الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

République Algérienne Démocratique et Populaire

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

جامعة محمد خيضر-بسكرة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

شعبة العلوم الاقتصادية

المـــوضوع:

أثر التمويل غير التقليدي على متغيرات الاقتصاد الكلي

دراسة حالة الجزائر

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث (LMD) في العلوم الاقتصادية

تخصص: مالية، بنوك وتأمينات

إعداد الطالب:

الدكتور:

حسين طيوب

تحت إشراف الأستاذ

فريد بن عبيد

أعضاء لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
مسمش نجاة	أستاذ محاضر أ	محمد خيضر بسكرة	رئيسا
بن عبيد فريد	أستاذ	محمد خيضر بسكرة	مقررا
صيفي وليد	أستاذ محاضر أ	محمد خيضر بسكرة	مناقشا
حمودي دلال	أستاذ محاضر أ	محمد خيضر بسكرة	مناقشا
حمزة فطيمة	أستاذ محاضر أ	20 أوت 1955 بسكيكدة	مناقشا
سراي صالح	أستاذ	محمد بوضياف بالمسيلة	مناقشا

السنة الجامعية: 2025-2026

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

République Algérienne Démocratique et Populaire

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

جامعة محمد خيضر-بسكرة

Université Mohamed Khider-Biskra

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

LMD-SEGC

المـــوضوع:

أثر التمويل غير التقليدي على متغيرات الاقتصاد الكلي

دراسة حالة الجزائر

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث (LMD) في العلوم الاقتصادية

تخصص: مالية، بنوك وتأمينات

إعداد الطالب:

حسين طيوب

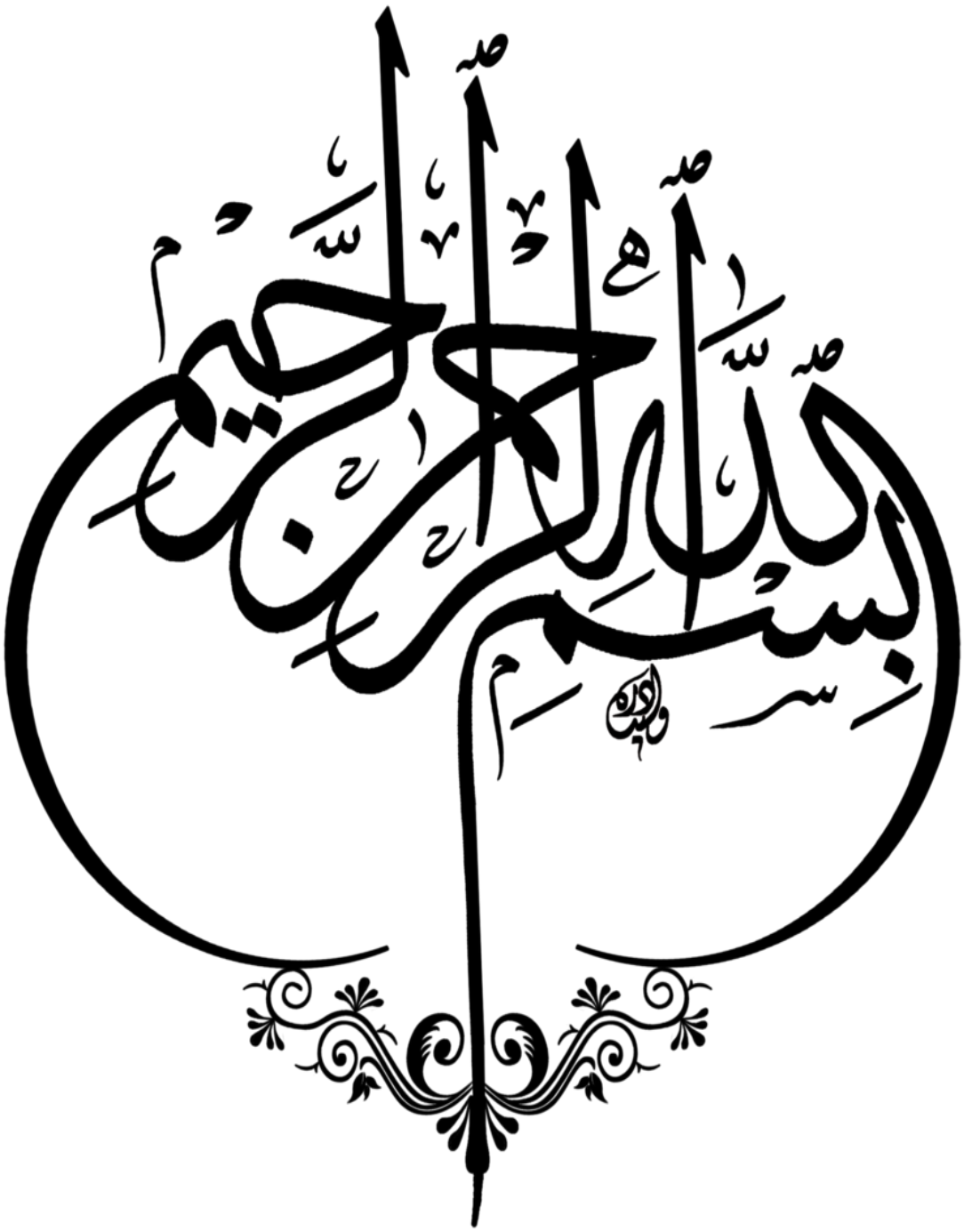
تحت إشراف الأستاذ الدكتور:

فريد بن عبيد

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
مسمش نجاة	أستاذ محاضر أ	محمد خيضر بسكرة	رئيسا
بن عبيد فريد	أستاذ	محمد خيضر بسكرة	مقررا
صيفي وليد	أستاذ محاضر أ	محمد خيضر بسكرة	مناقشا
حمودي دلال	أستاذ محاضر أ	محمد خيضر بسكرة	مناقشا
حمزة فطيمة	أستاذ محاضر أ	20 أوت 1955 بسكيكدة	مناقشا
سراي صالح	أستاذ	محمد بوضياف بالمسيلة	مناقشا

السنة الجامعية: 2025-2026


بسم الله الرحمن الرحيم

إ هـد ا ء

إلى والديَّ الكريمين، اللذين كانا سندي في كل خطوة، ومنهما تعلّمت معنى الصبر والعمل بصدق.

إلى أمّي التي تحملني بدعائها أينما ذهبت، وإلى أبي الذي غرس فيّ قوة العزم وثبات الطريق.

إلى ابنتي لين، التي كانت نورًا يخفّف عني ثقل الأيام، ويذكّرني دائمًا بأن الغد يستحق أن يُصنع بجدّ.

إلى أخي، وإلى أخواتي جميعًا، الذين شاركوني روح المساندة، ومنحوني دفعة صامتة في الأوقات التي احتجت فيها إلى القوة. شكرًا لهم على كل ما قدّموه من مشاعر صادقة لا تُقال.

إلى أساتذتي الذين فتحوا لي أبواب العلم، وإلى كل من ترك في مساري أثرًا نافعًا.

إلى كل هؤلاء... أهدي هذا العمل، راجيًا من الله أن يجعله نافعًا، وأن يكون خطوة في طريق لا ينتهي من المعرفة.



شكر وتقدير

الحمد لله ربّ العالمين، نحمده سبحانه على ما أنعم وتفضّل ونستعينه ونستغفره، ونسأله التوفيق والسداد في القول والعمل، وبه سبحانه تستقيم الخطى وبتوفيقه يكتمل هذا الجهد المتواضع.

أتوجه بخالص الشكر والتقدير إلى أساتذتي الكرام في جامعة بسكرة، الذين كان لعلمهم وتوجيههم الأثر البالغ في بناء هذا العمل وتطويره. وأخص بالذكر الأستاذ الدكتور المشرف فريد بن عبيد، لما قدّمه من متابعة دقيقة، وملاحظات علمية رصينة، وصبر كريم خلال مختلف مراحل إنجاز هذه الأطروحة.

كما أتقدم بالشكر إلى لجنة المناقشة التي أشرفت على تقييم هذا البحث وقبولها مناقشته، وإلى كل أستاذ أسهم بفكرة أو توجيه أو نقد بنّاء خلال مساري الأكاديمي.

ولا يفوتني أن أعبّر عن امتناني لجميع من سهّل لي الوصول إلى المراجع والوثائق التي اعتمدت عليها في الجانب النظري والتطبيقي من هذا العمل.

كما لا أنسى أصدقائي وزملائي الباحثين، الذين كانت نقاشاتهم وتبادل الآراء معهم مصدر إثراء وتطوير لأفكاري.

إلى جميع هؤلاء... لكم مني كل التقدير والامتنان، وأسأل الله أن يجزيهم خير الجزاء.

