياسة النقدية (يستدل عنها بقدرتها على استهداف أهدافها المحلية، التضخم وسعر الفائدة).

2-3-1. اختبار استقرارية المتغيرات ودرجة إبطاء النموذج: يمكن الاعتماد على اختبار *Augmented*

Dickey Fuller المعطى في الجدول التالي:

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

الجدول (4-16): اختبار استقرارية متغيرات التوليفة المختارة والتدخل المعقم

المتغير	احتمالية (P) عند المستوى	احتمالية (P) عند الفرق الأول
SC	0,0000	/
INFL	0,0127	/
INTER	0,0144	/
REER	0,1347	0,0000

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 8

استنادا إلى بيانات الجدول أعلاه اتضح أن المتغيرات SC، INFL و INTER مستقرة عند المستوى I(0)، أما REER فلقد استقر بعد أخذ الفرق الأول I(1).

ولأن المتغيرات تختلف في درجة استقرارها، وفترة الدراسة طويلة الأجل، بالإضافة إلى أن تلك المتغيرات نظريا ذاتية المنشأ وذات علاقة تأثر مبطأة، سوف يتم التقدير بنموذج متجهة الانحدار الذاتي (VAR).

ولقد قدرت درجة الإبطاء المثلى اعتمادا على معيار Akaike الموضح في الملحق رقم: (08) بفترتي إبطاء "2"، وبالتالي سوف يتم تقدير نموذج VAR (2).

2-3-2. تقدير وتحليل النماذج: بعد عملية التقدير المبينة في الملحق رقم: (09) تم الحصول على النماذج التالية:

$$\begin{cases}
 \text{استقلالية السياسة النقدية (الاستقرار الداخلي)} \\
 \left\{ \begin{array}{l}
 \text{INTER} = - 0.02*SC(-1) - 0.005*SC(-2) + 0.69*INTER(-1) + 0.20*INTER(-2) - \\
 0.10*INFL(-1) + 0.06*INFL(-2) - 0.005*DREER(-1) + 0.002*DREER(-2) + 0.35 \\
 \text{INFL} = - 0.008*SC(-1) + 0.04*SC(-2) + 0.02*INTER(-1) - 0.04*INTER(-2) + \\
 1.07*INFL(-1) - 0.18*INFL(-2) - 0.01*DREER(-1) + 0.02*DREER(-2) + 0.50
 \end{array} \right.
 \end{cases}$$

$$\begin{cases}
 \text{استقرار أسعار الصرف (الاستقرار الخارجي)} \\
 \left\{ \begin{array}{l}
 \text{DREER} = - 0.007*SC(-1) - 0.018*SC(-2) + 0.01*INTER(-1) - 0.01*INTER(-2) \\
 + 0.23*INFL(-1) - 0.23*INFL(-2) + 0.27*DREER(-1) - 0.21*DREER(-2) - 0.12
 \end{array} \right.
 \end{cases}$$

- بالنسبة إلى نموذجي ركن استقلالية السياسة النقدية، هناك تأثير عكسي لمعامل التدخل المعقم متأخر بفترة على كل من معدل التضخم (غير معنوي) وسعر الفائدة (معنوي عند 10%)، وهذا يدل على أن ارتفاع معدل سياسة التدخل المعقم في تلك الفترة، يعمل على التخفيض من التقلبات الحاصلة على مستوى معدلي الفائدة والتضخم، على نحو يتم من خلاله تعزيز عنصري الاستقلال والاستقرار النقديين.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

كذلك يوجد تأثير عكسي غير معنوي لمعامل التدخل المعقم متأخر بفترتين على سعر الفائدة، وعلى النقيض من ذلك بالنسبة لمعدل التضخم (معنوي عند 5%)، وهذا يدل على أن السياسة لا تفلح في كبح جماح التضخم إلا في الأجل القصير، أو أن تكون هي في حد ذاتها المتسبب فيه*.

- بالنسبة إلى القدرة التفسيرية للنموذج فقد كانت جيدة، كما أن المتغيرات تتأثر مباشرة بالمشاهدات المتأخرة، سواء المتعلقة بذات المتغير أو بالمتغيرات الأخرى، ويتضح ذلك جليا من خلال معامل التحديد الذي بلغ 90% و 83% لكل من النموذج الخاص بسعر الفائدة والتضخم على التوالي.

- أما فيما يخص النموذج المعبر عن استقرار سعر الصرف، لا يوجد تأثير معنوي إحصائيا للعلاقة العكسية بين معامل التدخل المعقم متأخر بفترة أو بفترتين وسعر الصرف.

- نموذج سعر الصرف مفسر بذاته (عند مستوى 5%) وبمعامل التضخم (عند مستوى 10%) في كلا الفترتين، غير أن ذلك لا يكفي لإعطاء تفسير جيد للنموذج، وخير دليل على ذلك معامل التحديد الذي لم يتعد 13%.

- نموذج $VAR(2)$ مستقر ولا يعاني من ارتباط ذاتي للأخطاء أو من مشكلة عدم ثبات التباين، لأن كل المعاملات كانت أقل من الواحد، وجميع الجذور تقع داخل دائرة الوحدة (الملحق رقم 10)، وعلى هذا الأساس يمكن القول أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية.

2-3-3. تحليل دوال الاستجابة الدفعية (الملحق رقم 11): يوضح الشكل العام لدالة الاستجابة المتعلقة بالتضخم أنه يستجيب على نحو عكسي للمتغيرات المسبقة في معامل سياسة التدخل المعقم، وذلك إلى غاية الفترة الثانية فقط، وبعدها تنعدم تقريبا دالة الاستجابة، وهذا ما يتوافق والتأصيل النظري للسياسة الذي نص على إمكانية ضبط التضخم إلا في الأجل القصير أو المتوسط.

أما فيما يخص دالة استجابة معدل الفائدة، فهي الأخرى ذات منحنى عكسي طيلة الفترة مع ميلها نحو الثبات عبر الزمن، وهذا يدل على أن ارتفاع معدل التدخل المعقم يؤدي إلى انخفاض معدل الفائدة، ليعبر هذا الأخير بدوره على فوائض السيولة الهيكلية في السوق البيئي.

* ويحدث ذلك في الفترة التي يلزم فيها بنك الجزائر على الشروع في تنفيذ التزاماته تجاه الأطراف الداخلة في العملية؛ أي تسديد المقابل المعهود به إلى البنوك التجارية والحساب على أساس المبلغ المعقم لفترة الاسترجاع، وبعد هذا الإجراء إصدارا نقديا غير مبرر، ويساهم في دفع معدلات التضخم نحو الأعلى ما لم تتم تغطيته بعوائد استثمار احتياطيات الصرف الرسمية في الخارج، وتتحدد نتيجة العملية بناء على تفاعل عدة عوامل أبرزها سعر الفائدة الأجنبي وتغيرات سعر صرف الدينار، وسيتم التفصيل في المسألة في الجزء الخاص باستدامة سياسة التعقيم النقدي.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

وتبين أن دالة استجابة سعر الصرف لا تختلف كثيرا عن تلك المتعلقة بمعدل التضخم، لأنها هي الأخرى توحى بوجود علاقة عكسية مع بداية الفترة ثم تميل إلى الثبات خصوصا بعد الفترة الخامسة.

وخلاصة المعنى من دوال الاستجابة الدفعية، أن ممارسة سياسة التدخل المعقم بشكل نشيط سوف تؤدي حتما إلى التخفيف من الأثر السلبي للمحددات التي لها علاقة بمفهوم التوازنات النقدية، ولكن ذلك لن يكون ممكنا إلا في الأمد القصير أو المتوسط.

2-3-4. تحليل التباين: اعتمادا على الملحق رقم: (11)، يتضح أن تباين الخطأ الخاص بسعر الفائدة في المدى القصير، يتعلق بشكل شبه كلي بخطأ سعر الفائدة نفسه، أما في الأمد البعيد فيتضاءل هذا الأخير إلى غاية 78%، والنسبة الباقية ناتجة عن أخطاء التضخم والتدخل المعقم بنسبة قدرت على التوالي بـ 12.4% و 8.5%.

أما فيما يخص تباين خطأ التضخم، فهو ناتج أساسا عن أخطائه في حد ذاتها في الأجل القصير ولا يختلف الأمر بالنسبة للأجل الأطول، ولقد انحصرت تلك النسب في حدود 98%، أما النسبة الباقية فكانت من نصيب الأخطاء الناتجة عن سياسة التدخل المعقم بشكل أساسي وعلى نحو متناقص عبر الزمن.

ولقد كان الخطأ في سعر الصرف هو المحدد لتباين أخطائه في الفترة الأولى بنسبة بلغت 87%، ثم استقر بعد ذلك وإلى غاية نهاية الفترة في معدل 83%، وكان سعر الفائدة هو المسؤول عن النسبة الباقية التي بلغت 15% نهاية الفترة، وبشكل أقل معامل التدخل المعقم بنسبة 1.5%.

ويمكن حوصلة النتائج السابقة لعملية التقدير في نقطتين أساسيتين أولهما، أن الاقتصاد الجزائري على غرار العديد من الاقتصادات الأخرى، خاضع تماما لمنطق الثلاثية المستحيلة، وقد تمثل اختياره في ركني استقلالية السياسة النقدية واستقرار أسعار الصرف، أما الركن المتعلق بالتحجير المالي فهو مستبعد كلياً من التوليفة، وذلك لعدة اعتبارات أهمها التزر اليسير لتدفق الرساميل من وإلى الخارج، وسببه الرئيسي راجع إلى الغياب شبه التام لأداء السوق المالي، بالإضافة إلى نقص جاذبية الاقتصاد الجزائري كقابلة للاستثمار الأجنبي المباشر، وبعض المسببات الثانوية الأخرى.

أما النقطة الثانية فتوضح أن تكييف سياسة التدخل المعقم ما هو إلا ضرورة فرضتها حاجة التوازنات النقدية المحلية (سعر الفائدة والتضخم)، وقد كانت قادرة على احتوائها، غير أن نجاح العملية لا يتعدى

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

الأجلين القصير أو المتوسط في أفضل الحالات، أما في المدى البعيد فالأثر يكون معدوماً أو ذا منحى عكسي تماماً.

وخلاصة القول، وبخلاف بعض الدول الحائزة على احتياطات صرف معتبرة، لم تتمكن سياسة التدخل المعقم الممارسة من طرف بنك الجزائر من التعدي على المنطق المفروض للثلاثية المستحيلة، ولكنها ساهمت في عملية ضبط الأهداف المحلية لا غير، أما علاقتها بسعر الصرف، إحصائياً لم تكن معنوية على الرغم من أن الاحتياطات التي توفرها السياسة بعد شراء الفائض من المعروض الأجنبي يتم تسخير جزء معتبر منها للحفاظ على قيمة العملة. وقد يرجع عدم وضوح العلاقة لكونها غير مباشرة، وذلك بالنظر إلى تغيرات سعر الصرف الفعلي الحقيقي المتمركزة حول مستواها التوازني تقريبا خلال الفترة ككل.

المطلب الثاني: محاولة تقدير محددات استدامة سياسة التعقيم النقدي المطبقة من طرف بنك الجزائر

إن فعالية سياسة التعقيم النقدي لا تقتصر على الوجه الخاص بمعاملها الذي يُحبد أن يقترب من الواحد الناقص أو أن يساويه، وذلك على اعتبار أن تلك القيمة تحوّل لبنك الجزائر القدرة التامة على تحييد أثر الحقن المتواتر لريع البترول في السوق النقدي، ولكن هناك وجه آخر وجب التطرق إليه من أجل الحكم النهائي الخاص بفعالية السياسة من عدمها، ويتعلق هذا الجانب بمفهوم استدامة هذه الأخيرة خلال مدة التطبيق الفعلية والمستقبلية الممكنة، ويتحدد هذا الوجه اعتماداً على عدة متغيرات تتداخل لزوماً لإعطاء الصورة الوافية وتتمثل أساساً في معدلي الفائدة المحلي والأجنبي، سعر صرف العملة المحلية مقابل نظيرتها المقيم على أساسها عوائد استثمار احتياطات الصرف، بالإضافة إلى التزامات بنك الجزائر.

وسيتم الاعتماد في هذا الجانب على صيغ *Frankel* لمعرفة مدى قدرة بنك الجزائر على الاستمرار في تطبيق السياسة التعقيمية وذلك من خلال محاولة تقدير ما يلي:

- (i) و (g): فالأول يعبر عن سعر الفائدة المحلي الذي يضمن لبنك الجزائر الاستمرار في ممارسة السياسة التعقيمية ما لم يتعد مستواه معدل نمو سعر صرف العملة الأجنبية (e) وسعر الفائدة الأجنبي (r) مجتمعين وذلك كما هو معطى في المتراجحة التالية:

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

المتراحة رقم (1) يمكن أن نطلق عليها شرط الاستمرارية بالمعنى الضيق، لأن الاقتصادي *Frankel* أرفده بشرط أوسع يأخذ في الحسبان نسبة التزامات بنك الجزائر إلى قيمة احتياطات الصرف مقيمتين بالعملة المحلية ($Lr = L/RE$). وعليه، أصبح الشرط بالمعنى الأوسع والأصح كما يلي:

$$(2) \dots \dots \dots I_{max} \leq e + r/Lr$$

أما المتغير الثاني (g) فيعبر عن مدى أو درجة استقلالية السياسة النقدية، وهي عبارة عن دالة تابعة للحد الأقصى لسعر الفائدة المحلي (I_{max}) والذي بعده لا يستطيع البنك المركزي الاستمرار في ممارسة السياسة التعقيمية ويكتب على النحو التالي:

$$(3) \dots \dots \dots g = (r + e)(1 - Lr)/Lr$$

- النتيجة شبه المالية لبنك الجزائر (Cf): وتحدد بعد طرح عائد استثمار احتياطات الصرف الرسمية من مجموع التكاليف التي تحملها بنك الجزائر أثناء استرجاعه للسيولة الفائضة، ولا تكون النتيجة إيجابية إلا إذا تعدى الطرف الأول (مع مراعاة تغير سعر الصرف) نظيره الثاني كما هو معطى في العلاقة التالية:

$$(4) \dots \dots \dots Cf \approx RE(r + e) - iL \geq 0$$

كما سيتم في هذا الجزء أيضا، محاولة تقدير صيغة *Wollmershäuser & Bofinger* من أجل معرفة مدى تماشي سياسة استهداف بنك الجزائر لسعر صرفه تماشيا والفجوة الحاصلة بين سعري الفائدة المحلي والأجنبي، وهي ذات الصورة التي تبين مدى قدرته على الاستمرار في استهداف التوليفة السالفة الذكر (استقلالية السياسة النقدية واستقرار سعر الصرف) ضمن الإطار العام للثلاثية المستحيلة، ويعطى شرط الاستمرار الخاص بهذه الجزئية وفقا للعلاقة التالية:

$$(5) \dots \dots \dots = (i_{t-1} - i_{t-1}^*) - (s_t - s_{t-1}) \leq 0$$

حيث $i_{t-1} - i_{t-1}^*$: تعبر عن الفجوة بين سعري الفائدة المحلي (i) والأجنبي (i^*).

$s_t - s_{t-1}$ أو Δs_t : تعبر عن التغيرات النسبية لسعر صرف العملة المحلية.

قبل الشروع في محاولة تقدير المعادلات الموضحة أعلاه يجب تبرير الفترة المعتمدة، بالإضافة إلى طريقة حساب المتغيرات الداخلة في عملية التقدير. فبالنسبة إلى الفترة سيتم الاعتماد على العشر سنوات الأخيرة،

الفصل الرابع: تكييف السياسة التقييمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

أي بداية من سنة 2005 إلى غاية نهاية سنة 2014، وذلك على اعتبار أن كل الأدوات التقييمية تمت ممارستها بشكل متزامن خلال هذه الفترة، أما ما قبلها لم يُنشط بنك الجزائر إلا الاحتياطي الإلزامي وأداة وحيدة لاسترجاع السيولة (7 أيام)، بالإضافة إلى صندوق ضبط الإيرادات المستبعد كلياً من عملية الحساب لأنه في الأصل يحجز تلك الأرصدة دون تكاليف. وتوحيد الفترة بهذا الشكل ضروري لإعطاء المعدلات التي سيتم حسابها فيما بعد بالشكل الصحيح.

1- توصيف المتغيرات الخاصة باستدامة سياسة التقييم النقدي:

فيما يخص طريقة حساب المتغيرات الداخلة في عملية التقدير، يمكن تبيانها في النقاط التالية:

- **سعر الفائدة المحلي (i):** يعد هذا المتغير الأكثر تعقيداً إذا ما قورن ببقية المتغيرات، لأنه لا يوجد سعر فائدة وحيد معن عليه من قبل السلطات النقدية، بل يتباين حسب الأداة التقييمية وفترة استرجاعها للسيولة، لهذا سوف يتم حساب المتوسط المرجح لسعر الفائدة السنوي (للأدوات: استرجاع السيولة لفترة نضج 7 أيام، 3 أشهر، و6 أشهر، بالإضافة إلى الوديعة المغلة لسعر الفائدة والاحتياطي الإلزامي)، ومن ثم يمكننا حساب المتوسط الهندسي لتلك المتوسطات المرجحة السنوية لنحصل على سعر فائدة موحد لعشر سنوات كاملة.

- **سعر الفائدة الأجنبي (r):** ويعبر عن سعر الفائدة الذي على أساسه يحدد العائد من عملية استثمار الاحتياطيات الأجنبية. وتجد الإشارة إلى أن بنك الجزائر لا يصرح بكل الخصوصيات التي تتعلق بعملية استثمار تلك الاحتياطيات*، سواء تعلق الأمر بحجمها، الوجهة المستثمرة فيها، الفائدة المفروضة عليها نوعية وأجل الأصل المستثمرة فيه. ولكنه في المقابل يصرح بسعر فائدة مرجح سنوي لعملية الاستثمار على مستوى تقاريره السنوية، أو أثناء تدخلات المحافظ وعرضه للتطورات الاقتصادية والنقدية أمام المجلس الشعبي الوطني، وعليه سيتم الاعتماد على ذات المعدل من أجل التعبير عن سعر الفائدة الأجنبي

* كان المعتقد السائد عند العامة وحتى بالنسبة للخبراء الاقتصاديين أن بنك الجزائر يستثمر احتياطياته الرسمية في سندات الخزينة الأمريكية، باعتبارها أصلاً خالياً من المخاطرة وعائدها مضمون تماماً. وفي العديد من المناسبات كان بنك الجزائر يلمح إلى ذلك سواء في تقاريره السنوية أو أثناء عرض محافظه للتطورات الاقتصادية والنقدية أمام المجلس الشعبي الوطني ومجلس الأمة، ولكن التقرير الصادر عن وكالة الأنباء الدولية *Bloomberg* بتاريخ 16 ماي (الأثنين) 2016، (الرابط الخاص بالتقرير <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-05-16/u-s-discloses-saudi-arabia-s-treasuries-holdings-for-first-time>)، قد فند كل التوقعات وطرح العديد من التساؤلات حول مصداقية الأرقام المصرح بها من طرف السلطات النقدية، فلقد أظهر التقرير أن بنك الجزائر لا يستثمر في سندات الخزينة الأمريكية إلا ما قيمته 0.7 مليار دولار (700 مليون دولار) في حين أن احتياطياته لذات السنة تعدت 140 مليار دولار، وعلى هذا الأساس فبنك الجزائر على الأرجح يستثمرها في شكل ودائع لدى البنوك المركزية في الولايات المتحدة الأمريكية أو منطقة اليورو وهو الاحتمال الأقرب، أو أن يجر استثماراته بالاستعانة بدولة أخرى للحصول على عائد تلك السندات وطمس حجمها الحقيقي، ويبقى كل ما سبق مجرد احتمالات ما لم يكشف بنك الجزائر عن كل تفاصيل العملية بشكل واضح وصريح.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

- معدل نمو سعر صرف الدولار من وجهة نظر العملة المحلية (e): وتُستعمل تسعيرة عدم اليقين بالنسبة للدینار. ولقد تم الأخذ في الحسبان إلا بسعر صرف عملة الدولار على الرغم من وجود أصول أخرى مقيمة بعملات مغايرة في السلة الاستثمارية لبنك الجزائر، وذلك راجع إلى أن الإيرادات المتولدة من عملية الاستثمار (rR) تسجل كليا في ميزان المدفوعات بعملة الدولار فقط على مستوى البند الخاص بمدخيل العوامل.