حسين

ملخص الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل أثر التمويل غير التقليدي على التوازنات الاقتصادية الكلية في الجزائر خلال الفترة 2017–2022، وذلك في ظل الاختلالات التي أعقبت تراجع أسعار النفط منذ 2014. انطلقت الدراسة من الإطار النظري لسياسة التيسير الكمي وآليات انتقالها عبر قنوات السيولة البنكية، أسعار الأصول، وتوقعات السوق، كما تناولت مفهوم التوازن الاقتصادي الكلي من خلال أدوات السياسة المالية والنقدية ونموذج IS–LM ، مع التركيز على عجز الموازنة وميزان المدفوعات كمتغيرين أساسيين.اعتمدت الدراسة منهجين متكاملين: المنهج الوصفي التحليلي لتفسير الأسس النظرية والتجارب الدولية (اليابان، الولايات المتحدة، بريطانيا)، والمنهج التطبيقي لتحليل بيانات رسمية لبنك الجزائر ووزارة المالية حول تطور الكتلة النقدية، السيولة البنكية، القروض الموجهة للدولة، العجز المالي، ميزان المدفوعات، والتضخم خلال فترة التمويل غير التقليدي.توصلت النتائج إلى أن التمويل غير التقليدي أدى إلى توسع كبير في الكتلة النقدية وارتفاع القروض الموجهة للدولة، مما أسهم في تحسن مؤقت للسيولة البنكية، لكنه تسبب في ضغوط تضخمية وتراجع قيمة الدينار، دون معالجة هيكلية للعجز أو تحسين مستدام لميزان المدفوعات. وتشير الدراسة إلى أن فعالية هذه السياسة تظل محدودة في ظل غياب إصلاحات مؤسساتية وسوق مالية قادرة على امتصاص السيولة بشكل فعال.

الكلمات المفتاحية: التمويل غير التقليدي؛ التضخم؛ عجز الموازنة، ميزان المدفوعات؛ النمو الاقتصادي.

Abstract:

This study aims to analyze the impact of unconventional financing on macroeconomic balances in Algeria during the period 2017–2022, in light of the economic imbalances that followed the sharp decline in oil prices since 2014. The research begins by examining the theoretical framework of quantitative easing (QE) and its transmission channels through banking liquidity, asset prices, and market expectations. It also addresses macroeconomic equilibrium through fiscal and monetary policy instruments and the IS–LM model, with a particular focus on budget deficits and the balance of payments as key variables. The study adopts two complementary approaches: a descriptive–analytical method to explain the theoretical foundations and international experiences (Japan, the United States, and the United Kingdom), and an applied analytical method based on official data from the Bank of Algeria and the Ministry of Finance. The empirical analysis examines the evolution of the money supply, banking liquidity, government-directed loans, budget deficits, balance of payments, and inflation during the implementation of unconventional financing. The findings indicate that unconventional financing led to a significant expansion of the money supply and a sharp increase in government borrowing**,** contributing to a temporary improvement in banking liquidity**,** but also generating inflationary pressures and a depreciation of the Algerian dinar, without achieving structural correction of fiscal imbalances or a sustainable improvement in the balance of payments. The study concludes that the effectiveness of this policy remains limited in the absence of institutional reforms and a developed financial market capable of absorbing excess liquidity efficiently.

Keywords: Unconventional financing; inflation; budget deficit; balance of payments; economic growth

الفهـــــارس

فهرس المحتويات

شكر واهداء	
ملخص الدراسة	
فهرس المحتويات	I
فهرس الجداول	VIII
فهرس الأشكال	X
مقدمة	أ
الفصل الأول: الإطار النظري للتيسير الكمي	1
تمهيد	2
المبحث الأول: ماهية التيسير الكمي	3
المطلب الأول: مفهوم التيسير الكمي	3
الفرع الأول: تعريف التيسير الكمي	3
الفرع الثاني: الخلفية التاريخية لسياسة التيسير الكمي	4
الفرع الثالث: أسباب اللجوء إلى سياسة التيسير الكمي	5
المطلب الثاني: العلاقة بين التيسير المي وبعض المصطلحات الاقتصادية المشابهة	6
الفرع الأول: الفرق بين التيسير الكمي والسوق المفتوحة.	6
الفرع الثاني: الفرق بين التيسير الكمي وعمليات الإصدار النقدي	9
المطلب الثالث: أدوات التيسير الكمي والمخاطر المرتبطة به	11
الفرع الأول: أدوات التيسير الكمي	12
الفرع الثاني: المخاطر المرتبطة بالتيسير الكمي	15
المبحث الثاني: آلية عمل التيسير الكمي	17
المطلب الأول: تأثير مصيدة السيولة على فاعلية السياسة النقدية	17
الفرع الأول: مصيدة السيولة	17
الفرع الثاني: التوقعات المستقبلية لأوضاع السوق.	19
المطلب الثاني: آلية التيسير الكمي كحل لمصيدة السيولة.	21
الفرع الأول: آلية عمل التيسير الكمي.	21
الفرع الثاني: المعالجة المحاسبية لألية التيسير الكمي	22
المطلب الثالث: قنوات انتقال أثر التيسير الكمي في الاقتصاد.	23
الفرع الأول: قناة إعادة توازن محفظة المؤسسات المالية والمصارف.	23
الفرع الثاني: قناة سعر الصرف.	24

الفرع الثالث: قناة الإشارة.	24
الفرع الرابع: قناة السيولة.	25
المبحث الثالث: مقاربات التيسير الكمي وأثره في الاقتصاد	26
المطلب الأول: مقاربات المدارس الاقتصادية حول التيسير الكمي	26
الفرع الأول: المدرسة الكلاسيكية	26
الفرع الثاني: المدرسة الكينزية.	27
الفرع الثالث: مدرسة شيكاغو (المدرسة النقدية)	28
الفرع الرابع: مقاربة الكلاسيكيون الجدد.	29
المطلب الثاني: أثر التيسير الكمي في الاقتصاد.	30
الفرع الأول: تأثير التيسير الكمي على معدلات التضخم.	30
الفرع الثاني: أثر التيسير الكمي على أسعار الفائدة.	31
الفرع الثالث: أثر التيسير الكمي في أسعار الصرف.	32
المطلب الثالث: أهداف وانعكاسات سياسة التيسير الكمي:	32
الفرع الأول: الأهداف الإيجابية لسياسة التيسير الكمي	32
الفرع الثاني: سلبيات سياسة التيسير الكمي على الاقتصاد المحلي والعالمي.	33
خلاصة الفصل الأول	35
الفصل الثاني: التوازن العام للمتغيرات الاقتصادية الكلية	36
تمهيد	37
المبحث الأول: ماهية السياسة الاقتصادية الكلية	38
المطلب الأول: مفهوم السياسة الاقتصادية الكلية	38
الفرع الأول: تعريف السياسة الاقتصادية الكلية	38
الفرع الثاني: أدوات السياسة الاقتصادية	38
المطلب الثاني: أهداف السياسة الاقتصادية الكلية	39
الفرع الأول: البحث عن التشغيل التام.	39
الفرع الثاني: البحث عن النمو الاقتصادي.	40
الفرع الثالث: تحقيق استقرار في المستوى العام للأسعار.	41
الفرع الرابع: تحسين اختلالات ميزان المدفوعات.	41
المطلب الثالث: أنواع السياسات الاقتصادية الكلية	42

المبحث الثاني: الإطار النظري للمتغيرات الاقتصادية الكلية	45
المطلب الأول: ماهية التضخم:	45
الفرع الأول: تعريف التضخم	45
الفرع الثاني: أسباب التضخم	45
الفرع الثالث: أنواع التضخم	48
المطلب الثاني: النمو الاقتصادي	49
الفرع الأول: تعريف النمو الاقتصادي	49
الفرع الثاني: قياس النمو الاقتصادي	49
الفرع الثالث: خصائص النمو الاقتصادي.	50
الفرع الرابع: محددات للنمو الاقتصادي:	50
المطلب الثالث: ميزان المدفوعات	51
الفرع الأول: تعريف ميزان المدفوعات	52
الفرع الثاني: مكونات ميزان المدفوعات	52
الفرع الثالث: الاختلال والتوازن في ميزان المدفوعات	55
المطلب الرابع: عجز الموازنة العامة للدولة	57
الفرع الأول: تعريف عجز الموازنة العامة	57
الفرع الثاني: أنواع عجز الموازنة العامة	57
الفرع الثالث: طرق تمويل عجز الموازنة العامة	58
المبحث الثالث: تأثير سياسة التيسير الكمي على التوازن الاقتصادي العام	61
المطلب الأول: التوازن العام في نموذج IS-LM:	61
الفرع الأول: توازن سوق السلع والخدمات النهائية واشتقاق منحنى IS.	61
الفرع الثاني: توازن السوق النقدية واشتقاق منحنى LM	63
الفرع الثالث: التوازن العام لسوق السلع والخدمات وسوق النقود في نموذج IS-LM	65
المطلب الثاني: السياسات النقدية في نموذج IS-LM	66
المطلب الثالث: تأثير الأزمة المالية العالمية على نموذج IS-LM	67
الفرع الأول: تأثير الأزمة المالية على منحنى IS	67
الفرع الثاني: التأثير على منحنى LM	68
المطلب الرابع: تأثير سياسة التيسير الكمي على التوازن الاقتصادي في نموذج IS-LM	68