- (Lr)، (iL): ويمثل المتغير الأول النسبة بين القيمة الاسمية للسيولة المسترجعة من طرف بنك الجزائر (المعبر عنها في الجزء النظري بالقيمة الاسمية للسندات المصدرة لأغراض تعقيمية) (L) وقيمة احتياطات الصرف مقيمة بالعملة المحلية (RE). أما المتغير الثاني فيعبر عن تكاليف بنك الجزائر الناتجة عن دفعات أسعار الفائدة أو معدلات التعويض الموجهة للأطراف الداخلة في العملية التعقيمية.

إن المتغيرات السابقة قد تنشأ عنها متغيرات أخرى ثانوية تعبر عن علاقة التداخل الموجودة بينها وليتيسر فهم تلك العلاقات على نحو أفضل، سيتم تقدير المعادلات السابقة والحكم على نتائجها وذلك فيما سيأتي:

2- تقدير شرط استمرارية السياسة التعقيمية بالمعنيين الضيق والواسع:

كما تم توضيحه سابقا فإن شرط الاستمرارية بمعناه الضيق متوقف على سعر الفائدة المحلي الأقصى والذي لا يجب أن يتعدى مجموع نمو سعر صرف العملة وسعر الفائدة الأجنبي، ولا يتعدى النتيجة الخاصة بنسبة هذين الأخيرين إلى (Lr) بالمعنى الواسع، وعليه سوف يتم تقدير المتراجحتين (1 و 2) وذلك كما يلي:

1-2. حساب سعر الفائدة المحلي (i): ويتم حسابه على أساس ترجيح معدلات الفائدة السنوية

الخاصة بالأدوات التعقيمية، ومن ثم حساب المتوسط الهندسي للحصول على سعر الفائدة المعبر عن الفترة ككل* وذلك كما هو مبين في الجدول التالي:

* يمكن حساب المتوسط الهندسي لكل أداة أولا ثم احتساب المتوسط المرجح لتلك المتوسطات الهندسية، وستحصل تقريبا على نفس المعدل بفارق ضئيل، هذا الأخير ناتج عن إعطاء وزن خاطئ لأداة استرجاع السيولة لفترة نضج 6 أشهر على اعتبار أنها طبقت إلا في السنتين الأخيرتين، ولنفادي هذا الإشكال تم إعطائها الوزن الصحيح وحساب المتوسط المرجح أولا كما هو مبين في الجدول.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

الجدول (4-17): حساب سعر الفائدة المحلي (i) (2005-2014)

الوحدة: (%)

المعدل المرجح السنوي	الاحتياطي الإلزامي (شهر)	الوديعة المغلة للفائدة (24 سا)	عمليات استرجاع السيولة			معدل الفائدة/التعويض
			7 أيام	3 أشهر	6 أشهر	
1.64	1.00	0.30	-	1.90	1.25	2005
1.71	1.00	0.30	-	2.00	1.25	2006
2.09	1.00	0.75	-	2.50	1.75	2007
1.66	0.75	0.75	-	2.00	1.25	2008
1.04	0.50	0.30	-	1.25	0.75	2009
1.04	0.50	0.30	-	1.25	0.75	2010
1.04	0.50	0.30	-	1.25	0.75	2011
1.04	0.50	0.30	-	1.25	0.75	2012
1.31	0.50	0.30	1.50	1.25	0.75	2013
1.31	0.50	0.30	1.50	1.25	0.75	2014
1.35	-	-	-	-	-	المتوسط الهندسي (i)

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول (4-6).

اعتمادا على الحسابات المعطاة في الجدول أعلاه، تبين أن سعر الفائدة المحلي بلغ 1.35%، وهو في حقيقة الأمر معدل جد متدن، وهذا راجع بشكل أساسي إلى طبيعة الأطراف الداخلة في العملية التعقيمية بحكم أنها بنوك ذات طابع عمومي يمكنها تقديم تنازلات لصالح بنك الجزائر أثناء التفاوض حول سعر الفائدة في حالة الأدوات السوقية، أو تحديده مباشرة عند المستوى الملائم في حالة الاحتياطي الإلزامي (على اعتبار أن حظوظها أوفر للاستفادة من عمليات التطهير المالي في حالة الخسارة)، وذلك بخلاف الحالة التي تكون فيها البنوك الخاصة هي المهيمنة على النظام المصرفي، لأن جوهر نشاطها قائم على الربح، ولا تتمتع بمزايا نظيرتها العامة، وبذلك فلن تقدم أي تنازلات، ولن ترضى بمعدلات فائدة متدنية.

ظاهريا، قد يلعب المستوى المتدني لمعدل الفائدة المحلي المحسوب دورا مهما لصالح مفهوم استمرارية السياسة التعقيمية بالنسبة لبنك الجزائر، غير أنه لا يمكن الجزم بذلك إلا بعد أن نقارنه بالطرف الثاني للمتراحة ($e + r$ و $e + r/Lr$) والحكم على النتيجة في الأخير.

2-2. تقدير الشطر الثاني لمتراحة استدامة سياسة التعقيم ($e + r$ و $e + r/Lr$): من المهم الإشارة إلى أن تضمين سعر الصرف داخل المتراحة أمر ضروري، لأن العائد المتولد عن عملية الاستثمار قد يعدل أو يلغى نهائيا نتيجة المتولدة عن تحركات أسعار الصرف سواء للعملة المحلية أو الأجنبية، فمن مصلحة بنك الجزائر تخفيض قيمة الدينار كلما اتجهت أسعار الفائدة الأجنبية أو قيمة الدولار نحو الانخفاض، والجدول الموالي يبين سيورة العملية بالتفصيل:

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

الجدول (4-18): حساب محددات شرط استدامة سياسة التعقيم النقدي (2005-2014)

الوحدة: (%) ما لم يذكر خلاف ذلك)

(Lr)	(RE) (ملياردينار)	(L)	(e+r)	(r)	(e)	دينار مقابل 1 دولار	
						72.07	2004
16.29	4121.4	671.2	5.79	4	1.79	73.36	2005
19.85	5650.7	1121.5	3.03	4	-0.97	72.65	2006
24.27	7643.2	1855.2	-0.51	4	-4.51	69.37	2007
31.33	9240.0	2895.1	-2.92	4	-6.92	64.57	2008
23.27	10818.3	2516.9	16.51	4	12.51	72.65	2009
21.63	12069.2	2610.8	5.41	3	2.41	74.4	2010
22.06	13274.7	2927.8	0.92	3	-2.08	72.85	2011
19.90	14785.7	2942.2	8.45	2	6.45	77.55	2012
17.67	15400.5	2721.3	4.36	2	2.36	79.38	2013
19.72	14414.6	2842.6	3.49	2	1.49	80.56	2014
21.27	-	-	4.45	-	-	-	المتوسط الهندسي

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- La Banque d'Algérie. Rapports Annuel de 2002 à 2014.

- Mohammed Laksaci (Gouverneur de la Banque d'Algérie), *Evolutions Economiques et Monétaires en 2010 et Eléments de Tendances du Premier Semestre 2011*, Communication devant l'Assemblée Populaire Nationale, Alger, 16 octobre 2011. Disponible via Internet: www.bank-of-algeria.dz

قياسا على معطيات الجدول أعلاه، يمكن التعبير عن شرط استمرارية سياسة التعقيم النقدي طبقا

للمتراجحتين (1 و 2) كما يلي:

$$i \leq e + r, \text{ بالمعنى الضيق، أي؛ } 1.35\% \leq 4.45\%$$

$$i \leq e + r / Lr, \text{ بالمعنى الواسع، أي؛ } 1.35\% \leq 20.94\%$$

من خلال نتائج المتراجحتين أعلاه، اتضح أن شرط الاستمرارية محقق، بعبارة أخرى؛ سعر الفائدة المحلي المطبق من طرف بنك الجزائر خلال ممارسته للسياسة التعقيمية أقل من مجموع معدل الفائدة وسعر الصرف الأجنبيين، وهذا بالمعنى الضيق، وعند إدراج النسبة الخاصة بالالتزامات المتولدة أثناء الممارسة إلى قيمة احتياطات الصرف (المعنى الواسع) فإن ذلك سيمنح بنك الجزائر هامش مناورة أكبر على اعتبار أن سعر الفائدة المحلي الأقصى الذي لا يجب تجاوزه (I_{max}) في المتراجحة الأولى لم يتعد 4.45%، في حين أنه تجاوز 20% في المتراجحة الثانية، وهذا يعني أن بنك الجزائر يمكنه ممارسة السياسة التعقيمية بمعدل فائدة يكون أعلى من الحد الأقصى المحدد في المعنى الضيق ويكون شرط الاستمرارية محققا تماما.

وتجدر الإشارة إلى أن سنتي 2007 و 2008 قد سجلتا مجموعا سالبا ($e+r$) مما يوحي مسبقا بتحمل

خسائر لبنك الجزائر في نفس الفترة على الرغم من أن العائد على عملية الاستثمار كان في حدود 4%

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

وذلك لتحركات سعر الصرف التي استطاعت أن تحتوي الأرباح المحققة وتحوّلها إلى خسائر في النهاية ويعود ذلك أساساً إلى قيمة الدولار التي تراجع أمام الدينار بحوالي 4.5% و7% لنفس السنتين على التوالي، ومن ثمّ فإن ارتفاع قيمة الدينار خفضت القيمة الاسمية للعوائد المتأتية من العملية، أما عن باقي السنوات خصوصاً الأخيرة فإن انخفاض الدينار واضح وكان في صالح بنك الجزائر بالنظر إلى التوجه الصريح للبنوك المركزية في منطقة اليورو والولايات المتحدة الأمريكية نحو أسعار الفائدة الأجنبية المدومة والسالبة.

وما يمكن الجزم به انطلاقاً من نتائج هذه الجزئية، أن بنك الجزائر مازال بإمكانه الاستمرار في ممارسة السياسة التعقيمية طالما أنه يعتمد على سعر فائدة محلي يعد منخفضاً نسبياً، لأن هذا الأخير يلعب دوراً حاسماً في الجزئية المتعلقة بنتيجة بنك الجزائر، بمعنى أن بقاء ذلك المعدل في مستواه الحالي سوف يعمل على التخفيض من تكاليف استرجاع المقابل المنقذ لاحتياطات الصرف ويجعلها في مستوى أدنى من الأرباح المتولدة عن نفس الأصل، وذلك مع أخذ تغيرات أسعار الصرف في الحسبان والتي تصب عموماً في صالح النتيجة الموجبة وسيتم التفصيل في ذلك لاحقاً.

3- تقدير درجة استقلالية السياسة النقدية:

تعتبر درجة استقلالية السياسة النقدية دالة تابعة لسعر الفائدة المحلي الأقصى الذي يضمن الاستمرار في ممارسة السياسة التعقيمية دون القلق بشأن تعاضم تكاليفها. وتجدر الإشارة إلى أن مفهوم الاستقلالية في هذه الجزئية يهتم بقدرة بنك الجزائر على الاستهداف والتحكم في معدلات الفائدة المحلية والتضخم بالتزامن وممارسة السياسة التعقيمية التي تساعد على ذلك في مراحلها الأولى، كما يمكن أن تكون هي السبب ذاته في إحداث حالة اللاتوازن النقدي إذا ما اتجهت أسعار الفائدة نحو الارتفاع وتعاضمت تكاليف الممارسة لأن بنك الجزائر سوف يلجأ حتماً إلى الإصدار النقدي التضخمي (تنقيد التزاماته) لكي يكون قادراً على الإيفاء بمسئقات الأطراف الداخلة في العملية.

وبالاعتماد على الجدول رقم: (4-18) والتعويض في المعادلة (3) يمكن تحديد المعدل الذي يضمن

استقلالية (g) السياسة النقدية كما يلي:

$$g = \frac{4.45\%(1 - 21.27\%)}{21.27\%} \quad \text{أي أن} \quad g = \frac{(r + e)(1 - Lr)}{Lr}$$

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

وعليه فاستقلالية السياسة النقدية محددة بالمعدل g والمساوي إلى 16.47%.

يعبر المعدل g عن المجال الذي يمكن أن يتبنى فيه بنك الجزائر سعر فائدة معين أثناء ممارسته لسياسة التعقيم، ويبقى محافظا على استقلالية استهدافه لمعدلاته المحلية ما لم يتجاوز الحد الأقصى لذلك المجال 16.47%، ويعتبر هذا الأخير المحدد لهامش المناورة المعبر نسبيًا بالنظر إلى مستوى سعر الفائدة المحلي الحالي والذي لم يتعد 2%.

وعلى أساس ما سبق، يمكن الحكم على أن ممارسة سياسة التعقيم النقدي حولت لبنك الجزائر القدرة على إدارة سياسته النقدية على نحو مستقل وبأريحية أكبر بالنظر إلى هامش المناورة الواسع، وما كان هذا ليحدث لولا تعاضم قيمة احتياطات الصرف المقيمة بالعملة المحلية إذا ما قورنت بالتزامات بنك الجزائر والتي أدت في الأخير إلى تضاؤل قيمة (lr) التي هي على علاقة عكسية بمفهوم الاستقلالية النقدية، هذا وبالإضافة إلى الدور الإيجابي الذي لعبه مجموع أسعار الفائدة الأجنبية وسعر صرف الدينار المتجه إلى الانخفاض على نحو سجلت من خلاله احتياطات الصرف وعوائدها زيادة في القيمة الاسمية. وعليه، يمكن القول أن تطبيق سياسة التعقيم النقدي إلى حد الآن مازال يصب في صالح السياسة النقدية لا العكس، وهذا ما سيتم تدعيمه من خلال النتيجة النهائية لبنك الجزائر.

4- حساب النتيجة شبه المالية لبنك الجزائر:

لا يمكن الاعتماد على العوائد المتأتية من عملية استثمار احتياطات الصرف في الخارج ومن ثم الحكم على ربحية العملية برمتها أو العكس، بل يجب إدراج العنصر الخاص بالتكاليف المتولدة عن عملية استرجاع المقابل المنقد (فوائض السيولة) لتلك الاحتياطات على المستوى النقدي. وفي هذه الجزئية لا يمكن لسعر الفائدة المحلي التعبير عن عنصر التكاليف بشكل صحيح بالنظر إلى الفرق الواضح بين معدلات الفائدة المطبقة والفترات الخاصة به، لذا ستأخذ تكلفة كل أداة على حدى عن طريق ضرب سعر الفائدة الخاص بها في المجموع المسترجع من أجل الحصول على القوائم النهائي للتكاليف كما ما جاء في المعادلة رقم: (4) والجدول التالي يوضح العملية بالتفصيل:

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

الجدول (4-19): تقدير النتيجة شبه المالية لبنك الجزائر (2005-2014)

النتيجة شبه المالية (Cf)		العائد من عملية الاستثمار $RE(e+r)$ (مليار دينار)	تكلفة أدوات استرجاع السيولة بمناقصة (مليار دينار)					7 أيام	3 أشهر	6 أشهر	الوديعة المغلة للفائدة	الاحتياطي	المجموع (il)
(مليار دينار)	(مليار دولار)												
1.71	125.34	238.62	113.28	20.58	1.79	68.43	22.48	2005					
0.39	28.53	171.34	142.81	25.78	16.44	88.24	12.35	2006					
-5.53	-383.74	-39.35	344.40	32.65	57.97	75.90	177.87	2007					
-10.27	-663.07	-269.75	393.32	35.52	168.05	66.00	123.75	2008					
22.17	1610.50	1786.49	175.98	23.69	36.80	41.25	74.25	2009					
6.33	471.05	652.80	181.75	29.65	36.60	41.25	74.25	2010					
-1.01	-73.29	121.68	194.98	34.19	45.29	41.25	74.25	2011					
13.65	1058.71	1249.63	190.92	45.25	30.17	41.25	74.25	2012					
5.63	446.92	671.43	224.51	53.48	17.28	31.5	41.25	2013					
3.36	270.51	502.57	232.06	61.44	16.87	31.5	41.25	2014					
3.64	289.15							المتوسط					
40.08	2891.46	5085.46	2194.00					المجموع					

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- الجداول (4-2، 4-17 و 4-18).

- La Banque d'Algérie. Rapports Annuel de 2002 à 2014.

كما تبين من الجدول أعلاه، فإن النتيجة شبه المالية لبنك الجزائر في معظمها أتت موجبة باستثناء السنوات 2007، 2008، و 2011 أين سجلت فيها خسائر قدرت على التوالي بـ 5.5، 10.3، و 01 مليار دولار، وكانت تغيرات سعر الصرف السبب في تلك النتائج بشكل أساسي، ويتضح ذلك جليا عند تماوي قيمة الدولار خلال نفس السنوات بـ 4.5%، 6.9%، و 2% على التوالي (أزمي الرهن العقاري ومنطقة اليورو) فلم يكن بمقدور مستوى أسعار الفائدة الأجنبية أن تحتوي تلك التغيرات كما حدث ذلك سنة 2006 حين تراجع الدولار بـ 0.9% ولم تسجل نتيجة سالبة وذلك لأمرين، أولهما أن مستوى التراجع في سعر الصرف كان طفيفا، وثانيهما أن مستويات معدلات الفائدة الأجنبية آنذاك كانت مرتفعة مقارنة بغيرها.

وتعد تداعيات النتيجة السالبة في جانبها النقدي على قدر عال من الأهمية، لأنه لا يمكن النظر لها على أنها خسارة بشكل مجرد وانتهى الأمر، بعبارة أخرى؛ يعد الإصدار النقدي التضخمي هو الوجه الأسوأ المعبر عن خسائر بنك الجزائر، لأن هذا الأخير سوف يقوم بتنقيح تلك الخسائر وتوجيهها إلى الأطراف الداخلة في العملية التعقيمية في صورة التزام (دفعات أسعار الفائدة ومعدلات التعويض) يقع على عاتقه

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

لصالح البنوك التجارية، وقد حدث ذلك في ثلاث مناسبات كما هو موضح أعلاه وتعدى مبلغ 600 مليار دينار، هذا الأخير يساهم مباشرة في رفع معدل التضخم باعتباره إصدارا نقديا غير مغطى بعوائد احتياطيات الصرف لذات السنة. أما إن كانت النتيجة موجبة فإن العائد بالعملة الصعبة في هذه الحالة سيغطي عملية تنقيد تلك الالتزامات ولن يجد بنك الجزائر نفسه مضطرا للإصدار التضخمي غير المغطى كما في الحالات السابقة.

عموما، تعد النتيجة شبه المالية لبنك الجزائر إيجابية في مجملها استنادا إلى المعادلة رقم: (4) الموضحة كما يلي:

$$Cf \approx RE(r + e) - iL \geq 0 \quad \text{أي أن} \quad Cf \approx 5085.46 - 2194.00 = 2891.46 > 0$$

وتجدر الإشارة إلى أن هذه النتيجة تعد أحد الأدلة التي قد يبرر بها بنك الجزائر فعاليته في إدارة السياسة التعقيمية، وذلك لأن نجاحه في عملية تحييد فوائض السيولة من السوق النقدي بمعدل فائدة منخفض أدى إلى توليد حجم من التكاليف يمكن استيعابه عن طريق العوائد المتأتية من استثمار احتياطيات الصرف الأجنبية، بالإضافة إلى تسييره الخذر لسعر الصرف الذي كان في صالح النتيجة النهائية لبنك الجزائر، وعلى أساس هذه الأخيرة وما سبقها من مبررات يمكن الحكم على أن سياسة التعقيم النقدي المطبقة من طرف بنك الجزائر تمتاز بخاصية الاستدامة إلى حد الآن وعند هذا المستوى، خصوصا وأن التزاماته السنوية في مجملها مغطاة بعائد استثمار احتياطيات الصرف أثناء عملية التنقيد من أجل الإيفاء بمستحقات الأطراف المقابلة، وإلى حد غياب صفة التغطية يبقى بنك الجزائر قادرا على الاستمرار في تطبيق سياسته التعقيمية دون القلق بشأن مستوى تكاليفها.

5- استدامة التوفيق بين ركني استقلالية السياسة النقدية واستقرار سعر الصرف:

استنادا إلى الطرح التحليلي السابق الموضح من طرف الاقتصاديين *Wollmershäuser & Bofinger* فإن بنك الجزائر لن يضطر إلى المفاضلة بين ركني استقلالية السياسة النقدية واستقرار أسعار الصرف مادام قادرا على استهداف هذا الأخير بشكل يتماشى والفجوة الحاصلة بين سعري الفائدة المحلي والأجنبي ويمكن التعبير عن الشرط السابق بالمتراجحة رقم (5)، ومحاولة تحديدها بالاعتماد على الجدول التالي:

$$(5) \dots \dots \dots = (i_{t-1} - i_{t-1}^*) - (s_t - s_{t-1}) \leq 0$$

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

الجدول (4-20): تقدير محددات استدامة التوفيق بين ركني استقلالية السياسة النقدية واستقرار سعر الصرف

الوحدة: (%)

(C_t^s)	(C_t^p)	(C_t^i)	(i^*)	(i)	
-4.15	1.79	-2.36	4.00	1.64	2005
-1.32	-0.97	-2.29	4.00	1.71	2006
2.61	-4.51	-1.91	4.00	2.09	2007
4.58	-6.92	-2.34	4.00	1.66	2008
-15.47	12.51	-2.96	4.00	1.04	2009
-4.37	2.41	-1.96	3.00	1.04	2010
0.12	-2.08	-1.96	3.00	1.04	2011
-7.41	6.45	-0.96	2.00	1.04	2012
-3.05	2.36	-0.69	2.00	1.31	2013
-2.18	1.49	-0.69	2.00	1.31	2014

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدولين (4-17 و 4-18).

قياسا بالبيانات الموضحة في الجدول أعلاه، فإنه من صالح بنك الجزائر أن تكون الفجوة بين سعري الفائدة متسعة (سعر الفائدة المحلي في حدوده الدنيا) لضمان عائدا أوفر وتكاليف أقل، كذلك فإن تقارب حدي الفجوة سيعدله انخفاض (ارتفاع) قيمة الدينار (الدولار) ولكن في حدود قدرته الاستيعابية فقط، أما إن حدث العكس فبنك الجزائر سيفشل في مهمة التوفيق بين أهدافه المحلية ونظيرتها الخارجية وسيضطر إلى المفاضلة بينهما، لأن الوضع النقدي لن يتحمل التكاليف التي ستشهد مستويات عالية في هكذا ظرف وهنا سيغيب مفهوم استدامة التوفيق الآبي الذي منحتة السياسة التعقيمية في وقت ما.

ومن الملاحظ أن السنوات (2007، 2008، و2011) التي كبدت بنك الجزائر خسائر أثناء حساب نتيجته شبه المالية، هي نفسها التي غاب فيها شرط التوفيق في هذه الجزئية، لتعديه الحد الأقصى المفروض (الصفر) وتسجيله للمعدلات الموجبة. وعلى العموم، يعد بنك الجزائر قادرا على الاستمرار في التحكم في أهدافه المتناظرة إلى حد الآن، وكلما كانت نتيجة الشرط الموضح في المتراجحة رقم: (5) سالبة وتبعد عن الصفر، كلما كان له هامش مناورة أكبر، سواء تعلق الأمر بمعدل الفائدة المحلي أو سعر صرفه. وعليه يمكن القول أن بنك الجزائر استطاع أن يدير سعر صرفه بالشكل الذي تتطلبه تغيرات الفجوة بين سعري الفائدة المحلي والأجنبي وبذلك تفادى حتمية المفاضلة بين الطرفين.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

المطلب الثالث: سياسة التعقيم النقدي "القائمة على الحجز والاستثمار" كمقترح جديد على بنك الجزائر

في طيات هذه الجزئية سيتم تقديم اقتراح يمكن اعتماده من طرف بنك الجزائر على نحو يكفل له الاستمرار المريح أثناء ممارسته لسياسة التعقيم النقدي، وهو يختلف كلياً عن الطريقة المطبقة حالياً والمبنية على أساس تنفيذ السيولة واسترجاع الفائض منها، ويرتكز أساساً على فكرة الحجز النقدي ثم الاستثمار. ولفهم هذا الاقتراح بشكل مفصل يجب معرفة مآل أحجام السيولة المنقذة حسب السياسة المطبقة حالياً ومن ثم توضيح البديل الأفضل.

1- جوهر السياسة التعقيمية المطبقة حالياً واقتراح البديل الأفضل:

تعد الحسابات الجارية التابعة لشركة سوناطراك لدى البنوك المحلية والحساب الجاري للخرينة بالإضافة إلى صندوق ضبط الإيرادات، المصب الأولي للأحجام المنقذة من الأصول الأجنبية، وعملية ضخها في الاقتصاد الوطني تأتي كخطوة تابعة في صورة إنفاق متعدد الأوجه. أما عن الفكرة التي يقوم عليها البديل المقترح، أي سياسة التعقيم النقدي القائمة على الحجز والاستثمار، تتمثل في قطع الرابط بين ريع البترول المقيم بالعملة الصعبة ومصباته الرئيسية، بمعنى؛ إلغاء عملية التنقيد الكلي والإبقاء على احتمال الاعتماد عليه بشكل جزئي وعند الضرورة فقط.

إن التنقيد الكلي لريع النفط يؤدي إلى خلق نقود بمستوى غالباً ما تنعدم فيه الحاجة إليها، ناهيك عن نقص الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني، والتي أجبرت بنك الجزائر على استرجاع فوائض السيولة بطريقة جعلتها تدور في حلقة مفرغة تبدأ بعملية التنقيد ثم الاسترجاع وهكذا، وهو الأمر الذي أثقل كاهله بأحجام متزايدة من التكاليف دون قيمة مضافة تذكر، كما أنه ألزم على التمرکز في الوضعية الأضعف أمام الأطراف المقابلة باعتباره مديناً اتجاه خزانة الدولة والبنوك التجارية التي لم تعد تعير اهتماماً لعمليات إعادة التمويل، فكان المعروض النقدي في هذه المرحلة ذو أثر سلبي على أداء بنك الجزائر والوضع النقدي جملة.

وعليه سيتم اقتراح سياسة التعقيم النقدي القائمة على الحجز والاستثمار (*Block and invest* -

based sterilization policy) لمعالجة جل المثالب المذكورة سلفاً. وتجدد الإشارة إلى أن الاستراتيجية الجديدة لن تحدث إلا بعد إبرام اتفاقية بين الأطراف الداخلة في العملية وتؤخذ فيها الاعتبارات النقدية في المقام الأول. وجوهر فكرتها يقوم على إنشاء حسابين للعملة الصعبة تتم إدارتهما من قبل قسم خاص تابع لبنك الجزائر، حيث يحتكر هذا الأخير ملكية الأصل المقيم بالعملة الصعبة (احتياطيات الصرف المتولدة عن

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

عملية تصدير البترول)، أما الطرف الثاني فله أحقية ما يقابل ذلك بالدينار فقط. ويمكن تقسيم الحساب إلى جزئين، الأول لصالح شركة سوناطراك، أما الثاني فلصالح خزانة الدولة ويمكن بقاءه تحت المسمى الحالي صندوق ضبط الإيرادات.

- بالنسبة إلى الحساب الأول، ستبقى سوناطراك ملزمة بقوة القانون على التنازل عن كل عائدات صادرتها المقيمة بالعملة الصعبة إلى بنك الجزائر كما هو معمول به حالياً، غير أن عملية تنقيدها في حساباتها الجارية على مستوى السوق النقدي لن تحدث بشكل كلي، بل يُحجز الجانب الأوفر منها ولا تنقد إلا الاحتياجات الفعلية (على سبيل الذكر أجور العمال المحليين) على فترات معينة وحسب تقديرات مسبقة، وبهذا الشكل فلن يكون هناك فائض سيولة عاطل يجبر بنك الجزائر على التعامل معه وتحمل تكلفة العملية في كل مرة، وإن حدث فسيكون ضئيلاً ويمكن للاحتياطي الإلزامي تعقيمه بسهولة.

أما فيما يخص التسجيل المحاسبي للعملية فلن يشكل معضلة بالنسبة لبنك الجزائر، لأن التوازن هنا لا يعد كونه محاسبياً، أي أن احتياطات الصرف الرسمية تسجل في جانب الأصول كما هو معتاد تحت بند الأصول الأجنبية، أما الجزء المقابل فيسجل في جانب الخصوم تحت بند ودائع للدولة بالنسبة لحساب الخزانة وفيما يتعلق بحساب شركة سوناطراك فتسجل تحت بند ودائع أخرى، أما إن تم اعتماد الشكل الموازي المعطى في تقارير بنك الجزائر السنوية، فالأمر لا يختلف بالنسبة لتسجيل احتياطات الصرف الرسمية ولكن البندين الآخرين يسجلان تحت البند الرئيسي صافي الأصول المحلية بإشارة السالب، وفي كلتا الحالتين يعد الأمر سيان من الناحية المحاسبية.

أما الجزء الهام والمتمم لعملية الحجز يتمثل في استثمار تلك الأرصدة دون اكتنازها، وهنا يجب التنبيه إلى نقطة مهمة متعلقة بجزية بنك الجزائر أثناء التعامل مع الأرصدة المذكورة (بعد اقتطاع الضرائب المفروضة)، فهذه الأخيرة يجب أن تقسم إلى قسمين، الأول يخص الشركاء الأجانب ولا يمكن له التصرف فيه بالشكل الذي تنص عليه الاستراتيجية المقترحة، وإنما يمكنه تنقيد مقابله بالدينار عند الطلب فقط، لأن ذلك سيجنبه إعادة تحويله مرة أخرى إلى دولار ل يتم فيما بعد توجيهه إلى الخارج في شكل تحويلات المداخيل والأرباح لصالح المستثمرين الأجانب، وهذا لا يعني عدم استثمار تلك الاحتياطات خصوصاً إن كانت هناك اتفاقيات حول الزمن الذي تتم فيه تلك التحويلات والتي قد تأخذ مدة زمنية معتبرة أو أنه يمكن تعويضها عند الطلب. أما القسم الثاني فهو المعني بعملية الاستثمار مطلقاً، وعلى أساسه تحدد العمولة لصالح شركة سوناطراك، حيث سيعمل بنك الجزائر على اقتناء الأصول ذات الربحية الأفضل في ظل عنصر

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

المخاطرة المطروح أو المعدوم، فقد يستثمر في سندات الخزينة الأمريكية أو يوجهها كودائع لدى البنوك المركزية في منطقة اليورو أو الولايات المتحدة الأمريكية، أو خليط بين هذا وذاك. أما عن العوائد المتأتية من عملية الاستثمار فيستأثر بها بنك الجزائر ويضيفها إلى احتياطات صرفه الخاصة، ولا تأخذ شركة سوناطراك إلا عمولة تحدد كنسبة رمزية من العائد لقاء تأجيل عملية تنقيد أرصدها، كما يمكن إعادة استثمار تلك العمولة أو تصرف لها بالدينار وتكون مغطاة تماما بالعائد المحقق. وفي حال أن أرادت الشركة السحب من حسابها لتغطية مستلزمات إضافية أو وقوعها في ضائقة مالية، فسيتم ذلك بالدينار لا بالعملة الصعبة (بالنسبة لمستلزماتها من السوق المحلي إن وجدت)، أي بعد عملية تنقيد الحجم المطلوب، وهذا الأخير لا يخالف العرف الاقتصادي لأنه مغطى مئة بالمائة باحتياطات الصرف التي لم تنقد كلياً في فترة قد مضت.

إن إدارة الأرصدة بالشكل المنصوص عليه فيما سبق ذكره، يعمل على تعزيز إيرادات بنك الجزائر من العملة الصعبة ولو كان نشاطه لا يهدف إلى الربح، ولكن المقصد الأسمى من العملية هو تجنبه لتعاظم تكاليفه نتيجة استرجاع السيولة المنقذة بشكل متواتر، بالإضافة إلى تفادي الآثار السلبية لتلك الفوائض العاطلة بالنسبة إلى السوق النقدي خاصة وباقي الاقتصاد عامة.

- أما الحساب الثاني فيدار لصالح الدولة، وحالياً هو مقسم إلى قسمين، الحساب الجاري للخزينة وصندوق ضبط الإيرادات وهو المعني بالإستراتيجية المقترحة، فالحساب الأول توجه له الضريبة المقدرة على أساس السعر المرجعي المحدد في قانون المالية، ولا ضير في تنقيد تلك الأرصدة وذلك لسببين أولهما مجابهة متطلبات الإنفاق الحكومي، وثانيهما أن المبالغ الموجهة إليه محددة على أساس سعر في حقيقة الأمر لم يتعد نسبة 40% (كمتوسط) من السعر الفعلي المحدد في السوق، وهذا يشير إلى أن الأرصدة الموجهة إلى صندوق ضبط الإيرادات هي الأكبر والأسوأ من ناحية التسيير، لذلك وحسب مقترح سياسة التعقيم النقدي القائمة على الحجز والاستثمار فلن يتم تنقيد تلك الأرصدة الموجهة له، وإنما تقتطع الضريبة المحددة على أساس الفرق بين السعرين المرجعي والفعلي في شكل عملة صعبة، ثم بعد ذلك يقوم بنك الجزائر بإدارة الحساب لصالح الدولة كما هو الحال بالنسبة إلى شركة سوناطراك، حيث سيستثمر تلك الأصول خارجاً في ملاذ آمن وبمعدل ربحية مقبول، يحتكر لصالحه ملكية الأصل والعائد المتولد عن عملية الاستثمار، ويقتطع لصالح الخزينة عمولة تحدد مسبقاً حسب الحجم المؤجل تنقيده من الضرائب التي هي في صورة عملة صعبة. وفي حالة احتياج الدولة إلى موارد الصندوق من أجل تغطية العجز المفاجئ (خطأً في التقدير الأولي لحجم

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

العجز) فسيعمل بنك الجزائر على تنقيد المبلغ المطلوب وتكون العملية منسقة بشكل تعاوني بين الطرفين كما أن تلك الأرصدة هي الأخرى مغطاة باحتياطيات الصرف المؤجل تنقيدها.

وتجدر الإشارة إلى أن اعتماد هذه الطريقة في إدارة صندوق ضبط الإيرادات تكفل له إمكانية التحول من حساب تخصيص خاص لدى ميزانية الدولة إلى صندوق استثمار سيادي، وبذلك ستلغى أو تخفف تكلفة الفرصة البديلة ولن يبقى هدفه منحصرًا في مهمة سد العجز الموازي بوجهيه المباشر أو غير المباشر*. كما أن هذا البديل المقترح يمكنه من المحافظة على حق الأجيال القادمة ولو كان ذلك بشكل يسير، وهذا أفضل من تآكل تلك الأرصدة دون عائد يذكر، بالإضافة إلى منحه هامش مناورة أكبر خلال الأزمات الممكن حدوثها.

ويستلزم تطبيق هذا البديل المقترح دراسة أعمق وتمحيصًا من قبل السلطات النقدية، لأنها مهما اختزلت على بنك الجزائر العديد من الإجراءات الروتينية المكلفة، وعززت من تراكمات احتياطيات صرفه إلا أنها قد تحمل في طياتها بعض المثالب التي تقوض من فرصة نجاحها، أو أن تطبيقها لا يتماشى وطبيعة السوق النقدية في الجزائر. عموماً يمكن تلخيص محاسن ومساوئ البديل المقترح في النقاط التالية:

2- محاسن سياسة التعقيم النقدي القائمة على الحجز والاستثمار:

- تجنب بنك الجزائر تحمل تكاليف استرجاع السيولة والتي تجاوزت في بعض السنوات ما نسبته 5% و3% من الكتلة النقدية $M2$ والنتاج المحلي الإجمالي على التوالي، كما أنها تلغي احتمال عدم توافق الرغبات بينه وبين الأطراف المقابلة التي يغريها فقط معدل الفائدة المرتفع نسبياً خصوصاً في ما يتعلق بالمزادات ناهيك عن دوران السيولة في حلقة مفرغة (تنقيد ثم استرجاع) دون أن يستفيد منها الاقتصاد المحلي بشكل فعلي لعدة أسباب أهمها نقص طاقة استيعابه لتلك الأحجام المنقذة.