خلاصة الفصل الثاني	70
الفصل الثالث: تجارب دولية حول التيسير الكمي	71
تمهيد	72
المبحث الأول: تجربة اليابان	73
المطلب الأول: برنامج التيسير الكمي الأول خلال الفترة (2001-2006)	73
الفرع الأول: الأوضاع الاقتصادية في اليابان قبل تنفيذ التيسير الكمي	73
الفرع الثاني: سياسة سعر الفائدة الصفري	74
الفرع الثالث: سياسة التيسير الكمي	75
المطلب الثاني: التيسير الكمي في ظل التيسير النقدي الشامل خلال الفترة (2010-2013)	78
الفرع الأول: السياسة النقدية المتبعة خلال الأزمة المالية العالمية 2008.	78
الفرع الثاني: الميزات الأساسية للتيسير النقدي الشامل	79
الفرع الثالث: الفرق بين سياسات التيسير الكمي وسياسة التيسير النقدي الشامل	80
المطلب الثالث: سياسة التيسير الكمي والنوعي (QQE)	80
الفرع الأول: ماهية التيسير الكمي والنوعي	80
الفرع الثاني: السمات الرئيسية للتيسير الكمي والنوعي	81
الفرع الثالث: آلية انتقال التيسير الكمي والنوعي	82
المبحث الثاني: تجربة الولايات المتحدة الأمريكية.	85
المطلب الأول: الإطار العام لاعتماد سياسة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية	85
الفرع الأول: الظروف الاقتصادية والمالية السابقة للأزمة المالية لعام 2008	85
الفرع الثاني: استجابة الاحتياطي الفيدرالي بالأدوات التقليدية وحدود فعاليتها	87
الفرع الثالث: الدوافع الأساسية للانتقال إلى سياسة التيسير الكمي	88
المطلب الثاني: مراحل تطبيق سياسة التيسير الكمي وأدواتها الرئيسة	89
الفرع الأول: المرحلة الأولى (QE1) (2008–2010).	89
الفرع الثاني: المرحلة الثانية (QE2) (2010-2011)	91
الفرع الثالث: المرحلة الثالثة (QE3) (2012-2014)	93
الفرع الرابع: عمليات تويست	94
المطلب الثالث: آثار سياسة التيسير الكمي وتقييم نتائجها الاقتصادية	95
الفرع الأول. الآثار على المتغيرات الاقتصادية الكلية (النمو، البطالة، التضخم)	96

الفرع الثاني. الآثار على الأسواق المالية وسوق الأصول	97
الفرع الثالث: الانعكاسات الخارجية للتيسير الكمي على سعر الصرف وتدفقات رؤوس الأموال	98
المبحث الثالث: تجربة بريطانيا في التيسير الكمي.	101
المطلب الأول: الظروف الاقتصادية السابقة لإطلاق برنامج التيسير الكمي في بريطانيا (2008–2009)	101
الفرع الأول: السياق الاقتصادي والمالي قبل الأزمة:	101
الفرع الثاني: ضعف أدوات السياسة النقدية التقليدية.	102
الفرع الثالث: الدوافع المباشرة لإطلاق التيسير الكمي في بريطانيا	103
المطلب الثاني: آليات تنفيذ سياسة التيسير الكمي في بريطانيا وتطور مراحلها (2009–2021)	105
الفرع الأول: مراحل التيسير الكمي في بريطانيا	105
الفرع الثاني: برنامج التمويل مقابل الإقراض (FLS).	110
المطلب الثالث: تقييم نتائج التيسير الكمي على الاقتصاد البريطاني.	111
الفرع الأول: تأثير سياسة التيسير الكمي على النمو الاقتصادي 2009-2021.	112
الفرع الثاني: تأثير التيسير الكمي على التضخم في المملكة المتحدة (2009-2021).	114
الفرع الثالث: أثر التيسير الكمي على المالية العامة	115
خلاصة الفصل الثالث	117
الفصل الرابع: تجربة الجزائر مع التمويل غير التقليدي	118
تمهيد	119
المبحث الأول: تطور السياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة 1990–2017.	120
المطلب الأول: السياسة النقدية في إطار قانون النقد والقرض.	120
الفرع الأول: المبادئ الأساسية لقانون النقد والقرض (90-10).	120
الفرع الثاني: أهداف قانون النقد والقرض 90-10	122
الفرع الثالث: مضمون قانون النقد والقرض 90-10.	122
المطلب الثاني: أهداف وأدوات السياسة النقدية في الجزائر.	123
الفرع الأول: أهداف السياسة النقدية في الجزائر	123
الفرع الثاني: أدوات السياسة النقدية في الجزائر.	128
المطلب الثالث: إصلاحات السياسة النقدية في الجزائر	133
الفرع الأول: إصلاحات سنة 2001 عن طريق الأمر 01-01.	134
الفرع الثاني: الأمر 11/03 المتعلق بالنقد والقرض	135

الفرع الثالث: الأمر 10-04 وتعديل قانون النقد والقرض.	136
المبحث الثاني: تطور سياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر.	138
المطلب الأول: السياق الاقتصادي لاعتماد التمويل غير التقليدي في الجزائر.	138
الفرع الأول: انخفاض أسعار البترول وتأثيره على الإيرادات العامة في الجزائر.	138
الفرع الثاني: ارتفاع العجز المالي.	140
الفرع الثالث: تآكل الاحتياطي النقدي.	141
رابعا: تدهور قيمة الدينار.	141
المطلب الثاني: الإطار التشريعي لآلية التمويل غير التقليدي في الجزائر	142
الفرع الأول: الإطار التشريعي لآلية التمويل غير التقليدي في الجزائر	142
الفرع الثاني: تطبيق آلية التمويل غير التقليدي في الجزائر	143
الفرع الثالث: تقييم تنفيذ آلية التمويل غير التقليدي في الجزائر.	144
المطلب الثالث: الإصلاحات الهيكلية المصاحبة لآلية التمويل غير التقليدي	145
الفرع الأول: استعادة توازنات خزينة الدولة.	145
الفرع الثاني: استعادة توازنات ميزان المدفوعات.	146
الفرع الثالث: متطلبات تطبيق سياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر	147
المبحث الثالث: أثر انعكاس التمويل غير التقليدي على التوازنات الاقتصادية الكلية خلال الفترة (2017-2022).	149
المطلب الأول: أثر التمويل غير التقليدي على المؤشرات النقدية والمالية في الجزائر (2017-2022)	149
الفرع الأول: تطور الكتلة النقدية والسيولة البنكية في ظل التمويل غير التقليدي 2017-2022.	149
الفرع الثاني: دور السياسة النقدية في ضبط التوسع المالي.	152
الفرع الثالث: العلاقة بين التمويل غير التقليدي والتضخم في الجزائر (2017-2022)	155
المطلب الثاني: أثر التمويل غير التقليدي على النشاط الاقتصادي الحقيقي في الجزائر (2017-2022)	158
الفرع الأول: تطور النشاط الاقتصادي في الجزائر 2017-2022.	159
الفرع الثاني: أثر التمويل غير التقليدي على الاستثمار والتشغيل.	162
الفرع الثالث: تقييم فعالية التمويل غير التقليدي في تحريك الاقتصاد الحقيقي	163
المطلب الثالث: أثر التمويل غير التقليدي على التوازنات المالية والخارجية في الجزائر خلال الفترة (2017-2022).	166
الفرع الأول: أثر التمويل غير التقليدي على عجز الموازنة العامة والدين العمومي.	166

الفرع الثاني: أثر التمويل غير التقليدي على ميزان المدفوعات واحتياطات الصرف.	168
خلاصة الفصل الرابع	171
الخاتمة	173
قائمة المراجع	178