- تفادي تآكل عائد استثمار احتياطيات الصرف الأجنبية عن طريق تراكم تكاليف ممارسة سياسة التعقيم النقدي، والتي بلغت حسب المجموع التراكمي النهائي ما قيمته 30 مليار دولار**، أي أنها امتصت تقريباً نصف العائد المحقق الإجمالي خلال الفترة ككل، ناهيك عن الأثر السلبي لظاهرة التخممة المالية المؤدية

* يحدث التمويل المباشر عند قيام خزانة الدولة بالانقطاع المباشر من موارد صندوق ضبط الإيرادات لسد العجز وكان ذلك ابتداءً من سنة 2006، أما التمويل غير المباشر فقد كان هو السائد قبل تلك الفترة، ولا يقوم على الانقطاع المباشر من موارد الصندوق، وإنما هذا الأخير يساهم في مرحلة لاحقة في تخفيض الدين الداخلي للخزينة.

** يمكن الحصول على المبلغ المشار إليه عن طريق الاعتماد على الجدول (4-19) وإعادة احتساب التكاليف ولكن بعملة الدولار، وذلك اعتماداً على سعر الصرف السنوي ومجموع التكاليف السنوية الموضحة في ذات الجدول.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

لإخفاض العوائد على المستثمرات الخارجية نتيجة ارتفاع الطلب عليها وتوجه أسعار الفائدة الأجنبية نحو مستوياتها المدعومة والسلبية.

- العمولة التي تحول لحساب الدولة أو شركة سوناطراك لقاء تأجيل تنقيد مستحقاتها لا يمكن اعتبارها تكلفة، لأنها لا تقع على عاتق بنك الجزائر بل هي عبارة عن تحصيل حاصل من العائد على الاستثمارات الخارجية، كما أنها تحدد كنسبة من العائد وليست ثابتة، أي أنه في حال انخفاض أرباح بنك الجزائر من عملية الاستثمار فسيحدث نفس الشيء لأصحاب العمولات، وبهذا الشكل لن تتعدى بأي حال من الأحوال حجم الأرباح المتأتية من عملية الاستثمار كما هو الحال بالنسبة لتكاليف الاسترجاع في بعض السنوات أو في حال استمرار تطبيق السياسة على هذا النحو، بالإضافة إلى نقطة أخرى غاية في الأهمية تتعلق بتغطية الإصدار النقدي الذي قد لا يتوفر دوماً في حالة تنقيد الالتزامات ولكنه ضمني ومضمون دائماً فيما يخص العمولة في حالة صرفها، وذلك لأنها جزء نسبي من عائد محصل مسبقاً.

- بالنسبة للتضخم، فلن يكون هناك من حافز يدفع معدلاته نحو الارتفاع على الأقل من ناحية زيادة المعروض النقدي، والذي في الأساس تم حجز العاطل منه لدى بنك الجزائر.

- حسب السياسة المطبقة حالياً، فصندوق ضبط الإيرادات قد لا يساهم في تخفيف معدل التضخم من جهة تنقيد التزامات بنك الجزائر لأنه يحجز أرصدة دون معدل تعويض يذكر، ولكنه قد يعمل على ذلك من ناحية الإنفاق المخطط له أو المفاجئ، على اعتبار أن تلك العملية لا تتم بعد إيجاز من السلطة التشريعية، لكن في ظل الاستراتيجية المقترحة سوف تلعب العمولة المفروضة على الحجم المؤجل تنقيده دور الحافز للدولة من أجل تأجيل إنفاقها أو إلغاء غير المرشد منه كخطوة للاستفادة من عائد الفرصة البديلة مع بقاء أحقية ملكية الأرصدة المقابلة والمقيمة بالدينار. كذلك فإن هذه الطريقة سوف تعمل على التخفيف من "الخطر الأخلاقي على المستوى الكلي *Hazard Moral Macro*" كما وصفه *Marion&Aizenmen*¹ والذي يمكن أن يفسر الإنفاق الانتهازي الذي يميز طريقة صرف المبالغ من الصندوق البعيدة كل البعد عن رقابة البرلمان، ولقد تعدت تلك الأرصدة في العديد من السنوات كنتيجة لتوسع الفجوة بين السعر المرجعي والفعلي ما نسبته 60% من إجمالي الجباية البترولية أكبر مورد جبائي في البلد.

- استرجاع بنك الجزائر لوظيفة الملجأ الأخير للإقراض، وذلك لحاجة البنوك لتلك الوظيفة بعد حجز الفوائض النقدية التي كانت في وقت مضى تغنيها عن طلب إعادة التمويل، وبهذا الشكل سيتمركز بنك

¹. Aizenman and Glick, "Sterilization, Monetary Policy," 16.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

الجزائر في وضعية الدائن أمام النظام البنكي على نحو يعزز من خلاله بسط سيطرته على الوضع النقدي بشكل أفضل.

- تجنب بنك الجزائر التذبذب في إدارة السياسة النقدية خاصة من الناحية التي تخص المعروض النقدي لأنه سيصبح ذاتي المنشأ تماما حسب البديل المقترح، وكذلك فيما يخص استحداث الأدوات النشطة على مستوى السوق النقدي، ففي حالة انخفاض أسعار البترول تتقلص الصادرات فيستلزم عليه تكييف أدوات تعمل على ضخ السيولة كما حدث ذلك في سنوات 1990 (مزادات القروض وسندات الخزينة)، وفي الحالة العكسية يستحدث أدوات تعمل على استرجاع فوائض السيولة، أما البديل المقترح فيضمن له الاستمرار في تطبيق أدواته على الرغم من تباين الأوضاع الاقتصادية الكلية وبتمركز أقوى (دائن).

3- مثالب سياسة التعقيم النقدي القائمة على الحجز والاستثمار:

لا توجد سياسة مثالية وتخلو تماما من عيوب تقوض من مسيرة نجاحها، غير أن تشخيصها قد يكون سبيلا لمعالجتها أو تفادي الوقوع فيها، وينطبق هذا على السياسة المقترحة التي يمكن أن تتسبب فيما يلي:

- استحداث بعض الإجراءات الإضافية من أجل إدارة الحسابين المعنيين والتي من شأنها أن تزيد من تعقيد مهمة بنك الجزائر خصوصا من الناحية الإدارية، كما أن إدارة هذين الحسابين قد تساهم في خلق تكاليف إضافية حتى ولو أنها لن تبلغ مستوى نظيرتها الخاصة باسترجاع السيولة غير أن بنك الجزائر في غنى عنها، وهذا لا ينفي إمكانية استيعابها إن كان العائد من العملية في النهاية معتبرا.

- يجب على بنك الجزائر أن يقيم حقوق الأطراف المقابلة بشكل مسبق، أي حجم السيولة الواجب تنقيده في النهاية، لأنه لو يتعاضى عن ذلك ويعتمد على سعر الصرف الجاري أثناء تحويل بعض المستحقات فقد يضطر إلى تنقيد حجم أكبر أو قد يكون أقل لنفس المقابل، وإن كانت الحالة الأخيرة في صالحه إن شهدت الساحة النقدية بعض البوادر تضخمية، فتساوي القيمة من وجهة نظر العملة الأجنبية لا يعني بالضرورة تساويها من وجهة نظر العملة المحلية أثناء فترتين وبأخذ تحركات أسعار الصرف في الحسبان وعليه وجب تحديد التزاماته بشكل مسبق لتفادي بعض الاختلالات النقدية الناجمة عن الأسباب المذكورة.

- إن ممارسة السياسة التعقيمية بهذا الشكل قد تساهم في تراجع معدل النمو السنوي من خلال تقليص مضاعف الإقراض، وذلك لارتفاع معدل الفائدة الخاص بمنح القروض بعد شح السيولة على مستوى السوق النقدي، لذلك يجب على بنك الجزائر مراعاة هذه النقطة بعد استرجاع وظيفته كملجأ أخير للإقراض.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

عموما، تعد سياسة التعقيم النقدي القائمة على الحجز والاستثمار بديلا* قد يختزل على بنك الجزائر العديد من المساوئ للوجه المطبق حاليا للسياسة، خصوصا من ناحية تراكم تكاليفها التي تعد التزاما يجب تنقيده في النهاية وقد لا يكون مغطى أحيانا، كما أنها تتضمن له استدامة على مدى زمني أطول دون القلق بشأن انعكاسات تذبذب أسعار النفط على الوضع النقدي، ناهيك عن العوائد الممكن تحقيقها من طرف بنك الجزائر وللأطراف الداخلة في العملية كذلك.

وأخيرا وليس آخرا، يمكن القول أن بنك الجزائر قد كَيّف سياسة التعقيم من أجل الحفاظ على مقومات الاستقرار النقدي خصوصا في جانبها المحلي، وقد وفق لحد الآن في هذه المهمة، على الرغم من إمكانية ظهور بوادر الإصدار النقدي غير المغطى مستقبلا بالنظر إلى بداية تراكم تكاليف تطبيق السياسة. كما أن مسألة التعدي على منطق الثلاثية المستحيلة الذي ظل ردحا من الزمن، ولا يزال ملزما ولو بشكل غير مطلق، لم يكن أبدا من أولويات بنك الجزائر. وأفضل توجه قد يسلكه هذا الأخير في ظل الظروف الحالية يكون نحو تبني السياسة التعقيمية بوجه جديد أقل تكلفة وقد يُخدمه في ذلك البديل المقترح القائم على فكري الحجز والاستثمار، وفي نفس الوقت يجب عليه أن يعزم على إحداث الإصلاحات اللازمة لتفادي أي خلل يؤدي به إلى تحمل مسؤولية زعزعة الاستقرار النقدي.

خلاصة الفصل:

إن عمليات تنقيد ريع النفط المتواترة على مستوى الساحة النقدية أرغمت بنك الجزائر على تكييف سياسة التعقيم النقدي من أجل احتواء آثارها، ويتم ذلك في خطوة أولى بعد شراء العملة الصعبة، ثم استرجاع المبالغ الفائضة المستعملة في تمويل عملية الشراء كخطوة ثانية، ويساعده في ذلك الأدوات التعقيمية المستحدثة لذات الغرض، وقد اختلفت تلك الأدوات من ناحية طبيعتها، فمنها ما هو خاضع لقوى العرض والطلب، وأخرى مجرد قوانين ولوائح ملزمة من طرف السلطات النقدية، غير أن هدفها واحد ويتمثل في عزل الأساس النقدي عن الفوائض غير المبررة. وقياسا بمعامل سياسة التعقيم النقدي الذي

* إن البديل الذي طرحه Prasad&Rajan والموضح سابقا تحت اسم التسييد الجزئي لاحتياجات الصرف الرسمية، يهدف إلى تحويل بعض تكاليف الاسترجاع إلى الخواص في مقابل منحهم فرصة الاستثمار خارجا والاستفادة من مزايا التنوع، بالإضافة إلى تطوير خبرتهم على المستوى الدولي، ولكنه قد لا يصلح لحالة الجزائر لأن المسؤول عن تدفقات ريع البترول هي شركة تابعة للقطاع العام، أما عن الأرصدة التي بحوزة الخزينة فبنك الجزائر أولى بإدارتها ولا يمكن أن تترك للخواص، كذلك لا توجد مؤسسات محلية قادرة على إدارة مستثماتها محليا فما بالك بإدارة تلك الصناديق الموجهة نحو الاستثمار في الخارج في ظل غياب تام لنشاط البورصة في الجزائر، فما لم يكن هناك بيئة مالية ونقدية تعدت مرحلة التقليدية على الأقل فلا يمكن التحدث عن هذا البديل في الوقت الحالي.

الفصل الرابع: تكييف السياسة التعقيمية لاحتواء محددات الاستقرار النقدي في الجزائر

شارف على مساواة الواحد الناقص، يمكن الحكم على أن بنك الجزائر قد وفق إلى حد بعيد في تحييد الوضع النقدي عن الآثار غير المرغوب فيها لعمليات تنقيد الدولار المتتالية.

أما بخصوص مساهمة سياسة التدخل المعقم في تموقع الاقتصاد الجزائري داخل الإطار العام للثلاثية المستحيلة، فلا يوجد أي استثناء في المسألة، لأن الوجهة كانت واضحة منذ البداية بانفتاح مالي جد محتشم، وبذلك انحصر دور السياسة في المحافظة على التوازنات النقدية المحلية (سعر الفائدة والتضخم) ولكن ذلك لم يكن دون تكلفة تذكر، فعلى الرغم من أن مستوى سعر الفائدة المحلي أقل مستوى من نظيره الأجنبي، بالإضافة إلى أن النتيجة شبه المالية لبنك الجزائر تصب في صالحه، إلا أن هذا لا ينفي بداية تراكم تكاليفها التي قد تجره إلى عمليات تنقيد مفاجئة مستقبلا، وهذا راجع من جهة إلى طبيعة السياسة التي تتعامل مع آثار الطفرة النفطية لا مع مسبباتها، ومن جهة أخرى إلى ميزتها الظرفية الهادفة لمنح هامش مناورة مؤقت لا أكثر ولا أقل، فهي في كل الأحوال لا تعد ترياقا في حد ذاتها.

الخاتمة العامة:

بينت هذه الدراسة أن جاذبية التدفقات الرأسمالية بالنسبة للدول النامية على وجه الخصوص، لا تنفي حقيقة ما تحمله في طياتها من مثالب تعمل على دحر فرصة الاستقلال والاستقرار النقديين، لهذا فعالميا ما يلجأ الاقتصاد المضيف إلى تكييف سياسات تعمل كحائط صد أمام انعكاسات تلك التدفقات عند إبداء رغبته في استقبالها، وقد أصبح الأمر تقريبا مسلما به بعد التوجه الصريح نحو الاندماج المالي العالمي. وبعد استقرار التجارب الدولية، اتضح أن سياسة التعقيم النقدي كانت الملاذ الأول للبنوك المركزية، وذلك لعدة أسباب أهمها على الإطلاق، القدرة على تحييد الوضع النقدي عن آثار تلك التدفقات، وذلك بعد تبني أدوات تعقيمية، حتى وإن اختلفت حسب طبيعة السوق النقدي للبلد المعني، إلا أن إدارتها بالشكل المطلوب توفر عليه على الأقل مسألة ضبط العرض النقدي.

وما يميز سياسة التعقيم أيضا، أنها لا تسمح بتسخير الأهداف المحلية لتحقيق المستويات المرغوب فيها على مستوى نظيرتها الخارجية، بل أنها أثبتت -في ظل ظروف معينة موضحة سلفا- مقدرتها على تحقيق كل تلك الأهداف بشكل متزامن ونسبي، على نحو يتعارض كلياً مع المنطق السائد والمنصوص عليه من قبل الثلاثية المستحيلة.

ولقد فند عنصر التكلفة المستفحل بعد طول الممارسة، الفكرة المزعومة التي تستند عليها بعض البنوك المركزية، ومفادها إمكانية الاتكال المطلق على السياسة التعقيمية دونما قيود تذكر، ولكنه قد اتضح أنها لا تحمل في طياتها أسباب فشلها فقط، بل تعدت إلى إفشال خطة الاستقرار النقدي التي تسعى في الأساس إلى تحقيقه، فحتمية توفير أسعار فائدة بمستويات تعمل على إغراء الأطراف المقابلة من أجل الدخول في العملية التعقيمية، تولد تكاليف تجبر البنك المركزي على تنقيدها مستقبلا للإيفاء بالتزاماته اتجاه تلك الأطراف وهذا ما يعطي دفعة لمعدلات التضخم فتتجه سرعاً نحو الأعلى، خصوصا إن كانت العملية غير مغطاة بعوائد استثمار الاحتياطيات الرسمية في الخارج، لهذا فعالميا ما تلجأ البنوك المركزية إلى سياسات مدعمة، أو أن تمارس القمع المالي في محاولة منها لاحتواء تلك التكاليف، ولكن الأمر برمته لا يعدو كونه مسألة وقت تتحدد من جهة بقدرة تحويل تلك التكاليف بكيفية مناسبة، ومن جهة أخرى بقدرة الأطراف المعنية على تحمل تلك التكلفة، بعد ذلك، سيتعدى الأمر قضية فقدان الثقة في الوضع النقدي وسيهدد نظيره الاقتصادي بشكل عام.

ما يميز الاقتصاد الجزائري عن غيره من الاقتصادات، هو طبيعة التدفقات المراد تعقيّمها، فهي لم تتولد عن حركة الاستثمارات الأجنبية الواردة سواء المباشرة أو غير المباشرة، وإنما نتجت عن طفرة أسعار النفط في الأسواق العالمية بشكل غير مسبوق. ولأن مضاعف الإقراض لن ينشط بالشكل المطلوب في الاقتصاد الجزائري ذو الطاقة الاستيعابية الضعيفة، استوجب على بنك الجزائر التعامل مع أغلبية الأحجام المنقذة لتلك التدفقات، وقد سخر لذلك ترسانة من الأدوات التعقيمية المستحدثة لغرض استرجاع الفوائض النقدية العاطلة.

وبعد تقدير معامل ردة فعل بنك الجزائر التعقيمية، اتضح أنه شارف على مساواة الواحد الناقص (-1) الدال على الاستجابة بالفعالية المطلوبة لتلك التدفقات، بعبارة أخرى؛ أنه استطاع احتواء الفوائض الهيكلية وحال دون انعكاسها على الأساس النقدي ومن ثم الكتلة النقدية بمفهومها (بعزل الأحجام المسترجعة من المجموع النقدي). وقد بينت الدراسة في جانب آخر، أن السياسة تتفاعل مع الصدمات المحلية وخاصة النقدية منها، على نحو يسر لبنك الجزائر مهمة ضبط محددات الاستقرار النقدي ذات العلاقة، بيد أن هذا لا ينفي بداية تراكم تكاليف ممارسة السياسة، خاصة في ظل مستويات الفائدة الأجنبية التي تتجه نحو حدودها الصفرية وأقل في بعض الاقتصادات التي تعد ملاذا لاستثمارات بنك الجزائر، فما إن تسجل العوائد المتأتية منها مستوى أقل من نظيره الخاص بتكاليف الاسترجاع حتى تبدأ مرحلة الإصدار النقدي بدون غطاء وهو الوجه الأسوأ للسياسة استشهاداً بكل التجارب السابقة.

أولاً: نتائج الدراسة

على ضوء كل ما سبق، يمكن استخلاص نتائج الدراسة التي تحمل في طياتها اختباراً لصحة الفرضيات الموضوعة سلفاً، بالإضافة إلى الإجابة الوافية عن التساؤلات المطروحة.

1- نتائج الجزء النظري:

- لا يمكن بأي حال من الأحوال أن يتم اعتبار سياسة التعقيم النقدي تريقاً لمعالجة المخلفات المتولدة عن حركة الرساميل، فهي لا ترقى إلى درجة الحل الجذري الذي تسعى إليه الاقتصادات المضيفة من أجل فك شفرة إشكالية الاستقرار النقدي في ظل تلك الظروف، فاقصر دورها على التعامل مع آثار التدفقات لا مع أسبابها الضمنية، جعل منها مجرد مسكن مؤقت، قد يحدث وأن تُمدد فترته، ولكن ذلك لا ينفي

حقيقة محدوديتها، كما لا يُنكر أهمية هامش المناورة الممنوح من طرفها للسلطات النقدية من أجل اتخاذ التدابير اللازمة لاحتواء آثار ومسببات تلك الحوادث.