فهرس الجداول

الجدول رقم (03-01): تطور سعر الفائدة الأساسي في الولايات المتحدة (2006–2008).	87
الجدول رقم (03-02): تطور إجمالي أصول الاحتياطي الفيدرالي (2007-2009).	88
الجدول رقم (03-03): حجم الأصول المشترات في إطار برنامج التيسير الكمي الأول (QE1).	91
الجدول رقم (03-04): تطور حجم المشتريات الشهرية خلال برنامج (QE3) (2012-2014).	94
الجدول رقم (03-05): ملخص جولات التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية (2009-2014).	95
الجدول رقم (03-06): تطور معدل نمو إجمالي الناتج المحلي للولايات المتحدة (2008–2015).	96
الجدول رقم (03-07): أثر التيسير الكمي على مؤشرات الأسواق المالية الأمريكية.	98
الجدول رقم (03-08): الأرقام القياسية لمؤشرات سعر صرف الدولار الأمريكي 2008-2015	99
الجدول رقم (03-09): أهم المحطات التاريخية في مسار التيسير الكمي في المملكة المتحدة (2009-2021).	107
الجدول رقم (03-10): الحوافز السعرية للإقراض لبرنامج التمويل مقابل الإقراض (2012-2013).	111
الجدول رقم (04-01): تطور معدل النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (2000-2017).	123
الجدول رقم (04-02): تطور معدل البطالة في الجزائر خلال الفترة (2000-2017).	125
جدول رقم (04-03): تطور معدل التضخم في الجزائر خلال الفترة(2000-2017).	126
جدول رقم (04-04): تطور رصيد ميزان المدفوعات في الجزائر (2005-2017)	127
جدول رقم (04-05): تطور أسعار عمليات السوق المفتوحة في الجزائر خلال الفترة (2000-2017).	130
الجدول رقم (04-06): تطور معدل إعادة الخصم في الجزائر خلال الفترة (2000-2017).	131
الجدول رقم (04-07): تطور معدل الاحتياطي الإلزامي في الجزائر خلال الفترة (2001-2017).	132
الجدول رقم (04-08): تطور متوسط سعر البترول خلال الفترة 2014-2017.	139
الجدول رقم (04-09): تطور الإيرادات العامة في الجزائر خلال الفترة 2014-2017.	139
الجدول رقم (04-10): تطور العجز المالي في الجزائر خلال الفترة 2014-2017.	140
الجدول رقم (04-11): تطور الاحتياطي النقدي في الجزائر خلال الفترة 2013-2017.	141
الجدول رقم (04-12): تطور سعر الصرف في الجزائر خلال الفترة 2013-2017.	141
الجدول رقم (04-13): تطور الكتلة النقدية M2 في الجزائر بين 2017-2022.	149
الجدول رقم: (04-14) تطور القروض الموجهة للدولة خلال 2017-2022.	150
جدول رقم: (04-15) تطور السيولة البنكية في الجزائر خلال 2017-2022.	151

الجدول رقم: (04-16) تطور السيولة البنكية والإجراءات النقدية المتخذة 2017-2019.	153
الجدول رقم (04-17): البرنامج الخاص لإعادة التمويل.	155
الجدول رقم (04-18): تطور معدل التضخم في الجزائر خلال الفترة 2017-2022.	155
الجدول رقم (04-19): تطور معدل النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي (2017-2022)	159
الجدول رقم (04-20): تطور النفقات العمومية الاجمالية والرأسمالية 2017-2022.	162
الجدول رقم (04-21): تطور عجز الموازنة العامة في الجزائر خلال الفترة 2017-2022.	167
الجدول رقم (04-22): نسبة التمويل غير التقليدي من الدين العمومي في الجزائر 2017-2022.	168
الجدول رقم (04-23): تطور رصيد ميزان المدفوعات في الجزائر 2017-2022.	169

فهرس الأشكال

الشكل رقم (01-01): عملية دخول البنك المركزي كمشتري في السوق المفتوحة.	7
الشكل رقم (01-02): عملية دخول البنك المركزي كبائع في السوق المفتوحة.	8
الشكل رقم(01-03): تغيرات معدلات الفائدة للبنوك المركزية الكبرى خلال الأزمة العالمية 2008.	12
الشكل رقم (01-04): برنامج شراء الأصول المستهدف للبنك المركزي الأوربي خلال الفترة 2015-2019.	13
الشكل رقم (01-05): منحنى الطلب وعرض النقود.	17
الشكل رقم (01-06): حالة الوقوع في مصيدة السيولة	18
الشكل رقم (01-07): عدم استجابة الاستثمار لتغيرات سعر الفائدة.	19
الشكل رقم (01-08): أثر التوقعات السيئة على منحنى الطلب الاستثماري.	19
الشكل رقم (01-09): تأثير التيسير الكمي في النشاط الاقتصادي.	21
الشكل رقم (01-10): عملية التيسير الكمي محاسبيا	22
الشكل رقم (02-01): مخطط يوضح سياسة الإنعاش	42
الشكل رقم (02-02): مخطط يوضح سياسة التوقف ثم الذهاب	43
شكل رقم (02-03): رسم بياني يوضح التضخم الناتج عن الطلب	46
الشكل رقم (02-04): اشتقاق منحنى IS.	62
الشكل رقم (02-05): اشتقاق منحنى LM.	63
الشكل رقم (02-06): التوازن العام في نموذج IS-LM	65
الشكل رقم (02-07): أثر زيادة عرض النقود في التوازن العام في نموذج IS-LM	66
الشكل رقم (02-08): تأثير الأزمة المالية العالمية على التوازن الاقتصادي في نموذج IS-LM.	67
الشكل رقم (02-09): تأثير التيسير الكمي في نموذج IS-LM	69
الشكل رقم (03-01): تطور القاعدة النقدية لبنك اليابان 2001-2006 (ترليون ين)	75
الشكل رقم (03-02): تطور القاعدة النقدية وعرض النقود والقروض المصرفية في اليابان خلال الفترة 2001-2006	76
الشكل رقم (03-03): نمو الناتج المحلي الإجمالي وفجوة الإنتاج خلال مرحلة التيسير الكمي 2001-2006.	77
الشكل رقم (03-04): تطور أسعار المستهلكين خلال مرحلة التيسير الكمي 2001-2006.	78
الشكل رقم (03-05): آلية انتقال أثر التيسير الكمي الى الاقتصاد.	82

الشكل رقم (03-06): تطور سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية شهريا (2006-2009).	87
الشكل رقم (03-07): تطور إجمالي أصول الاحتياطي الفيدرالي خلال برنامج QE2 (2010-2012).	92
الشكل رقم (03-08): تطور معدلات البطالة والتضخم في الولايات المتحدة (2008–2015).	97
الشكل رقم (03-09): تطور مؤشر S&P 500 قبل وبعد تطبيق برامج التيسير الكمي (2007–2015).	98
الشكل رقم (03-10): تطور سعر الفائدة الأساسي لبنك إنجلترا (2007–2009)	102
الشكل رقم (03-11): تطور معدل البطالة في المملكة المتحدة (2007–2009)	103
الشكل رقم (03-12): برامج التيسير الكمي ومعدلات الفائدة المرافقة لها (2009-2021).	106
الشكل رقم (03-13): مشتريات بنك إنجلترا حسب الشهر المعلن عنه بالمشتريات الجديدة في إطار التيسير الكمي.	108
الشكل رقم (03-14): تطور المشتريات الكلية لبرامج التيسير الكمي في المملكة المتحدة (2009-2021)	109
الشكل رقم (03-15): تطور معدل النمو الاقتصادي في المملكة المتحدة 2009-2021.	112
الشكل رقم (03-16): تطور معدل التضخم في المملكة المتحدة 2009-2021.	114
الشكل رقم (04-01): معدل النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (2000-2017).	124
الشكل رقم (04-02): معدل البطالة في الجزائر خلال الفترة (2000-2017).	125
الشكل رقم (04-03): معدل التضخم في الجزائر خلال الفترة (2000-2017)	126
الشكل رقم (04-04): رصيد ميزان المدفوعات في الجزائر خلال الفترة (2005-2017).	128
الشكل رقم (04-05): يمثل معدل إعادة الخصم في الجزائر خلال الفترة (2000-2017).	131
الشكل رقم (04-06): معدل الاحتياطي الالزامي في الجزائر خلال الفترة (2001-2017).	133
الشكل رقم (04-07): تطور الكتلة النقدية M2 في الجزائر 2017-2022.	150
الشكل رقم (04-08): تطور السيولة البنكية في الجزائر 2017-2022.	151
الشكل رقم: (04-09): تطور معدل الفائدة الرئيسي 2017-2022.	154
الشكل رقم (04-10): العلاقة بين الكتلة النقدية M2 ومعدل التضخم في الجزائر خلال الفترة 2017-2022.	156
شكل رقم (04-11): نمو وتطور الناتج المحلي الإجمالي (2018-2022).	160
الشكل رقم (04-12): تطور نمو الناتج المحلي الإجمالي خارج المحروقات 2017-2022.	160
الشكل رقم (04-13): تطور معدل البطالة في الجزائر 2017-2022.	163

الشكل رقم (04-14): تطور مساهمة القطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي 2017-2022.	164
الشكل رقم (04-15): تطور نسبة الدين العمومي الى الناتج النحلي الإجمالي (2017-2022).	167
الشكل رقم (04-16): تطور احتياطات الصرف في الجزائر 2017-2022.	169

مقـــــــدمة

1-تمهيد:

شهد الاقتصاد الجزائري خلال العقود الأخيرة تحولات جوهرية في بنيته وآليات تسييره، نتيجة للتغيرات السياسية والاقتصادية الداخلية من جهة والاضطرابات الاقتصادية الدولية من جهة أخرى، وتُعدّ السياسة النقدية والمالية من بين أهم الأدوات التي اعتمدتها الدولة للحفاظ على الاستقرار الاقتصادي، خاصة منذ بداية مسار الإصلاحات الاقتصادية في تسعينيات القرن الماضي مع صدور قانون النقد والقرض 90-10، الهادف إلى تحديث الجهاز المصرفي وضمان استقلالية السلطة النقدية وتعزيز فعالية أدوات التسيير النقدي، غير أنّ هذه الإصلاحات ورغم أهميتها لم تمنع من بروز اختلالات هيكلية عميقة أبرزها هشاشة النموذج الاقتصادي الوطني واعتماده المفرط على عائدات المحروقات.

فخلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2019 عرفت الجزائر واحدة من أكثر المراحل حساسية وتعقيدًا في تاريخها المالي والنقدي، نتيجة تزامن مجموعة من الصدمات الاقتصادية الداخلية والخارجية التي أفرزت اختلالات كبرى مست بنية الاقتصاد الكلي، فقد أدى الانخفاض الحاد في أسعار النفط منتصف سنة 2014 إلى تقلص الإيرادات البترولية التي تمثل المورد الأساسي للمالية العامة، مما انعكس بشكل مباشر على مجموعة من المتغيرات الاقتصادية كاحتياطات الصرف، السيولة البنكية، معدلات التضخم، وسعر صرف الدينار، وفي ظل هذا السياق المتأزم وجدت الجزائر نفسها مقيدة بغياب أدوات فعالة لامتصاص الصدمة، خاصة مع محدودية مناخ الاستثمار وضعف فعالية السوق المالية وهيمنة القطاعات غير الإنتاجية على النشاط الاقتصادي.

وقد زاد الوضع تعقيدا مع استنزاف موارد صندوق ضبط الإيرادات في سنة 2017 وتفاقم عجز الميزانية العامة وتزايد الضغوط على ميزان المدفوعات، فكان لا بد للدولة من البحث عن آلية تمويل جديدة تضمن استمرار الإنفاق العمومي وتفادي اللجوء إلى التمويل الخارجي الذي ظل مرفوضا سياسيا، وهنا برزت سياسة التمويل غير التقليدي كخيار استثنائي من خلال تعديل قانون النقد والقرض بموجب القانون 10-17 من خلال السماح لبنك الجزائر بالشراء المباشر لسندات الخزينة لمدة خمس سنوات، وقد شكل هذا التحول الجذري خروجًا عن الإطار التقليدي للسياسة النقدية بسياسة تشبه من حيث المبدأ سياسة التيسير الكمي التي اتبعتها الدول المتقدمة لكن في سياق اقتصادي مختلف جذريا.

2-إشكالية الدراسة:

انطلاقًا مما سبق، تتمثل الإشكالية الرئيسة لهذه الأطروحة في السؤال التالي:

هل ساهم التمويل غير التقليدي في تصحيح الاختلالات المالية والاقتصادية في الجزائر أم زاد من حدتها خلال الفترة 2017-2022؟

ومن أجل الاستجابة لهذه الإشكالية تطرح هذه الدراسة الأسئلة الفرعية التالية:

1. ما الظروف الاقتصادية والمالية التي سبقت لجوء الجزائر إلى التمويل غير التقليدي سنة 2017؟
2. كيف تمّ تأطير تطبيق آلية التمويل غير التقليدي قانونيًا بموجب القانون 10-17؟

3. ما أثر التمويل غير التقليدي على الكتلة النقدية والسيولة في الجهاز المصرفي خلال الفترة 2017–2022؟

4. إلى أي مدى ساهم التمويل غير التقليدي في تغيير مؤشرات المالية العمومية، لاسيما عجز الموازنة والدين العمومي؟

5. ما انعكاسات التوسع النقدي الناتج عن التمويل غير التقليدي على التضخم وسعر صرف الدينار؟

6. كيف يمكن مقارنة التجربة الجزائرية مع تجارب التيسير الكمي في الاقتصادات المتقدمة؟

3–فرضيات الدراسة:

للإجابة على هذه الأسئلة الفرعية نضع مجموعة من الفرضيات كالتالي:

1. من المتوقع أن يؤدي التمويل غير التقليدي إلى توسع ملموس في عرض النقد (M2)، نتيجة زيادة صافي مطالب بنك الجزائر على الخزينة.
2. يرجح أن يشهد الجهاز المصرفي تحسنا مؤقتا في مستويات السيولة، قبل أن يتراجع أثره تدريجيا.
3. من المنتظر أن يرتفع معدل التضخم بسبب ضخ سيولة غير ممولة إنتاجيا، مع ضغوط إضافية على سعر صرف الدينار.
4. قد يساهم التمويل غير التقليدي في تقليص عجز الموازنة على المدى القصير، دون معالجة الاختلالات المالية الهيكلية.
5. من المحتمل أن يكون أثر التمويل غير التقليدي محدودًا على ميزان المدفوعات، نظرا لاعتمادية الاقتصاد على الواردات وعوائد النفط.
6. من المتوقع أن تختلف التجربة الجزائرية عن تجارب التيسير الكمي في الدول المتقدمة، بحكم هشاشة هيكل الإنتاج وضعف الأسواق المالية.

4–أهمية الدراسة:

تكمن أهمية هذه الدراسة في كونها تتناول تجربة غير مسبوقة في تاريخ الاقتصاد الجزائري والمتمثلة في اعتماد آلية التمويل غير التقليدي خلال سنة 2017، وهو ما يتيح فهما أعمق لخيارات السياسة النقدية في مواجهة الأزمات المالية، وتبرز أهمية هذا العمل من خلال العناصر الآتية:

تساهم هذه الدراسة في ربط الإطار المفاهيمي لسياسات التيسير الكمي بالتجربة الجزائرية من خلال تحليل الأسس الاقتصادية والقانونية التي قامت عليها هذه الآلية، مع تتبع التطور التاريخي للسياسة النقدية في ظل قانون النقد والقرض، كما تقدم الدراسة تحليلا لأثر التمويل غير التقليدي على متغيرات الاقتصاد الكلي، اعتمادًا على بيانات رسمية صادرة عن بنك الجزائر

ووزارة المالية، كذلك تتيح الدراسة إطارًا نقديًا لتقييم مردودية هذه التجربة وربطها بمسار الإصلاحات المالية والاقتصادية في الجزائر بما يسمح باستشراف الخيارات المستقبلية للسياسة النقدية.

وتعزز الدراسة النقاش العلمي حول فعالية الأدوات غير التقليدية في الاقتصادات الريعية، بما يضيف مساهمة نوعية إلى الأدبيات الاقتصادية العربية والجزائرية حول الموضوع.

5-أسباب اختيار الموضوع:

جاء اختيار هذا الموضوع نتيجة لمجموعة من الدوافع العلمية والعملية يمكن تلخيصها فيما يلي:

- عرفت الجزائر تطبيق آلية التمويل غير التقليدي لأول مرة في تاريخها الاقتصادي ما جعل هذه التجربة حدثا غير مسبوق يستحق الدراسة لفهم ابعاده وانعكاساته على التوازنات الاقتصادية الكلية.
- رغم تناول التيسير الكمي في الأدبيات الاقتصادية الدولية فإن الدراسات التي تناولت الاقتصاد الجزائري لا تزال محدودة مما يمنح الموضوع قيمة علمية مضافة.
- تتيح مقارنة تجربة الجزائر مع تجارب اقتصادات دولية طبقت سياسات مشابهة رغم اختلاف المبدأ استخلاص العبر مما يسمح بفهم مدى خصوصية الاقتصاد الجزائري وحدود الاستفادة من الخبرات الدولية.
- انسجام الموضوع مع الاهتمام الأكاديمي للباحث وتخصصه في المالية والبنوك، ويساهم في تطوير فهم أعمق لدور السياسات النقدية والمالية غير التقليدية في الاقتصادات الريعية.

6-أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل تجربة التمويل غير التقليدي في الجزائر ومعرفة انعكاساتها الاقتصادية خلال الفترة 2017–2022 وذلك من خلال تحقيق الأهداف الآتية:

- استعراض الظروف الاقتصادية والمالية التي سبقت تبني الجزائر لآلية التمويل غير التقليدي سنة 2017.
- تحليل الإطار القانوني والتنظيمي للتمويل غير التقليدي وفق القانون 10–17، وتبيان مبرراته وأسباب استخدامه.
- تتبع تطور الكتلة النقدية والسيولة في الجهاز المصرفي خلال سنوات تطبيق التمويل غير التقليدي، بالاعتماد على البيانات الرسمية لبنك الجزائر.
- تحليل انعكاسات التمويل غير التقليدي على مؤشرات المالية العمومية، وخاصة عجز الموازنة وتطور الدين العمومي الداخلي.
- تفسير العلاقة بين التوسع النقدي وارتفاع معدلات التضخم وتغيرات سعر صرف الدينار.
- مقارنة التجربة الجزائرية ببعض التجارب الدولية في سياسات التيسير الكمي.