- إن مسألة فعالية واستدامة السياسة التعقيمية لا تتوقف على أداء البنك المركزي فقط، بل تتعدى ذلك إلى سلوك الأطراف الداخلة في العملية التعقيمية، ورجبتهم في المشاركة لتحمل تكاليف السياسة وقدرتهم على ذلك، بالإضافة إلى السياسة الاستثمارية للاحتياط الرسمية في الخارج، والأهم من ذلك كله طبيعة التدفق في حد ذاته؛ فغالبا لا تُفعل السياسة لمواجهة التدفقات المستقرة أو الطفيفة (الاستثمار الأجنبي المباشر، تحويلات العملاء والإعانات...) بالقدر الذي تُفعل فيه لاحتواء التدفقات المضاربية بحكم أنها الأخطر على مفهوم الاستقرار النقدي.

- إن السّر وراء تبني السياسة التعقيمية كخطة دفاع أولى مقارنة بنظائرها التي غالبا ما تُوجّل لوقت لاحق، يكمن في كونها لا تؤدي إلى تآكل استقلالية البنك المركزي بالسرعة التي تفرضها السياسات الأخرى، وهذا ما أثبتته التجارب الدولية التي عمدت لتبني السياسة، ومن ثم محاولة تمديد فترة ممارستها وترك الحلول الأخرى للظروف الاستثنائية فقط.

- تبقى آليات دعم استدامة السياسة التعقيمية عن طريق استحداث بعض الإجراءات التي تعمل على احتواء تكاليفها مجرد حل ترقيعي لسياسة هي في الأصل عبارة عن مسكن فقط، وإن تمادى البنك المركزي في ذلك فقد يغفل عن الغاية من تبني السياسة التعقيمية، ويركز على هذه الأخيرة في حد ذاتها، على اعتبار أنها ستصبح هي الأخرى تهديدا لمفهوم الاستقرار النقدي.

- ما يحسب لسياسة التدخل المعقم أنها ألغت إجبارية الخضوع لمنطق الثلاثية المستحيلة، التي ظلت ردحا من الزمن تحدد الخريطة الكلية للاستقرار على المستوى الكلي، وبهذه الإمكانية مُنحت البنوك المركزية حلا استثنائيا جديدا، بيد أن ذلك لن يكون إلا في حدود ضيقة وتحت شروط معينة، أولها؛ القدرة على استدامة تعقيم فائض عرض العملة الأجنبية إن حدث، وثانيها؛ تبني نظام التعويم الموجه لسعر صرف العملة.

2- نتائج الجزء التطبيقي:

- قياسا بالمعامل المقدر لردة الفعل التعقيمية الخاصة ببنك الجزائر والذي شارف على مساواة الواحد الناقص (-0.99)، يمكن الحكم على فعالية السياسة من هذا الجانب، على اعتبار أن ذات المعامل يشير إلى

قدرة تحييد عالية، بعبارة أخرى؛ يؤدي تحصيل وحدة واحدة من الأصول الأجنبية إلى التخفيض من صافي الأصول المحلية لبنك الجزائر بوحدة تماثلها تقريبا، وبهذا يبقى الأساس النقدي شبه ثابت إذا تم استثناء المؤثرات الثانوية الأخرى (المضاعف النقدي، الناتج المحلي...)، كما أن فوائض السيولة الهيكلية المتواجدة على مستوى السوق النقدي لا تناقض الطرح السابق، لأنها في الأصل مسترجعة، إلا أنها تحتسب في هيكل المجمع النقدي بمفهومه الضيق والواسع. وبهذا الشكل استطاعت السياسة التعقيمية تعطيل القناة الناقلة لأثر تدفقات ريع النفط، فلولاها ما استطاع بنك الجزائر الحفاظ على مقومات الاستقرار النقدي خصوصا فيما يتعلق بمعدل التضخم والقاعدة النقدية.

- بينت نتائج نموذج الانحدار المشروط بعدم تجانس الأخطاء، أن بنك الجزائر يتجاوب بشكل صريح لتذبذبات الصدمة الخارجية والمعبر عنها بسعر البترول (صحاري بلند)، ولا يختلف الأمر بالنسبة إلى الصدمات المحلية في جانبها النقدي (معدل التضخم والمضاعف النقدي). وعلى النقيض من ذلك، فإن الصدمات المتولدة عن الجانب الحقيقي (الناتج المحلي الإجمالي) إحصائيا لم تكن معنوية، ولكن هذا لا ينفي الاستجابة بشكل ضمني في صورة تحصيل حاصل لردة فعل بنك الجزائر تجاوبا مع الصدمتين السابقتين.

- من منطلق النتائج المتحصل عليها بعد تقدير نماذج متجهة الانحدار الذاتي، تبين أن سياسة التدخل المعقم المطبقة من طرف بنك الجزائر لم ترق إلى درجة تعطيل الثلاثية المستحيلة كما هو الحال بالنسبة للدول الحائزة على أحجام معتبرة من الاحتياطات الدولية، بيد أنها ساهمت بشكل فاعل في ضبط الأهداف المعبرة عن ضلع استقلالية السياسة النقدية، أما عن علاقتها بسعر الصرف فقد كانت ضباية بحكم غياب المعنوية الإحصائية، وهذا ما يتعارض كليا مع الخلفية النظرية للسياسة التي تنص على مساهمتها بشكل كبير في الحفاظ على استقرار قيمة العملة إثر تراكم الاحتياطات الدولية.

- بعد إسقاط نموذج *Frenkel* المفسر لشروط استدامة سياسة التعقيم النقدي، تبين أن بنك الجزائر مازال قادرا على مواصلة تطبيق السياسة وذلك راجع إلى عنصرين جوهريين وهما:

• المستوى المنخفض لسعر الفائدة المحلي المرجح على نحو قليل من التكاليف المتولدة عن عملية تعقيم الأرصدة الفائضة.

• تخفيض قيمة الدينار التي أدت إلى إحداث زيادة اسمية في قائم الاحتياطات الأجنبية وعوائدها.

كما أن هامش استقلالية السياسة النقدية المحدد حسب ذات النموذج، يُعد واسعا، وحده الأقصى يتراوح في حدود 16% (سعر الفائدة الذي ما فوقه يلغي شرط الاستقلالية)، في حين أن بنك الجزائر لم

يتعد سقف 2%. وفي نفس السياق، كانت نتيجة بنك الجزائر إيجابية وتصب في صالحه، لأن فوائض السيولة تم عزلها بمعدلات فائدة أدت إلى توليد تكاليف بمستوى تم استيعابه عن طريق العوائد المتأتية من عملية استثمار احتياطات الصرف الأجنبية، بعبارة أخرى؛ لا يوجد في العموم إصدار نقدي دون غطاء حتى هذه اللحظة.

- على الرغم من الظروف النقدية العسيرة التي ينشط في ظلها بنك الجزائر إلا أنه كان قادرا على تطبيق السياسة التعقيمية بشكل فعال، وذلك قياسا بمعاملها المرتفع من جهة، وقدرته على توفير شروط الاستدامة في التطبيق من جهة أخرى. وبهذا الشكل استطاع توفير هامش مناورة يمكنه من الحفاظ على مقومات الاستقرار النقدي بشكل أكثر أريحية، وهو ما يحسب لصالح السلطة النقدية لا عليها رغم النقائص العديدة في ذات المجال.

- يعد البديل المقترح في الدراسة تحت مسمى "سياسة التعقيم النقدي القائمة على الحجز والاستثمار" الأفضل من ناحية الممارسة، لأنه سيضمن الاستمرارية في تطبيق السياسة بشكل أنجع وعلى مدى زمني أطول، فانخفاض تكاليف ممارستها حتى الآن، لا ينفي أبدا حقيقة بداية تراكمها خلال كل تلك السنوات فقد يحدث وأن تصل إلى العتبة في أي سنة، وبما أن الجزائر لم تقم بخطوة جريئة للتعامل مع أسباب تلك التدفقات وانحصر الأمر على الاستجابة لآثارها فقط، فإن البديل المقترح يمنح بنك الجزائر وقتا إضافيا يكون ضروريا في حالة ظهور بوادر الإصلاح الفعلية على المستوى النقدي خاصة والاقتصادي عامة.

- على الرغم من أن الأدوات التعقيمية السوقية كانت أكثر نشاطا من نظيرتها غير السوقية، إلا أنها كانت أكثر منها تكلفة كذلك، وقد اضطلع صندوق ضبط الإيرادات بالدور التعقيمي الأعظم؛ بحكم عزله لمبالغ جد معتبرة ودون تكلفة تذكر (باستثناء تكلفة الفرصة البديلة)، بل إن تلك الأرصدة ساهمت في تخفيض صافي الأصول المحلية لبنك الجزائر وهو الجزء المهم للسياسة التعقيمية في حد ذاتها.

- في الوقت الذي كان يجب أن ترتفع فيه قيمة الدينار بعد زيادة الطلب عليه (زيادة عرض الدولار) اتجه نحو التراجع، وهذا ما يطرح العديد من التساؤلات حول مصداقية نظام الصرف المصرح به من قبل بنك الجزائر، والظاهر أن هذا الأخير يدافع عنه في كل مناسبة بعد تبنيه لسياسة التدخل المعقم، وما ساعده على ذلك، هو تمركزه في الوضعية الأقوى؛ أين يكون قادرا على عرض ما يشاء من العملة المحلية لشراء نظيرتها الأجنبية مادام قادرا على تعقيم أثر العملية محليا، وبما أن هذا التخفيض لن يخدم قطاع التصدير

بحكم هيمنة قطاع المحروقات عليه، كما أنه لن يزيد من حجم المديونية الخارجية لأنها في أدنى مستوياتها فقد نتج عنه ما يلي:

- ارتفاع القيمة الاسمية لكل من العائدات البترولية والعائدات المتأتية من استثمار احتياطات الصرف؛
- الزيادة الاسمية في فاتورة الاستيراد من وجهة نظر العملة المحلية؛
- لم يساهم في تحفيز التضخم المستورد بحكم المعدلات المتدنية للتضخم على الصعيد الدولي.

- إن مسألة تصريح بنك الجزائر بمعدلات تضخم مستهدفة مصحوبا بتسخير تقنية تنبؤ فعالة، لا يكفي أبدا لأن يُطلق عليها سياسة استهداف بكل ما تحمله من مضامين، وذلك راجع لسببين أساسيين أولهما؛ غياب المقومات الأساسية للسياسة في حد ذاتها (الشفافية، المساءلة والاستقلالية)، وثانيهما؛ وجود مستهدف ضمني آخر يتمثل في سعر الصرف، وهذا ما يتعارض مع التأصيل النظري للسياسة الذي يستوجب احتكار معدل التضخم لمعادلة الاستهداف جملة وتفصيلا.

- الجزائر معفية جزئيا من ظاهرة الخوف من استنزاف الاحتياطات الدولية، لأن احتمال تسخير تلك الأرصدة من أجل الدفاع عن قيمة العملة ومنعها من الانهيار أمام الهجمات المضاربية الناتجة عن الخروج المفاجئ للرساميل غير وارد على الإطلاق، وذلك لغياب تدفقات واردة سلفا ومن نفس الطبيعة، أما عن احتمال استنزاف تلك الاحتياطات والوقوع في الظاهر، فسيحدث في حالة انهيار أسعار النفط واستمرارها في مستويات متدنية لفترة تتعدى الأجل المتوسط، وفي هكذا ظرف سيكون بنك الجزائر مخيرا بين تخفيض قيمة الدينار -وهو الاحتمال الأقرب- في حال تجاوبه مع الظاهرة، أو أن يستنزف احتياطياته سريعا إن لم يتجاوب معها، وهنا سيظهر شبح المديونية الخارجية مجددا.

- إن نقص الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني، بالإضافة إلى تقليدية نظامه المصرفي، جعلنا من سياسة التعقيم تدفع السيولة الفائضة للدوران في حلقة مفرغة؛ تُنقد ثم تسترجع، أي من البنك المركزي إلى خزائن البنوك التجارية ثم تُمتص مرة أخرى، دون أن تُحقن في الاقتصاد على وجه خلاق للقيمة، وعلى هذا الأساس يمكن أن يُطلق عليها عبارة "فائض المعروض النقدي السليبي". وتجدر الإشارة إلى أن دورة السيولة بهذا الشكل توحي ضمنا بأن الهدف النهائي المهمين على اعتبارات بنك الجزائر إلى جانب سعر الصرف لا يتمثل في تحقيق معدلات نمو مرضية بعد إيجاد القنوات الفعالة لتسريب تلك الفوائض في الاقتصاد الوطني بقدر ما تشير إلى هدف استقرار الأسعار من خلال التحكم المسبق في المعروض النقدي، أي أن فعالية

السياسة التعقيمية لم تعد الدائرة النقدية كمحاولة لضبط محددات الاستقرار النقدي، متجاهلة بذلك المتطلبات الضرورية على الصعيد الاقتصادي عامة.

- لا يمكن أن تُنكر فعالية السياسة التعقيمية الحقيقية المتعلقة بتبعية المجاميع النقدية في الجزائر، وعلى رأسهم المعروض النقدي بالمفهوم الضيق، لمتغير خارجي وبعيد تماما عن السيطرة (سعر النفط)، كما أن مسألة استحداث أدوات نقدية على مستوى السوق تخضع هي الأخرى لحركة ذات المتغير، بل حتى مسألة إدارة السياسة النقدية في حد ذاتها، وهو أمر جد مستهجن ويتطلب تعديلات هيكلية تتجاوز الجانب النقدي وفي أقرب الآجال.

- في حقيقة الأمر، كانت عوائد قطاع النفط جزاء في صورة جائزة؛ فلقد أدت إلى تراكم احتياطات الصرف الأجنبية إلى جانب استفاض السيولة بشكل هيكلي، فانحصرت بذلك مهمة بنك الجزائر في التعامل معها من أجل ضبط محددات الاستقرار النقدي، غير أن ذلك أفضى إلى تأجيل الإصلاحات الفعلية والفاعلة على المستوى النقدي. أما فيما يخص الصعيد الاقتصادي، فقد أدت تلك العوائد إلى الإفراط في الإنفاق الانتهازي، والرفاه الزائف بمستوى سيصعب التراجع عنه مستقبلا في حالة انخفاض أسعار النفط.

- إطلاقا، لا يمكن الجزم بطبيعة برنامج الاستقرار المعهود من قبل بنك الجزائر، فاستنادا إلى البرمجة النقدية يظهر على أنه يتبنى برنامج استقرار مرتكزا على النقد، ويظهر العكس حسب التصريحات المناظرة التي تخص الارتكاز على سعر الصرف، ومنذ سنة 2010 أقر بإتباع سياسة استهداف التضخم، ولكنه قد اتضح أن بنك الجزائر لم يوفر بشكل صريح الأسس التي تبني عليها كل تلك البرامج، والواضح أنه يتبع خليطا من كل ما سبق بالاستعانة أساسا بسياسة التعقيم النقدي من أجل تحقيق أهدافه المسطرة.

ثانيا: مقترحات الدراسة

- على بنك الجزائر أن يتوجه سريعا نحو اتخاذ الإجراءات والتعديلات الهيكلية اللازمة من أجل تحقيق أداء أفضل على مستوى الساحة النقدية، لأن سياسة التعقيم حتى وإن كانت فعالة فهي لا تعدو كونها حلا ترقيعيا ولن تدوم إلى ما لا نهاية.

- يجب توسيع القاعدة الإنتاجية للاقتصاد الجزائري لتنويع مصادر العملة الصعبة الواردة، والتخفيف من وطأة احتكارها من قبل قطاع النفط، فلا يعقل أن تبقى محددات الاستقرار النقدي حبيسة لكل تغير قد يطرأ على سعر يتحدد بعيدا في الأسواق العالمية.

- من الأفضل أن يتبنى بنك الجزائر سياسة تعقيم قائمة على الحجز والاستثمار إذا ما عزم على تقنين التعديلات الهيكلية اللازمة وتطبيقها فعليا، لأن هذه الأخيرة توتي أكلها بعد مدى زمني لا بأس به، وقد يمنحه إياه البديل المقترح إذا ما طبق بالشكل المطلوب، بالإضافة إلى تجنب أخطر عنصر في ممارسة السياسة والمتمثل في تراكم التكاليف المؤدي في الأخير إلى الإصدار النقدي التضخمي (غير المغطى).

- في حال استمرار بنك الجزائر على نهجه الحالي وممارسة سياسة التعقيم بهذا المعدل، فعليه أن يتبنى برنامج الاستقرار المرتكز على النقد أو حتى نظيره الخاص باستهداف التضخم، بحكم أن البرنامج المناظر لهما والمرتكز على الصرف، يتطلب من بنك الجزائر اختيار نظام صرف يخدم أهداف البرنامج والاقتصاد الجزائري في نفس الوقت، وهو أمر غاية في الصعوبة خصوصا بالنسبة للدول التي تعاني من ظاهرة أحادية التصدير.

- يجب تفعيل دور السوق المالي في عملية استيعاب جزء من السيولة المنقذة وإعادة ضخها في الاقتصاد الوطني، ولا يُترك الأمر كله على عاتق السوق النقدي بشكل منفرد، كما أن ذلك سيؤدي إلى جذب تدفقات من نوع آخر تتعلق بالاستثمار الأجنبي المباشر، تعمل على تعويض أو حتى التخفيف من ناقص القيمة في التدفقات الإجمالية في حالة توجه أسعار النفط نحو الهبوط.

ثالثا: أفاق الدراسة

إن الحدود المتعلقة بدراسة الموضوع في هذه الرسالة لم تسمح لنا بتناول بعض المواضيع على وجه نوّفي فيه حقها بشيء من الإسهاب والتدقيق، ولهذا سوف يتم طرح بعض الأفكار عسى أن تكون مفاتيح لدراسات لاحقة من أجل استكمال سير غور السياسة التعقيمية على وجه أكثر شمولية، ونورد منها ما يلي:

✓ محاولة بناء نموذج لاستدامة ردة الفعل التعقيمية في ظل تدفقات العملة الصعبة - دراسة بيانات مقطعية-؛

✓ سياسة التدخل المعقم نصف وسيلة للتعدي على المنطق المفروض للثلاثي المستحيل - دراسة حالة بعض الدول الريعية -؛

✓ موقع الدينار الجزائري بين ظاهري الخوف من التعويم والخوف من استنزاف الاحتياطيات الدولية.

وفي الأخير أتمنى من خلال عملي هذا أن أكون قد حققت هدفي المتواضع الذي سطرته، وأصبت جانبا ولو بسيطا من جوانب هذا الموضوع الشاسع والدقيق، كما أتمنى أن تكون هذه الدراسة لبنة للخوض مستقبلا في إشكاليات قريبة منها.