7-منهجية الدراسة:

تعتمد هذه الدراسة على مقاربة منهجية مزدوجة تجمع بين المنهج الوصفي التحليلي والمنهج التطبيقي وذلك بما ينسجم مع طبيعة موضوع البحث وأهدافه.

-المنهج الوصفي التحليلي:

تم الاعتماد على هذا المنهج من أجل تحليل الإطار النظري والتطبيقي لسياسات التمويل غير التقليدي، وذلك من خلال استعراض المفهوم العام للتيسير الكمي والنظريات التي يرتكز عليها؛

تحليل متغيرات الاقتصاد الكلي ذات الصلة بالبحث، وبشكل خاص التضخم، الميزانية العمومية، سعر الصرف، وميزان المدفوعات؛

دراسة الإطار القانوني والتنظيمي للتمويل غير التقليدي في الجزائر، مع التركيز على التعديلات التي جاء بها القانون رقم 10–17 المتعلق بالنقد والقرض، بوصفه الأساس التشريعي الذي سمح للخزينة العمومية بالتمويل عبر الإصدار النقدي المباشر.

ويهدف اعتماد هذا المنهج إلى تفسير الخلفيات الاقتصادية والمالية التي دفعت إلى تبني هذه الآلية، واستقراء آثارها النظرية المحتملة على الاقتصاد الجزائري.

-المنهج التطبيقي:

تم توظيف هذا المنهج من أجل تحليل التطورات الاقتصادية الفعلية خلال فترة تطبيق التمويل غير التقليدي (2017–2022)، بالاعتماد على البيانات الرسمية الصادرة خصوصًا عن بنك الجزائر لمتابعة تطور الكتلة النقدية والسيولة البنكية، ووزارة المالية لتتبع عجز الموازنة والدين العمومي، وكذلك البيانات المتعلقة بميزان المدفوعات والتجارة الخارجية

ومؤشرات التضخم وسعر صرف الدينار.

وقد شمل التحليل التطبيقي تتبع وتفسير تطور المتغيرات الاقتصادية الكلية، كما تم استخدام الجداول والأشكال البيانية كلما اقتضت الضرورة بهدف توضيح الاتجاهات العامة للتغيرات الاقتصادية محل الدراسة.

8-حدود الدراسة:

تغطي هذه الدراسة الفترة الممتدة من 2017 إلى 2022، بالنظر إلى أن التمويل غير التقليدي طُبّق فعليًا في الجزائر بين 2017 و2019، بينما امتدت آجاله القانونية طبقًا للقانون رقم 17–10 إلى خمس سنوات، ما يستدعي تحليل آثاره خلال كامل المدة المتوقعة لهذه السياسة. وتنصب الدراسة على المتغيرات الكلية المرتبطة بالكتلة النقدية والسيولة البنكية وعجز الموازنة وميزان المدفوعات والتضخم وسعر صرف الدينار، بالاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي وتحليل البيانات الرسمية ضمن الإطار المكاني للاقتصاد الجزائري، ومع مراعاة بعض القيود المرتبطة بتوفر المعطيات الاقتصادية ودقتها.

9–هيكل الدراسة:

من أجل تغطية كافة جوانب الموضوع تم تقسيم الدراسة الى أربعة فصول جاءت كالتالي:

- الفصل الأول: تضمن هذا الفصل تأصيلا نظريا لآلية التيسير الكمي، والذي جاء في ثلاثة مباحث، تناول المبحث الأول منه ماهية التيسير الكمي من حيث المفهوم، والعلاقة بين التيسير الكمي وبعض المصطلحات الاقتصادية المشابهة، وأدواته والمخاطر المرتبطة به. وتعرض المبحث الثاني تأثير مصيدة السيولة على فاعلية السياسة النقدية وكيف يمكن أن تكون آلية التيسير الكمي كحل لمصيدة السيولة وكيف ينتقل أثر هذه الآلية الى الاقتصاد عبر قنواته أما المبحث الثالث فتناول مقاربات المدارس الاقتصادية حول التيسير الكمي ومن ثم أثرها في الاقتصاد وأهدافها وانعكاساتها عليه.
- الفصل الثاني: تطرق هذا الفصل من الدراسة الى التوازن العام للمتغيرات الاقتصادية الكلية في ثلاثة مباحث، حيث جاء في المبحث الأول ماهية السياسة الاقتصادية من حيث المفهوم والأهداف والأنواع. وأشار المبحث الثاني الى الإطار النظري للمتغيرات الاقتصادية الكلية كالتضخم، والنمو الاقتصادي، وميزان المدفوعات، وعجز الموازنة. وجاء في المبحث الثالث والأخير تأثير التيسير الكمي على التوازن الاقتصادي العام في نموذج IS-LM، وكذلك تأثيرات السياسة النقدية على توازن النموذج العام، وتأثير الأزمات العالية عليه وكيف يمكن أن يكون التيسير الكمي حل للأزمات في ظل نموذج التوازن العام IS-LM.
- الفصل الثالث: أشار الى التجارب الدولية حول التيسير الكمي في ثلاثة مباحث، خصص كل مبحث لتجربة دولة رائدة اقتصاديا. فكان المبحث الأول يخص تجربة اليابان باعتبارها أول دولة تطرقت الى التيسير الكمي، وهذا من خلال برنامج التيسير الكمي الأول، والتيسير النقدي الشامل، وسياسة التيسير الكمي والنوعي. أما المبحث الثاني فتطرق الى تجربة الولايات المتحدة الأمريكية، متناولا الإطار العام الذي سبق تنفيذ سياسة التيسير الكمي، وكيفية استجابة الاحتياطي الفدرالي بأدواته التقليدية لمواجهة الأزمة رغم محدوديتها، والدوافع التي أدت به الى اللجوء الى تنفيذ هذه الآلية التي تمت من خلال تطبيق ثلاث مراحل، والآثار المترتبة منه على الاقتصاد الأمريكي. وفي المبحث الثالث تم التطرق الى تجربة بريطانيا من خلال الظروف الاقتصادية السابقة لإطلاق برنامج التيسير الكمي، وكذا آليات تنفيذ التيسير الكمي ومراحل تطورها.
- الفصل الرابع: تناول أثر التمويل غير التقليدي في الجزائر، وذلك من خلال استعراض تطور السياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة 1990-2017 في المبحث الأول، الذي أشار الى السياسة النقدية حسب قانون النقد والقرض وأهدافها وأدواتها، والإصلاحات التي مست قانون النقد والقرض. وجاء في المبحث الثاني تطور التمويل غير التقليدي من خلال استعراض السياق الاقتصادي الذي أدى الى اعتماد هذه الآلية، ثم الإطار التشريعي المنظم لتنفيذ هذه الآلية وكذلك الإصلاحات الهيكلية المصاحبة لها لضمان نجاحها. بينما خص المبحث الثالث والأخير فتناول تأثير التمويل غير التقليدي على المؤشرات النقدية والمالية كالكتلة النقدية والسيولة البنكية، ومن ثم أثره على النشاط الاقتصادي الحقيقي وأخيرا تأثيره على التوازنات المالية والخارجية.

10-صعوبات البحث:

واجهت هذه الدراسة عددا من الصعوبات الموضوعية والمنهجية خلال مراحل إعدادها، يمكن تلخيصها كما يلي:

- تعلقت أبرز الصعوبات بغياب بعض البيانات الرسمية المفصلة واختلاف منهجيات احتسابها بين المصادر خاصة ما تعلق بالمتغيرات الاقتصادية الكلية.
- محدودية الدراسات السابقة حول التمويل غير التقليدي في الجزائر رغم توفر أدبيات واسعة حول التيسير الكمي في الدول المتقدمة، إلا أنّ الدراسات الجزائرية المتعلقة بآلية التمويل غير التقليدي ما تزال محدودة، وغالبا ذات طابع وصفي، مما جعل عملية المقارنة والتحليل تتطلب جهدا إضافيا لتجميع المعلومات من مصادر متفرقة.
- تفتقر التجربة الجزائرية إلى نماذج قياسية أو دراسات كمية مبنية على بيانات طويلة المدى، مما استدعى اعتماد المنهج الوصفي التحليلي مع توظيف الجداول والرسوم البيانية لتفسير الاتجاهات الاقتصادية بدلًا من الاعتماد على نماذج قياسية متقدمة.
- صعوبة مقارنة التجربة الجزائرية بالتجارب الدولية حيث يعود ذلك الى الاختلاف الجذري في بنية الاقتصاد، وعمق الأسواق المالية، وقدرة البنوك المركزية على شراء الأصول، مما جعل المقارنات الممكنة ذات طابع نظري أكثر منه عدديا.

الفصل الأول:

الإطار النظري للتيسير الكمي

تمهيد:

شهد الاقتصاد العالمي منذ الأزمة المالية لسنة 2008 تحولات عميقة في فهم آليات انتقال السياسة النقدية وطرق معالجة الاختلالات الدورية، إذ أدت حالة الركود والانكماش الحاد إلى بروز قصور الأدوات التقليدية المعتمدة على سعر الفائدة خاصة مع بلوغه مستويات صفرية أو شبه صفرية، مما أدخل الاقتصادات المتقدمة فيما يعرف بمصيدة السيولة، وأمام هذا الوضع الاستثنائي اتجهت البنوك المركزية نحو تبني سياسات نقدية غير تقليدية كان أبرزها سياسة التيسير الكمي، التي تقوم على شراء الأصول المالية طويلة الأجل وضخ سيولة واسعة في الأسواق بهدف إعادة تنشيط الطلب الكلي ودعم القطاع المالي ومنع انهيار النظام المصرفي، وقد ساهم هذا التحول في إعادة تشكيل دور البنوك المركزية بوصفها فاعلا رئيسيا في استقرار الاقتصاد الكلي، من خلال توسيع نطاق تدخلها في أسواق السندات والأسواق المالية الأخرى وتوجيه التوقعات المستقبلية للمتعاملين الاقتصاديين.

يهدف هذا الفصل إلى تقديم الإطار النظري الشامل لسياسة التيسير الكمي باعتبارها إحدى أهم أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، وذلك من خلال توضيح مفهومها وأسسها النظرية وخلفيتها التاريخية مع إبراز الفروق الجوهرية التي تميزها عن الأدوات التقليدية للسياسة النقدية كعمليات السوق المفتوحة والإصدار النقدي، كما يتناول الفصل آلية عمل هذه السياسة وقنوات انتقال أثرها إلى الاقتصاد الحقيقي والمالي، لاسيما من خلال التأثير على معدلات الفائدة، وسعر الصرف، وإعادة توازن المحافظ المالية، إضافة إلى التوجيه المستقبلي للسياسة النقدية، ويعرض كذلك أهم المخاطر التي قد تنجم عنها سواء من حيث الضغوط التضخمية أو تشوهات السوق والاختلالات طويلة الأجل. تم تقسيم الفصل الأول إلى ثلاثة مباحث كالتالي:

المبحث الأول: ماهية التيسير الكمي.

المبحث الثاني: آلية عمل التيسير الكمي.

المبحث الثالث: مقاربات التيسير الكمي وأثره في الاقتصاد.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول التيسير الكمي

يعد التيسير الكمي من أبرز الأدوات غير التقليدية التي اعتمدتها البنوك المركزية خلال العقود الأخيرة، خاصة عقب الأزمات المالية التي أظهرت محدودية فعالية السياسة النقدية التقليدية عند بلوغ أسعار الفائدة مستوياتها الدنيا، فقد دفع الركود الاقتصادي العميق الذي عرفته العديد من الاقتصادات المتقدمة إلى البحث عن صيغ جديدة للتدخل عبر ضخ سيولة استثنائية وتوسيع القاعدة النقدية بهدف إعادة تفعيل النشاط الاقتصادي واستعادة الاستقرار المالي. وفي هذا السياق، أصبح التيسير الكمي خيارًا استراتيجيًا لمعالجة اختلالات الأسواق المالية وتخفيف الضغوط الانكماشية.

المطلب الأول: مفهوم التيسير الكمي

يشكل التيسير الكمي إحدى أهم الأدوات غير التقليدية التي ظهرت مع الأزمات الاقتصادية الحديثة عندما تفقد السياسة النقدية المعتمدة على سعر الفائدة فعاليتها. وقد تنوعت التعريفات التي تناولت هذا المفهوم تبعًا لاختلاف زوايا التحليل، خاصة وأنه يقوم على توسيع القاعدة النقدية عبر شراء الأصول طويلة الأجل. يهدف هذا المطلب إلى تقديم عرض مركز لأهم التعريفات المتداولة للتيسير الكمي، وبيان خصائصه الأساسية التي تميّزه عن الأدوات التقليدية للسياسة النقدية.

الفرع الأول: تعريف التيسير الكمي

تعرف هذه السياسة على أنها شراء البنك المركزي لأوراق مالية تعود للبنوك التجارية والمؤسسات المالية، وكذلك سندات الخزينة من أجل تعزيز احتياطات البنوك وتوفير السيولة بالإضافة إلى أنها تعمل على رفع قيمة تلك الأصول وزيادة عرض النقود، فسياسة التيسير الكمي هي سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة (مدوخ، 2019، صفحة 338).

يعتبر التيسير الكمي ممارسة يقوم بها البنك المركزي عند محاولته للحد من تأثير الركود الاقتصادي على الأنشطة الاقتصادية الحقيقية، عن طريق إصدار كمية جديدة من النقود وطرحها في الاقتصاد دون مقابل (صاري، 2016، صفحة 100).

تعني قيام البنوك المركزية بضخ الأموال بشكل مباشر في الاقتصاد عن طريق شراء سندات الدين الحكومية وسندات الشركات المهمة في الاقتصاد من أجل تخفيف الأعباء المالية عليها (فوزي، 2019، صفحة 214).

كما عرفه بنك إنجلترا المركزي بأنه شكل غير تقليدي للسياسة النقدية يقوم فيه البنك المركزي بخلق النقود الكترونيا لشراء أصول مالية كالسندات الحكومية، وتهدف هذه العملية إلى احداث زيادة مباشرة في إنفاق القطاع الخاص وإعادة التضخم إلى مستوياته المستهدفة (دبا، 2018، صفحة 17).

التيسير الكمي (QE) هو سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتحفيز الاقتصاد عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة. يقوم البنك المركزي بتنفيذ التيسير الكمي عن طريق شراء كميات محددة مسبقًا من الأصول المالية من البنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى، وخاصة السندات الحكومية طويلة الأجل. وهذا يرفع أسعار تلك الأصول المالية ويقلل

من العائد على الأوراق المالية الصادرة عن القطاع الخاص، مع زيادة القاعدة النقدية في نفس الوقت (Katla , 2014, p. 08).

ومنه فالتيسير الكمي هو اجراء غير تقليدي للسياسة النقدية يقوم به البنك المركزي أثناء الأزمات الاقتصادية عن طريق شراء الأصول المالية والسندات الحكومية طويلة الأجل، بهدف ضخ كميات كبير من السيولة في الاقتصاد من أجل المحافظة على استقرار المؤشرات الاقتصادية الكلية وتحفيز الحركة الاقتصادية واخراجها من حالة الركود.

من خلال هذا التعريف نستنتج ما يلي:

- نقصد بكلمة اجراء أن سياسة التيسير الكمي هي سياسة طويلة الأجل يقوم بها البنك المركزي إلى غاية تحسن المؤشرات الاقتصادية؛
- كلمة غير تقليدي تعني أن سياسة التيسير الكمي هي أداة تختلف عن الأدوات التقليدية للسياسة النقدية المستخدمة من طرف البنك المركزي؛
- تستهدف سياسة التيسير الكمي الأصول المالية كالسندات الحكومية وسندات الرهون العقارية وسندات المؤسسات المالية المتعثرة بهدف إعطاء هذه المؤسسات فترة طويلة من أجل التعافي من أثار الأزمات؛
- تهدف سياسة التيسير الكمي إلى تحفيز متغيرات الاقتصاد المستهدفة من طرف البنك المركزي كمعدل التضخم وتحفيز النمو الاقتصادي وزيادة الناتج الداخلي الخام من خلال تحفيز الطلب الاستهلاكي الذي يحققه اغراق الاقتصاد بالسيولة النقدية.

الفرع الثاني: الخلفية التاريخية لسياسة التيسير الكمي

تعتبر سياسة التيسير الكمي آلية حديثة نسبيا وذلك تبعا لبدايات استخدامها من قبل مجموعة من الدول، لذلك سنقوم بسرد وقائعها التاريخية من خلال بداية استخدام كل دولة لهذه السياسة.

ترجع بدايات استخدام التيسير الكمي إلى تسعينيات القرن الماضي من قبل البنك المركزي الياباني نتيجة المشاكل التي تعرض لها الاقتصاد الياباني في تلك الفترة، شهد اقتصاد اليابان نموا غير اعتيادي في ثمانينات القرن الماضي حيث ارتفع التضخم وأسعار العقارات بشكل كبير، وبلغ مؤشر نيكاي أعلى مستوى له في التاريخ في عام 1988 حيث بلغ 38500 نقطة ثم بدأ الاقتصاد الياباني يشهد فترة من الركود، وفي عام 1990 حدثت فقاعة اقتصادية أدت إلى انكماش في الاقتصاد الياباني وضعفه أدى إلى انخفاض كبير في أسعار السلع والعقارات ومؤشر الأسهم، ومن أجل مواجهة هذا الركود قام البنك المركزي بتخفيض معدل الفائدة من 7 % حتى وصل في نهاية التسعينيات من القرن الماضي إلى 0.1 %، ومع ذلك لم يكن هناك تحسن واضح في الاقتصاد حيث لم يتجاوز معدل التضخم 0.5 % والناتج المحلي 3% (جواد ، 2019، صفحة 28).