ولا يفوتني في نهاية هذه الأطروحة إلا أن أذكر أن كل عمل بشري لا بد أن يوجد فيه من النقص والهفوات التي يسبق القلم إليها أو يذهل الفكر عنها، فإن أحسنت فمن الله فله الحمد والشكر، وإن أخطأت فمن نفسي والشيطان، وسبحان من أبي أن يكون الكمال إلا لكتابه، ولكن حسبي أن الله يعلم ما في الصدور. فيا رب هذه يدي وخلفها قلب يدعوك ويقيني في رحمتك إنك مجيب الدعاء. وما توفيقني إلا بالله عليه توكلت وإليه أنيب.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة الإنجليزية:

I. Books:

1. Das, Dilip K. *Financial Globalization Growth, Integration, Innovation and Crisis*. United Kingdom: Palgrave Macmillan, 2010.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.1057/9780230289949>

II. Chapters of edited books (includes contributions to conference proceedings):

1. Bohnec, Darko, Banka Slovenije, and Marko Košak. "Central Bank Sterilization Policy: The Experiences of Slovenia and Lessons for Countries in Southeastern Europe." In *Emerging Markets: Any Lessons for Southeastern Europe?* Proceedings of OeNB Workshops, No. 12, edited by Rita Schwarz, 128-155. Republic of Austria: Oesterreichische Nationalbank, March 2007.
Available at: <<https://www.oenb.at/dam/jcr:5e2d4636-eba6-4a8e-afb3-06dd2aa5c509/workshop_12_tcm16-65927.pdf>> Date accessed: 05 Avril. 2015.
2. Cowan, Kevin, and José De Gregorio. "International borrowing, capital controls, and the exchange rate: lessons from Chile." In *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, edited by Sebastian Edwards, 241-296. Chicago: University of Chicago Press, May 2007.
<http://papers.nber.org/books/edwa06-1>
3. Eichengreen, Barry, Ricardo Hausmann, and Ugo Panizza. "Currency Mismatches, Debt Intolerance, and the Original Sin: Why They Are Not the Same and Why It Matters." In *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, edited by Sebastian Edwards, 121-170. Chicago: University of Chicago Press, May 2007.
<http://papers.nber.org/books/edwa06-1>
4. Feldstein, Martin, and James H. Stock. "The Use of a Monetary Aggregate to Target Nominal GDP." In *Monetary Policy*, edited by N. Gregory Mankiw, 07-69. Chicago: University of Chicago Press, January 1994.
<http://papers.nber.org/books/greg94-1>
5. Hawkins, John. "Globalisation and monetary operations in emerging economies." In *Globalisation and monetary policy in emerging markets*, BIS Papers No. 23, 59-80. Basel: Bank for International Settlements, May 2005.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1188511>
6. Kawai, Masahiro, and Shinji Takagi. "A Survey of the literature on Managing Capital Inflows." In *Managing Capital Flows: The Search for a Framework*, edited by Masahiro Kawai and Mario B. Lamberte, 46-72. Cheltenham, UK. Northampton, MA, USA: Edward Elgar Publishing, 2010.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.4337/9781849806879>

7. Mehrotra, Aaron. "On the Use of Sterilisation Bonds in Emerging Asia." In *Are central bank balance sheets in Asia too large?*, BIS Papers No. 66, 111-131. Basel: Bank for International Settlements, September 2012.
http://EconPapers.repec.org/RePEc:bis:bisbps:66
8. Mohanty, Madhusudan S., and Philip Turner. "Intervention: what are the Domestic Consequences?" In *Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications*, BIS Papers No. 24, 56-81. Basel: Bank for International Settlements, May 2005.
(DOI): *http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1188513*
9. Takagi, Shinji, and Taro Esaka. "Sterilization and the capital inflow problem in East Asia, 1987-97." In *the Regional and Global Capital Flows: Macroeconomic Causes and Consequences*, edited by Takatoshi Ito and Anne O. Krueger, NBER-EASE 10, 197 – 226. Chicago: University of Chicago Press, January 2001.
http://papers.nber.org/books/ito_01-1

III. *Journal articles and working papers:*

1. Aizenman, Joshua, and Hiro Ito. "Living with the Trilemma Constraint: Relative Trilemma Policy Divergence, Crisis, and Output Losses for Developing Countries," NBER Working Paper, No. 19448 (September 2013).
(DOI): *http://dx.doi.org/10.3386/w19448*
2. Aizenman, Joshua, and Michael M. Hutchison. "Exchange Market Pressure and Absorption by International Reserves: Emerging Market and Fear of Reserve Loss During the 2008-09 Crisis," NBER Working Paper, No. 16260 (September 2010).
(DOI): *http://dx.doi.org/10.3386/w16260*
3. Aizenman, Joshua, and Reuven Glick. "Sterilization, Monetary Policy, and Global Financial Integration," NBER Working Paper, No. 13902 (March 2008).
(DOI): *http://dx.doi.org/10.3386/w13902*
4. Aizenman, Joshua, Menzie D. Chinn, and Hiro Ito. "Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma's Configurations over Time," NBER Working Paper, No. 14533 (December 2008).
(DOI): *http://dx.doi.org/10.3386/w14533*
5. Alberola, Enrique, and José M. Serena. "Global Financial Integration, Monetary Policy and Reserve Accumulation: Assessing the Limits in Emerging Economies," Banco de España Research Paper No. 0706 (2007): 19.
(DOI): *http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.978124*
6. Armantier, Olivier, Eric Ghysels, Asani Sarkar, and Jeffrey Shrader. "Discount Window Stigma during the 2007-2008 Financial Crisis," *Journal of Financial Economics* 118, No. 02, (November 2015): 317–335.
(DOI): *http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.08.006*

7. Bagliano, Fabio C., and Claudio Morana. "International Macroeconomic Dynamics: A factor vector autoregressive approach," *Economic Modelling* 26, No. 02 (2009): 432-444.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.1016/j.econmod.2008.09.001>
8. Bofinger, Peter, and Timo Wollmershäuser. "Managed Floating: Understanding the New International Monetary Order," Würzburg Economic Papers, No. 30 (September 2001).
<http://EconPapers.repec.org/RePEc:zbw:wuewep:30>
9. Bofinger, Peter. "The Economics of Orthodox Money-Based Stabilisations (OMBS) : The Recent Experience of Kazakhstan, Russia and the Ukraine," *European Economic Review* 40, No. 03 (April 1996): 663–671.
(DOI): [http://dx.doi.org/10.1016/0014-2921\(95\)00076-3](http://dx.doi.org/10.1016/0014-2921(95)00076-3)
10. Borio, Claudio E.V. "Monetary policy operating procedures in industrial countries," BIS Working Papers, No. 40 (March 1997).
(DOI): <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.860627>
11. Bruno, Michael. "High Inflation and the Nominal Anchors of an Open Economy," NBER Working Paper, No. 3518 (November 1990).
(DOI): <http://dx.doi.org/10.3386/w3518>
12. Buffie, Edward, Christopher Adam, Stephen O'Connell, Catherine Pattillo. "Exchange Rate Policy and the Management of Official and Private Capital Flow in Africa," IMF Working Paper 04/216 (November 2004).
(DOI): <http://dx.doi.org/10.5089/9781451875119.001>
13. Buscaglia, Marcos A. "Sterilization of Capital Inflows and Balance of Payments Crises," *Econometric Society 2004 Latin American Meetings Paper No.189*, (July 2003).
<http://EconPapers.repec.org/RePEc:ecm:latm04:189>
14. Calvo, Guillermo A. "The Perils of Sterilization," IMF Working Paper, No. 90/13 (March 1990).
(DOI): <http://dx.doi.org/10.5089/9781451924695.001>
15. Calvo, Guillermo A., and Carlos A. Vegh. "Credibility and the Dynamics of Stabilization Policy: A Basic Framework," IMF Working Paper, No. 90/110 (November 1990).
(DOI): <http://dx.doi.org/10.5089/9781451945584.001>
16. Calvo, Guillermo A., and Carlos A. Vegh. "Exchange-Rate-Based Stabilization under Imperfect Credibility," IMF Working Paper, No. 91/77 (August 1991).
(DOI): <http://dx.doi.org/10.5089/9781451849912.001>
17. Calvo, Guillermo A., and Carlos A. Vegh. "Inflation Stabilization and Nominal Anchors," *Contemporary Economic Policy* 12, No. 02 (April 1994): 35-45.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.1111/j.1465-7287.1994.tb00421.x>

18. Calvo, Guillermo A., and Carmen M. Reinhart. "Fear of Floating," NBER Working Paper, No. 7993 (November 2000).
(DOI): <http://dx.doi.org/10.3386/w7993>
19. Calvo, Guillermo A., Leonardo Leiderman, and Carmen M. Reinhart. "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s," *the Journal of Economic Perspectives* 10, No. 02 (Spring 1996): 123-139.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.1257/jep.10.2.123>
20. Cardarelli, Roberto, Selim Elekdag, and M. Ayhan Kose. "Capital Inflow: Macroeconomic Implication and Policy Responses," IMF Working Paper, No. 09/40 (March 2009).
(DOI): <http://dx.doi.org/10.5089/9781451871883.001>
21. Cavallo, Eduardo, Andrew Powell, Mathieu Pedemonte, and Pilar Tavella. "A New Taxonomy of Sudden Stops: Which Sudden Stops Should Countries Be Most Concerned About?" *Journal of International Money and Finance* 51, (March 2015): 47-70.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.1016/j.jimonfin.2014.10.001>
22. Christensen, Jakob. "Capital Inflow, Sterilization and Commercial Bank Speculation: the Case of the Czech Republic in the mid-1990s," IMF Working Paper, No. 04/218 (November 2004).
(DOI): <http://dx.doi.org/10.5089/9781451875171.001>
23. Ciccarelli, Matteo, and Benoît Mojon. "Global Inflation," *The Review of Economics and Statistics* 92, No. 03 (August 2010): 524–535.
(DOI): http://dx.doi.org/10.1162/REST_a_00008
24. Corden, W. Max, and J. Peter Neary. "Booming Sector and De-Industrialisation in a Small Open Economy," *The Economic Journal* 92, No. 368 (December 1982): 825-848.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.2307/2232670>
25. Djurović-Todorović, Jadranka, Marina Djordjević. "Experiences with Different monetary Strategies," *Economics and Organization* 4, No. 01 (May 2007).
<http://facta.junis.ni.ac.rs/eao/eao200701/eao200701-04.pdf>
26. Dornbusch, Rudiger. "Flexible Exchange Rates and Excess Capital Mobility," *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 01 (1986): 209-226.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.2307/2534419>
27. Edwards, Sebastian. "Stabilization and Liberalization Policies In Central and Eastern Europe: Lessons from Latin America," NBER Working Paper, No. 3816 (August 1991).
(DOI): <http://dx.doi.org/10.3386/w3816>
28. Eichengreen, Barry, and Ricardo Hausmann. "Exchange Rates and Financial Fragility," NBER Working Paper, No. 7418 (November 1999).
(DOI): <http://dx.doi.org/10.3386/w7418>

29. Fischer, Stanley. "Exchange Rate Regimes : is the Bipolar View Correct ?," *Journal of Economic Perspectives* 15, No. 2 (Spring 2001): 3-24,
(DOI): <http://dx.doi.org/10.1257/jep.15.2.3>
30. Flood, Robert P., Peter M. Garber, and Charles Kramer. "Collapsing exchange rate regimes: Another linear example," NBER Working Paper, No. 5318 (October, 1995).
(DOI): <http://dx.doi.org/10.3386/w5318>
31. Frankel, Jeffrey A. "Sterilization of Money Inflows: Difficult (Calvo) or Easy (Reisen)?" *Estudios de Economia* 24, No. 02 (December 1997): 263-285.
<http://EconPapers.repec.org/RePEc:udc:esteco:v:24:y:1997:i:2:p:263-285>
32. Frenkel, Roberto. "The Sustainability of Monetary Sterilization Policies," *Cepal Review*, No. 93 (December 2007): 29-36.
<http://EconPapers.repec.org/RePEc:ecr:col070:11230>
33. Ganley, Joe. "Surplus liquidity: implications for central banks," Centre for Central Banking Studies, Bank of England, Lecture Series, No. 03 (2002).
<http://EconPapers.repec.org/RePEc:ccb:lectur:3>
34. Garcia, Carlos J., Jorge E. Restrepo, and Scott Roger. "How much should inflation targeters care about the exchange rate?," *Journal of International Money and Finance* 30, No. 07 (November 2011) 1590–1617.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.1016/j.jimonfin.2011.06.017>
35. Ghartey, Edward E. "Exchange pressure, sterilized intervention and monetary policy in Ghana," The University of the West Indies, (December 2005).
<http://EconPapers.repec.org/RePEc:ekd:002721:272100031>
36. Gray, Simon T. "Central Bank Management of Surplus Liquidity," Centre for Central Banking Studies, Bank of England, Lecture Series, No. 06 (August 2006).
<http://EconPapers.repec.org/RePEc:ccb:lectur:6>
37. Greenwood, John. "The Costs and Implications of PBC Sterilization," *Cato Journal* 28, No. 02 (Spring/Summer 2008): 205-217.
<http://EconPapers.repec.org/RePEc:cto:journl:v:28:y:2008:i:2:p:205-217>
38. De Gregorio, José. "Monetary Policy and Financial Stability: An Emerging Markets Perspective," *International Finance* 13, No. 01 (2010): 141–156.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-2362.2010.01255.x>
39. Gupta, Sanjeev, Robert Powell, and Yongzheng Yang. "The Macroeconomic Challenges of Scaling up Aid to Africa," IMF Working Paper, No. 05/179 (September 2005).
(DOI): <http://dx.doi.org/10.5089/9781451861983.001>
40. Hamann, A. Javier, Andrés Arias, and Lei Zhang. "Monetary and Exchange Rate Dynamics During Disinflation: An Empirical Analysis," IMF Working Paper, No. 05/33 (February 2005).
(DOI): <http://dx.doi.org/10.5089/9781451860528.001>

41. Hausmann, Ricardo. "Should There Be Five Currencies or One Hundred and Five?" *Foreign Policy*, No. 116 (Autumn, 1999): 65-79.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.2307/1149644>
42. Hooyman, Catharina J. "The Use of Foreign Exchange Swaps by Central Banks : A Survey," IMF Working Paper, No. 93/64 (August 1993).
(DOI): <http://dx.doi.org/10.5089/9781451848489.001>
43. Kapoor, Sony. "The Currency Transaction Tax: enhancing financial stability and financing development," Tobin Tax Network, (2004).
Available at: <<http://www.stampoutpoverty.org/wp-content/uploads/2012/10/The_Currency_Transaction_Tax.pdf>> Date accessed: 27 Avril. 2015.
44. Klein, Michael W., and Jay C. Shambaugh. "Rounding the Corners of the Policy Trilemma: Sources of Monetary Policy Autonomy," *American Economic Journal: Macroeconomics* 7, No. 04 (October 2015): 33-66.
(DOI): <https://doi.org/10.1257/mac.20130237>
45. Laksaci, Mohammed. "Resource Management and Financial Stability in Algeria," International Monetary Fund, (October 2010).
Available at:
<https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2010/afrfin/pdf/Laksaci2.pdf>
46. Lavigne, Robert. "Sterilized Intervention in Emerging-Market Economies: Trends, Costs, and Risks," Bank of Canada Discussion Paper, No. 2008-4 (March 2008).
<http://EconPapers.repec.org/RePEc:bca:bocadp:08-4>
47. Lee, Jang-Yung. "Implications of a Surge in Capital Inflows: Available Tools and Consequences for the Conduct of Monetary Policy," IMF Working Paper, No. 96/53 (May 1996).
(DOI): <http://dx.doi.org/10.5089/9781451847345.001>
48. Ljubaj Igor, Ana Martinis and Marko Mrkalj, "Capital Inflows and Efficiency of Sterilisation–Estimation of Sterilisation and Offset Coefficients," Croatian National Bank Working Paper, No. 24 (april 2010).
<http://EconPapers.repec.org/RePEc:hnb:wpaper:24>
49. Mansour, Layal. "Hoarding of International Reserves and Sterilization in Dollarized and Indebted Countries: an effective monetary policy?" Group D'analyse et de Theorie Economique Lyon-St Etienne Working Paper, No. 1208 (Mai 2012).
(DOI): <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2055165>
50. Marston, Richard C. "Cross Country Effects of Sterilization, Reserve Currencies and Foreign Exchange Intervention," NBER Working Paper, No. 391 (August 1979).
(DOI): <http://dx.doi.org/10.3386/w0391>
51. McKinnon, Ronald, and Gunther Schnabl. "China's Exchange Rate and Financial Repression: The Conflicted Emergence of the Renminbi as an International Currency," *China & World Economy* 22, No. 03 (2014): 01–35.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.1111/j.1749-124X.2014.12066.x>

52. Mishkin, Frederic S. "International Experiences with different monetary Regimes," NBER Working Paper, No. 6965 (February 1999).
(DOI): <http://dx.doi.org/10.3386/w6965>
53. Mohan, Rakesh, and Muneesh Kapur. "Managing the Impossible Trinity: Volatile Capital Flows and Indian Monetary Policy," Staford Center for International Development Working Paper, No. 401 (November 2009).
(DOI): <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1861724>
54. Moreno, Ramon. "Intervention, sterilization, and monetary control in Korea and Taiwan." *Economic Review-Federal Reserve Bank of San Francisco*, No. 3 (1996): 23-33.
<http://EconPapers.repec.org/RePEc:fip:fedfer:y:1996:p:23-33:n:3>
55. Neely, Christopher J., and David E. Rapach. "International comovements in inflation rates and country characteristics," *Journal of International Money and Finance* 30, No. 07 (2011): 1471-1490.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.1016/j.jimonfin.2011.07.009>
56. Obstfeld, Maurice. "Never Say Never: Commentary on a Policymaker's Reflections," *IMF Economic Review* 62, No. 04 (July 2014): 656-693.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.1057/imfer.2014.12>
57. Ouyang, Alice Y., and Ramkishen S. Rajan. "Reserve Stockpiling and Managing its Monetary Consequences: The Indian Experience," *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies* 1, No. 1 (March 2008): 75-91.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.1080/17520840701835021>
58. Ouyang, Alice Y., Ramkishen S. Rajan, and Thomas D. Willett. "China as a Reserves Sink: The Evidence from Offset and Sterilization Coefficients," *Journal of International Money and Finance* 29, No. 05 (2010): 951-972
(DOI): <http://dx.doi.org/10.1016/j.jimonfin.2009.12.006>
59. Prasad Eswar S., and Raghuram G. Rajan. "Controlled Capital Account Liberalization: A Proposal," IMF Policy Discussion Paper 05/7 (October 2005).
<http://EconPapers.repec.org/RePEc:imf:imfpdp:05/7>
60. Rajan, Ramkishen S. "Financial Crisis Capital Outflow and Policy Responses: Simple Analytics and Examples from East Asia," Centre for International Economic Studies, Discussion Paper, No 0311 (April 2003).
<http://EconPapers.repec.org/RePEc:adl:cieswp:2003-11>
61. Rebelo, Sergio, and Carlos A. Végh. "Real Effects of Exchange Rate Based Stabilization: An Analysis of Competing Theories," NBER Working Paper, No. 5197 (January 1995).
(DOI): <http://dx.doi.org/10.3386/w5197>
62. Reinhart, Carmen M., and Steve Dunnaway. "Dealing with Capital Inflows: Are There Any Lessons?" MPRA Working Paper, No. 13764 (May 1996).
<http://EconPapers.repec.org/RePEc:pra:mprapa:13764>

63. Reinhart, Carmen M., and Vincent R. Reinhart. "On the Use of Reserve Requirements in Dealing with Capital Flow Problems," *International Journal of Finance & Economics* 4, No 01 (January 1999): 27–54.
(DOI): [http://dx.doi.org/10.1002/\(SICI\)1099-1158\(199901\)4:1<27::AID-IJFE92>3.0.CO;2-T](http://dx.doi.org/10.1002/(SICI)1099-1158(199901)4:1<27::AID-IJFE92>3.0.CO;2-T)
64. Rey, H el ene. "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence," NBER Working Paper, No. 21162 (May 2015).
(DOI): <http://dx.doi.org/10.3386/w21162>
65. Santaella, Julio A., and Abraham E. Vela. "The 1987 Mexican Disinflation Program: An Exchange Rate-Based Stabilization," IMF Working Paper, No. 96/24 (March 1996).
(DOI): <http://dx.doi.org/10.5089/9781451844092.001>
66. Staff of the Monetary and Financial Systems Department, "Monetary Policy Implementation at Different Stages of Market Development," International Monetary Fund, (October 2004).
Available at: <<<https://www.imf.org/external/np/mfd/2004/eng/102604.pdf>>> Date accessed: 03 Juin. 2015.
67. Svensson, Lars E. O. "Monetary Policy and Real Stabilization," NBER Working Paper, No. 9486 (February 2003).
(DOI): <http://dx.doi.org/10.3386/w9486>
68. Tan, Zhuo, and Shenggang Yang. "Neutralization in China: evidence from the balance sheet of the People's Bank of China," *Journal of Economic Policy Reform* 15, No. 01 (March 2012): 25-31.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.1080/17487870.2012.647776>
69. Taylor, John B. "Discretion versus Policy Rules in Practice," *Carnegie-Rochester conference series on public policy* 39, (1993): 195-214.
(DOI): [http://dx.doi.org/10.1016/0167-2231\(93\)90009-L](http://dx.doi.org/10.1016/0167-2231(93)90009-L)
70. Uribe, Martin. "Comparing the Welfare Costs and the Initial Dynamics of Alternative Temporary Stabilization Policies," International Finance Discussion Papers, No. 539 (February 1996).
<http://EconPapers.repec.org/RePEc:fip:fedgif:539>
71. Walsh, Carl E. "Inflation Targeting: What Have We Learned?," *International Finance* 12, No. 02 (August 2009): 195–233.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-2362.2009.01236.x>
72. Wijesinghe, D. S. "Monetary Policy Responses to External Shocks: Some Policy Simulations for Sri Lanka and Malaysia," the (SEACEN) Centre Working Paper, (December 1989).
<http://EconPapers.repec.org/RePEc:sea:rstudy:rp11>
73. Zhang, Ming. "Chinese Stylized Sterilization: The Cost-sharing Mechanism and Financial Repression," *China & World Economy* 20, No. 02 (2012): 41–58.
(DOI): <http://dx.doi.org/10.1111/j.1749-124X.2012.01279.x>

IV. Dissertations:

1. Chan, Kai Lilaka. "Three Essays on Monetary Policy in Small Open Economies." PhD diss., University of Princeton, 2008.
2. Fatima, Kaneez. "Globalization, Inflation and Monetary Policy." PhD diss., University of Glasgow, 2013.
3. Kganetsano, Tshokologo Alex. "The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Botswana." PhD diss., University of Loughborough, 2007.
4. Kubelec, Christopher. "Macroeconomic Policy and Stability in International Financial Markets." PhD diss., University of Warwick, 2005.
5. Madrigal-López, Róger. "The Instrument Problem under Inflation Targeting in an Open Economy: The Case of Costa Rica." PhD diss., University of Ohio State, 2004.
6. Zhang, Chenying "Essays on Chinese Financial Market." PhD diss., University of Pennsylvania, 2012.

V. Conference Papers:

1. Taylor, John B. "Using Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies." Paper presented at the *75th Anniversary Conference, Stabilization and Monetary Policy: The International Experience*, Bank of Mexico, November 14-15, 2000.
Available at:
<<<https://pdfs.semanticscholar.org/a729/6bfda8c15865d52955eb37196c5543ea2a18.pdf>>> Date accessed: 11 Juin. 2016.

VI. Reports:

1. International Monetary Fund. *Algeria: 2010 Article IV Consultation—Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Algeria*, IMF Country Report No. 11/39 (Washington, D.C: International Monetary Fund, February 2011).
2. International Monetary Fund. *Algeria: 2011 Article IV Consultation—Staff Report; Public Information Notice*, IMF Country Report No. 12/20 (Washington, D.C: International Monetary Fund, January 2012).
3. Spahn, Paul Bernd. "On the Feasibility of a Tax on Foreign Exchange Transactions," Report To the Federal Ministry for Economic Cooperation and Development, Bonn, the Federal Ministry for Economic Cooperation and Development, (February 2002).
Available at:
<<<http://www.wiwi.uni-frankfurt.de/profs/spahn/tobintax/Tobintax.pdf>>>Date accessed: 27 Avril. 2015.

I. Rapports:

1. La Banque d'Algérie. *Évolution Économique et Monétaire en Algérie*. Rapports Annuel 2002, Alger: Bank of Algeria, 2003.
2. La Banque d'Algérie. *Évolution Économique et Monétaire en Algérie*. Rapports Annuel 2003, Alger: Bank of Algeria, 2004.
3. La Banque d'Algérie. *Évolution Économique et Monétaire en Algérie*. Rapports Annuel 2004, Alger: Bank of Algeria, Juillet 2005.
4. La Banque d'Algérie. *Évolution Économique et Monétaire en Algérie*. Rapports Annuel 2005, Alger: Bank of Algeria, Avril 2006.
5. La Banque d'Algérie. *Évolution Économique et Monétaire en Algérie*. Rapports Annuel 2006, Alger: Bank of Algeria, Juin 2007.
6. La Banque d'Algérie. *Évolution Économique et Monétaire en Algérie*. Rapports Annuel 2007, Alger: Bank of Algeria, Juillet 2008.
7. La Banque d'Algérie. *Évolution Économique et Monétaire en Algérie*. Rapports Annuel 2008, Alger: Bank of Algeria, Juin 2009.
8. La Banque d'Algérie. *Évolution Économique et Monétaire en Algérie*. Rapports Annuel 2009, Alger: Bank of Algeria, Juillet 2010.
9. La Banque d'Algérie. *Évolution Économique et Monétaire en Algérie*. Rapports Annuel 2010, Alger: Bank of Algeria, Juillet 2011.
10. La Banque d'Algérie. *Évolution Économique et Monétaire en Algérie*. Rapports Annuel 2011, Alger: Bank of Algeria, Mai 2012.
11. La Banque d'Algérie. *Évolution Économique et Monétaire en Algérie*. Rapports Annuel 2012, Alger: Bank of Algeria, Juillet 2013.
12. La Banque d'Algérie. *Évolution Économique et Monétaire en Algérie*. Rapports Annuel 2013, Alger: Bank of Algeria, Octobre 2014.
13. La Banque d'Algérie. *Évolution Économique et Monétaire en Algérie*. Rapports Annuel 2014, Alger: Bank of Algeria, Juillet 2015.
14. Ministère des finances. *Note de présentation du projet de la loi de finance complémentaire pour 2000*. Disponible via Internet: <http://www.mf.gov.dz/>
15. Ministère des finances. *note de présentation du projet de la loi de finance complémentaire pour 2011*: 31. Disponible via Internet: <http://www.mf.gov.dz/>
16. Ministère des finances. *Note de présentation du projet de la loi de finance pour 2014*. Disponible via Internet: <http://www.mf.gov.dz/>

17. Ministère des finances. *Note de présentation du projet de la loi de finance pour 2015*. Disponible via Internet: <http://www.mf.gov.dz/>
18. Sonatrach, Rapport Annuel de 2003 à 2014, Disponible via Internet: www.sonatrach.com

II. Bulletins Statistiques:

1. La Banque d'Algérie. Bulletin Statistique Trimestriel No. 01, Septembre 2007. Disponible via Internet: www.bank-of-algeria.dz
2. La Banque d'Algérie. Bulletin Statistique Trimestriel No. 13, Mai 2011. Disponible via Internet: www.bank-of-algeria.dz
3. La Banque d'Algérie. Bulletin Statistique Trimestriel No. 31, Septembre 2015. Disponible via Internet: www.bank-of-algeria.dz
4. La Banque d'Algérie. Bulletin Statistique: Séries Rétrospective, Juin 2012. Disponible via Internet: www.bank-of-algeria.dz
5. Ministère des finances. la Direction Générale des Douanes. *Evolution des statistiques du commerce extérieur de l'Algérie durant la période 2005-2015 (09 premiers mois)*. Bulletin Statistique 2016.
6. Office National des Statistiques. *Activité, Emploi & Chômage en Septembre 2014*. No. 683, décembre 2014. Disponible via Internet: www.ons.dz
7. Office National des Statistiques. *Chapitre - II – Emploi, Rétrospective Statistique 1962-2011*. Disponible via Internet: www.ons.dz
8. Office National des Statistiques. *Les comptes économiques en volume de 2000 à 2014*. Bulletin Statistique No. 710, juillet 2015. Disponible via Internet: www.ons.dz

III. Lois (Ordonnance, Instruction, Règlement et Décret):

1. La Banque d'Algérie. Article. 35, Ordonnance *modifiant et complétant l'ordonnance No. 03-11 relative à la monnaie et au crédit*. No. 10-04, 26 août, 2010.
2. La Banque d'Algérie. Article. 35, Ordonnance *relative à la monnaie et au crédit*. No. 03-11, 26 août, 2003.
3. La Banque d'Algérie. Instruction *Portant Introduction de la Reprise de Liquidité sur le Marché Monétaire*. No. 02-2002, 11 Avril 2002.
4. La Banque d'Algérie. Instruction *Relative à la Facilité de Dépôt Rémunéré*. No. 04-2005, 14 Juin 2005.
5. La Banque d'Algérie. Le Règlement *fixant les Conditions de Constitution des Réserves Minimales Obligatoires*. No. 04-02, 4 Mars 2004.
6. Secrétaire General de Gouvernement d'Algérie. Décret législatif du 5 octobre 1993 *relatif à la promotion de l'investissement*. J.O.R.A No. 64, 10 octobre 1993.
7. Secrétaire General de Gouvernement d'Algérie. Ordonnance du 20 août 2001 *relative au développement de l'investissement*. No. 01-03, J.O.R.A No. 47, 22 Août 2001.

IV. Communications:

1. Laksaci, Mohammed. (Gouverneur de la Banque d'Algérie), *Evolutions Economiques et Monétaires en 2010 et Eléments de Tendances du Premier Semestre 2011*, Communication devant l'Assemblée Populaire Nationale, Alger, 16 octobre 2011. Disponible via Internet: www.bank-of-algeria.dz

V. Websites:

1. "CEICDATA", Compare Economic Data for over 120 Countries CEIC.
Available at: << <https://www.ceicdata.com/en> >> Date accessed: 15 March. 2015.
3. "IMF-IFS database", International Financial Statistics.
Available at: << <http://www.imf.org/en/data> >> Date accessed: 15 March. 2015.

قائمة الملاحق

الملحق (01): اختبار سببية Granger

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 10/21/16 Time: 15:17
Sample: 2001M01 2014M12
Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
NFA does not Granger Cause NDA NDA does not Granger Cause NFA	166	10.4019 0.12952	6.E-05 0.8786
DLOGMM does not Granger Cause NDA NDA does not Granger Cause DLOGMM	166	9.08048 0.09009	0.0002 0.9139
DLOGGDP does not Granger Cause NDA NDA does not Granger Cause DLOGGDP	166	2.38128 2.92573	0.0957 0.0565
LOGINFL does not Granger Cause NDA NDA does not Granger Cause LOGIN	166	0.64044 1.08675	0.5284 0.3398
DLOGMM does not Granger Cause NFA NFA does not Granger Cause DLOGMM	166	0.21711 0.13518	0.8051 0.8737
DLOGGDP does not Granger Cause NFA NFA does not Granger Cause DLOGGDP	166	1.71287 2.45636	0.1836 0.0890
LOGINFL does not Granger Cause NFA NFA does not Granger Cause LOGIN	166	0.44718 1.32087	0.6402 0.2698
DLOGGDP does not Granger Cause DLOGMM DLOGMM does not Granger Cause DLOGGDP	166	2.58347 0.57906	0.0786 0.5616
LOGINFL does not Granger Cause DLOGMM DLOGMM does not Granger Cause LOGIN	166	0.16785 0.00144	0.8456 0.9986
LOGINFL does not Granger Cause DLOGGDP DLOGGDP does not Granger Cause LOGIN	166	0.46658 0.15865	0.6280 0.8534

الملحق (02): نموذج الانحدار الذاتي لمعادلة ردة الفعل التقييمية لبنك الجزائر

Dependent Variable: NDA
Method: Least Squares
Date: 10/21/16 Time: 15:47
Sample: 2001M02 2014M12
Included observations: 167
Convergence achieved after 5 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NFA	-0.996371	0.017527	-56.84745	0.0000
LOGINTER	0.005387	0.002688	2.004068	0.0467
DLOGGDP	0.445099	0.152476	2.919146	0.0040
DLOGMM	-1.344282	0.027957	-48.08336	0.0000
C	0.002428	0.003762	0.645475	0.5195
AR(2)	-0.190282	0.061288	-3.104735	0.0023
R-squared	0.973090	Mean dependent var	-0.040282	
Adjusted R-squared	0.972254	S.D. dependent var	0.087532	
S.E. of regression	0.014580	Akaike info criterion	-5.583027	
Sum squared resid	0.034226	Schwarz criterion	-5.471003	
Log likelihood	472.1828	Hannan-Quinn criter.	-5.537559	
F-statistic	1164.371	Durbin-Watson stat	2.254114	
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق (03): اختبار سلامة فرضيات منهجية المربعات الصغرى العادية

1- اختبار فرضية الارتباط الذاتي بين الأخطاء (*Serial Correlation*)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

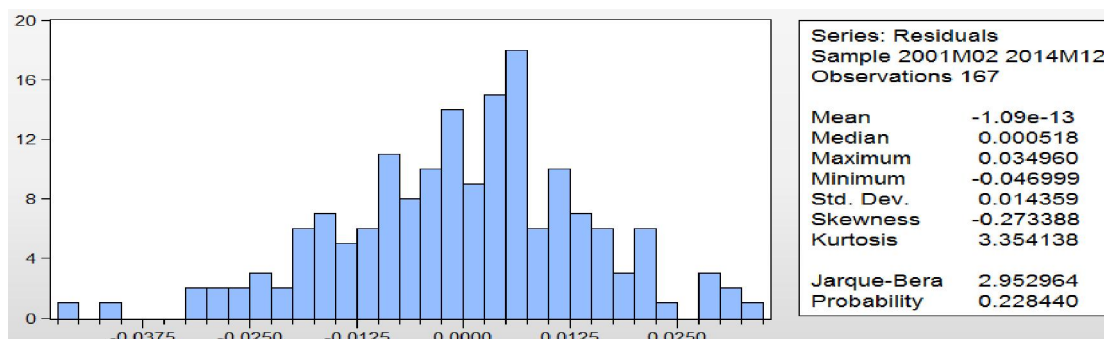
F-statistic	1.509963	Prob. F(2,159)	0.2241
Obs*R-squared	3.112751	Prob. Chi-Square(2)	0.2109

2- اختبار فرضية عدم تجانس التباين بين الأخطاء (*Heteroskedasticity*)

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	1.808955	Prob. F(1,164)	0.1805
Obs*R-squared	1.811039	Prob. Chi-Square(1)	0.1784

3- اختبار فرضية التوزيع الطبيعي للأخطاء (*Histogram-Normality*)



4- اختبار فرضية التعدد الخطي (*Multicollinearity*)

Variance Inflation Factors
Date: 06/19/16 Time: 11:59
Sample: 2001M02 2014M12
Included observations: 167

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	1.42E-05	15.75345	NA
DNFA	0.000307	2.181305	1.145612
GDP	0.023249	3.070403	1.176535
INTER	7.23E-06	12.63606	1.176793
MM	0.000782	1.022260	1.020841
AR(2)	0.003756	1.013559	1.013418

الملحق (04) بيان الارتباط الذاتي للبيانات المقدرة

Date: 01/18/17 Time: 11:43
Sample: 2001M01 2014M12
Included observations: 168

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.514	0.514	45.190	0.000
		2	0.340	0.103	65.047	0.000
		3	0.154	-0.077	69.131	0.000
		4	0.003	-0.106	69.132	0.000
		5	0.076	0.161	70.154	0.000
		6	-0.033	-0.119	70.341	0.000
		7	-0.001	0.025	70.341	0.000
		8	-0.037	-0.042	70.585	0.000
		9	-0.052	0.004	71.072	0.000
		10	-0.063	-0.069	71.780	0.000
		11	0.002	0.123	71.781	0.000
		12	-0.041	-0.114	72.093	0.000
		13	-0.013	0.041	72.125	0.000
		14	0.004	0.005	72.127	0.000
		15	-0.020	0.004	72.202	0.000
		16	-0.029	-0.094	72.365	0.000
		17	-0.084	-0.010	73.706	0.000
		18	-0.066	-0.017	74.541	0.000
		19	-0.062	0.004	75.282	0.000
		20	-0.101	-0.103	77.234	0.000

الملحق (05): التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة

فترة الأزمة وما بعدها (2008/01- 2014/12)

الفترة ما قبل الأزمة (2001/01- 2007/12)

	NDA	INFL	DLOGOIL	DLOGMM	DLOGGDP
Mean	-0.025311	1.676253	-0.004608	-0.001543	0.007256
Median	-0.014284	1.763148	0.004913	-0.001983	0.008768
Maximum	0.216018	2.482988	0.185548	0.107719	0.017886
Minimum	-0.305063	0.117819	-0.305623	-0.105427	-0.008953
Std. Dev.	0.102289	0.475219	0.087801	0.047543	0.008433
Skewness	-0.491099	-1.089772	-1.323149	0.036661	-0.615137
Kurtosis	3.716294	4.366593	5.576214	3.305750	2.237298
Jarque-Bera	5.172261	23.16297	47.73921	0.346008	7.333515
Probability	0.075311	0.000009	0.000000	0.841134	0.025559
Sum	-2.126138	140.8052	-0.387101	-0.129623	0.609521
Sum Sq. Dev.	0.868433	18.74418	0.639841	0.187610	0.005902
Observations	84	84	84	84	84

	NDA	LOGINFL	DLOGOIL	DLOGMM	DLOGGDP
Mean	-0.055433	1.179449	0.015013	-0.001121	0.009842
Median	-0.063728	1.349656	0.025908	-0.002606	0.009797
Maximum	0.124116	2.145522	0.186020	0.089304	0.018966
Minimum	-0.192625	-0.932164	-0.225635	-0.079420	0.002044
Std. Dev.	0.066768	0.794852	0.081983	0.028628	0.004700
Skewness	0.334386	-0.942716	-0.683560	0.210241	-0.036277
Kurtosis	2.504536	2.966920	3.328629	4.593125	2.191546
Jarque-Bera	2.395728	12.29765	6.837180	9.388862	2.278003
Probability	0.301838	0.002136	0.032759	0.009146	0.320139
Sum	-4.600914	97.89428	1.246094	-0.093011	0.816888
Sum Sq. Dev.	0.365550	51.80669	0.551143	0.067204	0.001812
Observations	83	83	83	83	83

الملحق (06): تقدير نموذج $GARCH(1.1)$ لفترتي الدراسة

الفترة الأولى: مرحلة ما قبل الأزمة (2007/12-2001/01)

Dependent Variable: NDA
 Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution
 Date: 10/26/16 Time: 12:38
 Sample (adjusted): 2001M02 2007M12
 Included observations: 83 after adjustments
 Convergence achieved after 14 iterations
 Presample variance: backcast (parameter = 0.7)
 $GARCH = C(5) + C(6)*RESID(-1)^2 + C(7)*GARCH(-1) + C(8)*DLOGOIL$

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
LOGINFL	0.019732	0.007839	2.517117	0.0118
DLOGMM	-1.148148	0.186632	-6.151923	0.0000
DLOGGDP	1.357265	1.139109	1.191514	0.2335
C	-0.101205	0.015631	-6.474567	0.0000

Variance Equation				
C	0.000162	0.000120	1.351545	0.1765
RESID(-1) ²	-0.038255	0.032168	-1.189216	0.2344
GARCH(-1)	1.037208	0.000898	1155.414	0.0000
DLOGOIL	-0.008662	0.003021	-2.866951	0.0041

R-squared	0.312038	Mean dependent var	-0.055433
Adjusted R-squared	0.285913	S.D. dependent var	0.066768
S.E. of regression	0.056421	Akaike info criterion	-2.932063
Sum squared resid	0.251485	Schwarz criterion	-2.698922
Log likelihood	129.6806	Hannan-Quinn criter.	-2.838400
Durbin-Watson stat	1.709092		

الفترة الثانية: مرحلة الأزمة وما بعدها (2014/12-2008/01):

Dependent Variable: NDA
 Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution
 Date: 10/26/16 Time: 12:41
 Sample: 2008M01 2014M12
 Included observations: 84
 Convergence achieved after 28 iterations
 Presample variance: backcast (parameter = 0.7)
 $GARCH = C(5) + C(6)*RESID(-1)^2 + C(7)*GARCH(-1) + C(8)*DLOGOIL$

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
INFL	-0.018308	0.014553	-1.258030	0.2084
DLOGMM	-1.471589	0.150850	-9.755297	0.0000
DLOGGDP	-1.055064	0.679934	-1.551716	0.1207
C	0.017706	0.025324	0.699172	0.4844

Variance Equation				
C	0.000913	0.000438	2.084172	0.0371
RESID(-1) ²	0.299900	0.323606	0.926745	0.3541
GARCH(-1)	0.400713	0.311488	1.286447	0.1983
DLOGOIL	-0.008278	0.002408	-3.437353	0.0006

R-squared	0.546377	Mean dependent var	-0.025311
Adjusted R-squared	0.529366	S.D. dependent var	0.102289
S.E. of regression	0.070173	Akaike info criterion	-2.825492
Sum squared resid	0.393941	Schwarz criterion	-2.593985
Log likelihood	126.6706	Hannan-Quinn criter.	-2.732428
Durbin-Watson stat	1.442877		

الملحق (07): ترجيح عناصر الثلاثية المستحيلة باستخدام الشكل الخطي

Dependent Variable: A
Method: Least Squares
Date: 10/26/16 Time: 15:10
Sample: 2000M01 2014M12
Included observations: 180

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CA	-0.095945	0.181294	-0.529223	0.5973
REER	0.927029	0.009750	95.07918	0.0000
INFL	0.539313	0.218957	2.463104	0.0147
Mean dependent var	100.0000	S.D. dependent var		0.000000
S.E. of regression	7.442792	Akaike info criterion		6.868895
Sum squared resid	9804.943	Schwarz criterion		6.922111
Log likelihood	-615.2006	Hannan-Quinn criter.		6.890472
Durbin-Watson stat	0.081319			

الملحق (08): تحديد درجة الإبطاء المتلى

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: SC INFL INTER DREER
Exogenous variables: C
Date: 10/27/16 Time: 14:14
Sample: 2000M01 2014M12
Included observations: 171

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1600.499	NA	1659.973	18.76606	18.83955	18.79588
1	-1292.249	598.4720	54.40762	15.34795	15.71539*	15.49704*
2	-1276.033	30.72522*	54.28781*	15.34542*	16.00682	15.61379
3	-1271.523	8.335307	62.14469	15.47980	16.43516	15.86744
4	-1261.318	18.38002	66.60030	15.54758	16.79690	16.05450
5	-1250.701	18.62612	71.09506	15.61054	17.15382	16.23674
6	-1242.058	14.75989	77.75124	15.69658	17.53381	16.44205
7	-1228.256	22.92280	80.15926	15.72229	17.85347	16.58703
8	-1212.941	24.71856	81.32061	15.73030	18.15545	16.71432

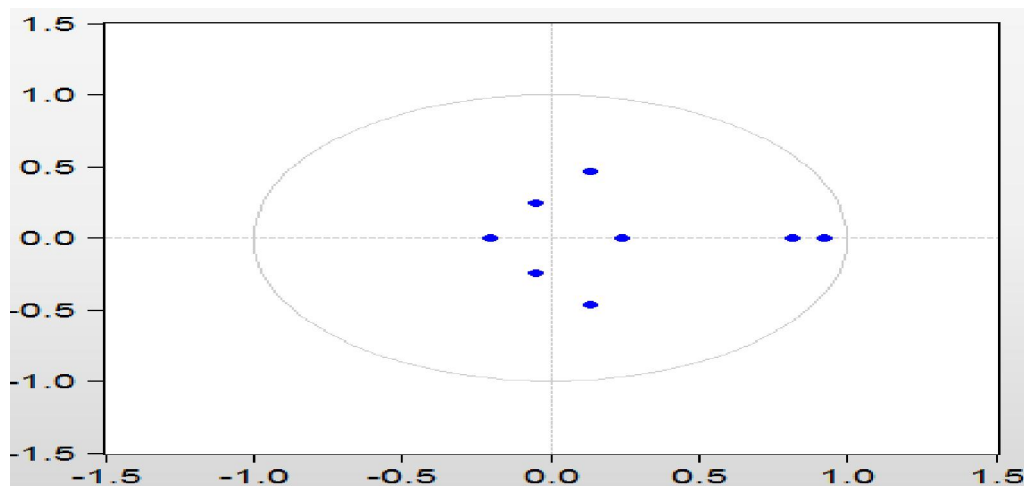
* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

الملحق (09): تقدير متجهة الانحدار الذاتي (2) VAR

Vector Autoregression Estimates
Date: 10/27/16 Time: 10:10
Sample (adjusted): 2000M04 2014M12
Included observations: 177 after adjustments
Standard errors in () & t-statistics in []

	SC	INFL	INTER	DREER
SC(-1)	-0.084087 (0.10112) [-0.83158]	-0.008064 (0.02081) [-0.38755]	-0.022900 (0.01206) [-1.89827]	-0.007641 (0.03561) [-0.21456]
SC(-2)	-0.047754 (0.10054) [-0.47499]	0.040322 (0.02069) [1.94913]	-0.005001 (0.01199) [-0.41698]	-0.018774 (0.03541) [-0.53021]
INFL(-1)	0.473788 (0.39186) [1.20908]	1.070957 (0.08063) [13.2822]	-0.107696 (0.04675) [-2.30371]	0.234134 (0.13801) [1.69647]
INFL(-2)	-0.280201 (0.39316) [-0.71268]	-0.183132 (0.08090) [-2.26371]	0.069835 (0.04690) [1.48888]	-0.236970 (0.13847) [-1.71132]
INTER(-1)	0.336296 (0.63528) [0.52936]	0.028996 (0.13072) [0.22182]	0.699834 (0.07579) [9.23392]	0.018990 (0.22375) [0.08487]
INTER(-2)	-0.315514 (0.60738) [-0.51946]	-0.045030 (0.12498) [-0.36031]	0.200446 (0.07246) [2.76626]	-0.012244 (0.21392) [-0.05724]
DREER(-1)	0.021161 (0.22505) [0.09403]	-0.013301 (0.04631) [-0.28723]	-0.005003 (0.02685) [-0.18635]	0.272577 (0.07926) [3.43883]
DREER(-2)	-0.052807 (0.21507) [-0.24554]	0.020891 (0.04425) [0.47208]	0.002265 (0.02566) [0.08830]	-0.214384 (0.07575) [-2.83028]
C	-1.367607 (1.12952) [-1.21079]	0.509223 (0.23241) [2.19101]	0.359287 (0.13475) [2.66630]	-0.126974 (0.39782) [-0.31918]
R-squared	0.024271	0.836305	0.901646	0.136437
Adj. R-squared	-0.022192	0.828510	0.896962	0.095315
Sum sq. resids	4829.072	204.4590	68.72981	599.0243
S.E. equation	5.361388	1.103185	0.639614	1.888285
F-statistic	0.522380	107.2871	192.5145	3.317868
Log likelihood	-543.7561	-263.9154	-167.4341	-359.0471
Akaike AIC	6.245832	3.083790	1.993605	4.158724
Schwarz SC	6.407331	3.245289	2.155104	4.320224
Mean dependent	-0.488788	3.752636	2.903205	-0.096554
S.D. dependent	5.302870	2.663966	1.992601	1.985267
Determinant resid covariance (dof adj.)		42.61185		
Determinant resid covariance		34.58394		
Log likelihood		-1318.198		
Akaike information criterion		15.30168		
Schwarz criterion		15.94767		

الملحق (10): جذور الوحدة للانحدار الذاتي *Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial*

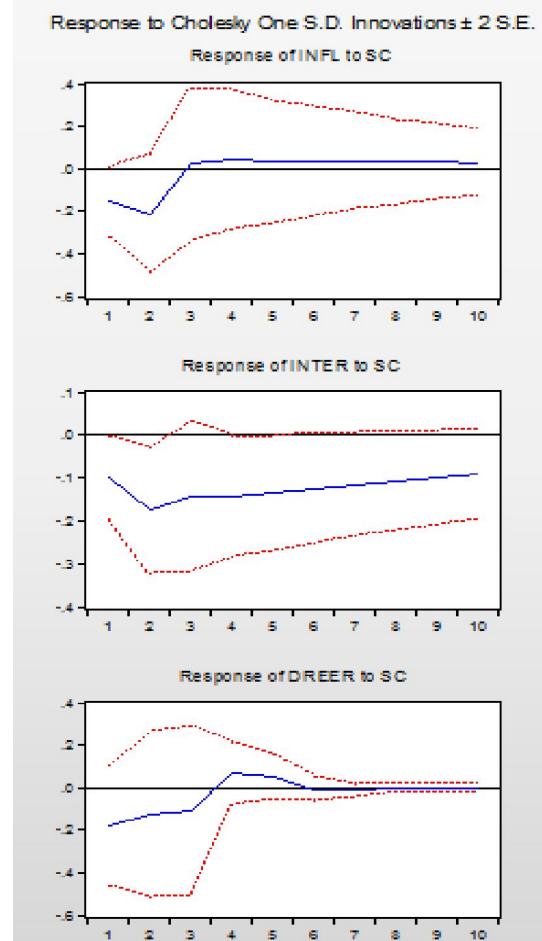


الملحق (11): تحليل دوال الاستجابة الدفعية وتجزئة التباين

Variance Decomposition of INFL:					
Period	S.E.	SC	INFL	INTER	DREER
1	5.361388	1.995563	98.00444	0.000000	0.000000
2	5.421726	2.630088	97.33577	0.013019	0.021118
3	5.432100	1.867952	98.10722	0.009305	0.015519
4	5.434583	1.550680	98.41509	0.007527	0.026708
5	5.436141	1.368503	98.59254	0.008449	0.030505
6	5.437260	1.266178	98.69015	0.013446	0.030227
7	5.437983	1.205758	98.74209	0.022209	0.029945
8	5.438521	1.167276	98.76846	0.034221	0.030040
9	5.438943	1.142125	98.77887	0.048832	0.030178
10	5.439273	1.125815	98.77861	0.065333	0.030243

Variance Decomposition of INTER:					
Period	S.E.	SC	INFL	INTER	DREER
1	1.103185	2.464549	0.071687	97.46376	0.000000
2	1.615992	6.311284	1.876745	91.79991	0.012059
3	1.923705	7.101481	3.476631	89.41194	0.009945
4	2.139723	7.736806	5.002283	87.25258	0.008328
5	2.291257	8.119654	6.452737	85.41974	0.007873
6	2.398573	8.335697	7.834844	83.82147	0.007987
7	2.476326	8.460518	9.127172	82.40419	0.008116
8	2.533679	8.532856	10.32370	81.13521	0.008230
9	2.576435	8.571475	11.42467	79.99548	0.008377
10	2.608552	8.587975	12.43194	78.97153	0.008550

Variance Decomposition of DREER:					
Period	S.E.	SC	INFL	INTER	DREER
1	0.639614	0.865918	11.70975	0.002660	87.42167
2	0.804439	1.176668	15.10616	0.004550	83.71263
3	0.932845	1.440236	14.82912	0.006031	83.72462
4	1.032553	1.524360	15.11838	0.006448	83.35081
5	1.113722	1.580575	15.20283	0.006436	83.21016
6	1.180982	1.581090	15.20769	0.006444	83.20477
7	1.237610	1.584953	15.21898	0.006444	83.18962
8	1.285784	1.584716	15.23689	0.006448	83.17194
9	1.327072	1.584459	15.25158	0.006465	83.15749
10	1.362643	1.584285	15.26121	0.006493	83.14801



تعد ممارسة سياسة التعقيم على مستوى الساحة النقدية أمرا مستجدا بالنظر إلى الممارسات الاعتيادية لبنك الجزائر، لذا فقد هدفت الدراسة إلى التمييز في مضامين، آلية ونتائج تطبيق هذه السياسة التي أولدها ضرورة تحييد أثر التنقيد المتواتر لريع النفط، الذي ما فتأ يهدد مفهوم الاستقرار النقدي منذ سنة 2000. ولقد استحدثت بنك الجزائر لذات الغرض، ترسانة من الأدوات التعقيم التي تعمل على استرجاع السيولة المستفيضة على مستوى السوق النقدي، وعمد إلى خلق نوع من التمايز بينها بما يتماشى من جهة مع رغبة الأطراف الداخلة في العملية، وبما يكفل له تحقيق هدفه التعقيمي المنشود من جهة أخرى.

واستنادا إلى نتائج الدراسة، اتضح أن بنك الجزائر كان بمقدوره ممارسة السياسة بمعامل مرتفع وقريب جدا من الواحد الناقص (-0.99)، الأمر الذي حوله عزل الأثر غير المرغوب فيه لتدفقات العملة الصعبة على الأساس النقدي. بيد أن ذلك المعامل لم يشفع له في قضية مراوغة أو التعدي على المنطق الملزم للثالث المستحيل، على الرغم من توفر الأسباب التي تكفل له ذلك. وما يحسب لصالح السياسة التعقيم أنها مكنت بنك الجزائر، على الأقل، من ضبط الأهداف المحلية لمفهوم الاستقرار النقدي، خصوصا وأن محددات استدامة تطبيق السياسة لحد الآن لا تزال تحت سيطرته، ونتيجته شبه المالية من العملية برمتها هي الأخرى قد سجلت معدلات مرضية طيلة الفترة.

الكلمات المفتاحية: سياسة التعقيم النقدي؛ الاستقرار النقدي؛ استيفاض السيولة؛ الأدوات التعقيم المستحدثة؛ والثلاثية المستحيلة.

Abstract:

Unquestionably, the practice of the monetary sterilization policy came as a necessity to neutralize the oil prices scaling-up scenarios. In other words, over this period, the main task of Algerian bank depending on the aforementioned policy is to isolate the monetary arena from the frequent monetization of the oil rent inflows (mopping up excess liquidity). For the same purpose, many developed instruments have been adopted to cope with counterparts needs and to eventually reinforce the effectiveness of Algerian bank to keep the monetary base in check.

The findings confirmed that the Algerian bank has practiced its sterilization policy with a coefficient (-0.99) very close to the peak (-1). Thus, it is so far able to contain the undesirable effects of the recurrent hard currency inflows (Petro-dollar). As for leaning against the trilemma, the high sterilization coefficient has never led to infringing upon its mandatory logic, but this does not deny the successful control on domestic determinants of the monetary stability. Also, the policy sustainability is still viable depending on Frenkel's scenarios, especially as the quasi-fiscal result of the Algerian bank is still at favorable levels.

Keywords: Monetary Sterilization Policy; Monetary Stability; Surplus Liquidity; Innovative Sterilization Instruments; and Trilemma.

Résumé:

Cette étude visait à examiner le contenu, le mécanisme et les résultats de l'application de la politique de la stérilisation monétaire comme une vue émergente par rapport à d'autres pratiques normales de la Banque d'Algérie. En d'autres termes, tenter d'estimer la réaction de la politique susmentionnée visant à neutraliser la base monétaire suite à l'afflux sans précédent de pétrodollars suivi par des opérations de monétisation au niveau du marché monétaire d'une manière conduit à l'excès structurel de liquidité depuis le début de 2001 ayant besoin de l'absorption périodiquement en créant des instruments non-conventionnels.

Les résultats ont confirmé que la banque d'Algérie a pratiqué sa politique de stérilisation avec un coefficient (-0,99) très proche du pic (-1). Par conséquent, elle est jusqu'à présent capable de contenir les effets indésirables des afflux de devises récurrentes. À cet égard, il convient de noter que le coefficient de stérilisation élevé n'a jamais conduit pour aller à contre-courant de la logique obligatoire de Trilemma (le triangle d'incompatibilité de Mundell), mais cela ne nie pas le contrôle réussi sur les déterminants domestiques de la stabilité monétaire. En outre, selon les scénarios de Frenkel, la durabilité de politique est toujours viable, d'autant plus que le résultat quasi-fiscal de la banque d'Algérie est encore à des niveaux favorables.

Mots-clés: Politique de Stérilisation Monétaire; Stabilité Monétaire; Liquidité Excédentaire; Instruments de Stérilisation Innovants; et Triade de l'Impossible.