في 19 مارس 2001 قدم بنك اليابان إجراءاته الجديدة للتيسير الكمي لعمليات السوق المالي حيث وصل سعر الفائدة ما بين البنوك إلى الصفر تقريبا، وكان البنك بحاجة إلى مزيد من الإجراءات للتخلص من الضغوط الانكماشية المستمرة، حيث رفع

المستوى المستهدف لأرصدة الحسابات الجارية لديه إلى حوالي 5 تريليون ين، أي حوالي 1 تريليون ين أعلى مما كان عليه قبل هذا التغيير مباشرة، ومن ثم رفع المستوى المستهدف على مراحل إلى حوالي 35 تريليون ين في جانفي 2004، كذلك قام البنك بتحويل مشترياته من أصول الدين الحكومي قصير الأجل إلى السندات الحكومية اليابانية طويلة الأجل (Kimura & Small, 2004, p. 03).

وقد نسبت أول صياغة مكتوبة لعبارة ومفهوم التيسير الكمي لريتشارد فيرنر* عام 1994 خلال العروض التقديمية لمستثمري المؤسسات في طوكيو، ثم ظهر في مقال نشر في 2 سبتمبر 1995 في صحيفة نيهون كيزاي شيمبون ** ووفقا لكاتبه فقد أستخدم هذا المصطلح من أجل اقتراح شكل جديد للسياسة النقدية من قبل البنك المركزي الذي لا يعتمد على تخفيض معدل الفائدة، ولا على وصف السياسة النقدية التقليدية لتوسيع المعروض النقدي، وبدلا من ذلك اقترح فيرنر لتحقيق الانتعاش الاقتصادي أن يقوم البنك المركزي بالشراء المباشر للأصول المتعثرة لدى البنوك والإقراض المباشر للشركات والحكومة (عبد البارئ و شويش، 2014، الصفحات 126-127).

اعتمد بنك اليابان في استراتيجيته الجديدة هذه على ثلاثة ركائز هي (Maeda, Fujiwara, Minshima, & Taniguchi , 2005):

- المحافظة على عرض جيد من السيولة باستخدام أرصدة الحساب الجاري لدى البنك؛
- المحافظة على عرض جيد من السيولة بهدف زيادة مؤشر أسعار المستهلك الأساسية؛
- زيادة المشتريات الحالية من سندات الحكومة اليابانية طويلة الأجل عندما تكون هناك الحاجة لمزيد من السيولة.

الفرع الثالث: أسباب اللجوء إلى سياسة التيسير الكمي

يسعى البنك المركزي من خلال تبنيه لسياسة التيسير الكمي إلى إنعاش الاقتصاد، من خلال توفير السيولة المالية للبنوك التجارية ما يجعلها قادرة على الإقراض من جديد، كما أنه يقوم بشراء كبير للسندات الحكومية وغير الحكومية ما يجعل أسعارها ترتفع بشكل كبير ومتسارع، وبالتالي انخفاض معدلات الفائدة عليها من جهة أخرى، ما يجعل البنوك التجارية تفضل اللجوء إلى الإقراض بدل الاستثمار في السندات.

من جهة أخرى فإن سياسة التيسير الكمي قد يتم اللجوء إليها استثنائيا وفي حالات نادرة من أجل تمويل الموازنة العامة السنوية للدولة، أو من أجل تمويل المخططات التنموية طويلة ومتوسطة الأجل ومن خلال هذا العنصر سنتعرف على أبرز أسباب تبني البنوك المركزية حول العالم لسياسة التيسير الكمي، وأهم الأهداف التي تصبو إلى تحقيقها (هاني و وعيل، 2018، صفحة 250).

أولا–الرفع بشكل مكثف في كمية الأموال المتداولة في الاقتصاد:

يهدف الضخ المكثف للسيولة إلى تفادي عائق تجميد نسب الفائدة ويحاول البنك المركزي تلبية الطلب على النقد من قبل المتعاملين الاقتصاديين على أمل أنهم سينفقون مباشرة هذه الأموال، وفي الظروف العادية لا يمكن استعمال هذه القناة المباشرة عن طريق الكتلة النقدية لأن الطلب على النقد غير مستقر على المدى القصير أما في الفترات الاستثنائية فإن عدم الاستقرار المذكور على المدى القصير لا يشكل عامل انشغال كبير طالما أن البنك المركزي مستعدا لضخ الأموال بكميات غير محدودة، بيد أنه في بعض الأحيان يمكن حتى لعرض غير محدود ألا يكفي لتحفيز الإنفاق إذا ما كان الطلب على النقد في حد ذاته غير محدود، ولهذا السبب يتم توجيه عرض النقود نحو الدولة بما أنها المتعامل الاقتصادي الوحيد الذي من المؤكد أنه سينفق هذه الأموال من خلال عجز الميزانية (صاري، 2016، صفحة 97).

ثانيا–التأثير على نسب معدلات الفائدة:

حيث يمكن للبنك المركزي الالتزام بشكل صريح بالإبقاء على نسب الفائدة الرئيسية في مستوى منخفض جدا وحتى في مستوى الصفر لفترة طويلة كما يمكنه ضبط شروط مسبقة للرفع في هذه النسب مستقبلا مثل الوصول إلى مستوى معين من معدلات البطالة والتضخم (صاري، 2016، صفحة 98).

ثالثا–إزالة عوائق السيولة في أسواق القروض:

ان السيولة التي تحصل عليها البنوك التجارية من البنك المركزي لا تصل إلى القطاعات الاقتصادية ويعود سبب ذلك إلى كون هذه البنوك تقوم باستثمار تلك الأموال في شراء السندات الحكومية التي تعد أكثر أمنا وأقل خطورة، فعندما يقوم البنك المركزي بشراء السندات الحكومية فإن سعرها يرتفع وينخفض العائد عليها وبذلك تفقد السندات الحكومية بريقها وتقوم البنوك بالتخلص منها والبحث عن مصادر ائتمانية أخرى وقطاعات اقتصادية لأخرى، فيتدخل البنك المركزي ويقوم محل البنوك التجارية بعملية تمويل الاقتصاد مباشرة وذلك بشراء السندات التي تمثل قروضا للاقتصاد، حيث تمكن هذه العملية من إضفاء الحيوية على سوق السندات ومن توفير تمويلات للاقتصاد بشكل مباشر، ويتعين عل البنك المركزي في هذه الحالة تحمل مخاطر القرض ونسب الفائدة والتي لا تعتبر من مهامه العادية (عبد البارئ و شويش، 2014، صفحة 126).

المطلب الثاني: العلاقة بين التيسير الكمي وبعض المصطلحات الاقتصادية المشابهة.

بعد ظهور مصطلح التيسير الكمي تشابه مفهومه مع بعض المصطلحات الاقتصادية، رأينا أن نظهر الاختلاف فيما بينها من خلال ما يلي:

الفرع الأول: الفرق بين التيسير الكمي والسوق المفتوحة

لمعرفة الفرق بين السوق المفتوحة والتيسير الكمي يجب تسليط الضوء على السوق المفتوحة ومن ثم تحديد أهم الفروقات بينهما.

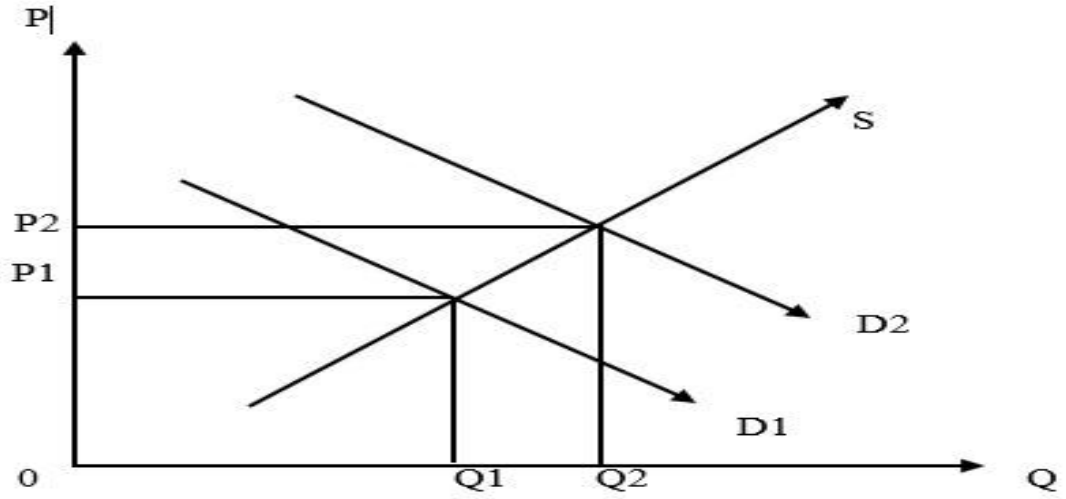
تعرف السوق المفتوحة على أنها دخول البنك المركزي للسوق النقدية من أجل تخفيض أو زيادة حجم الكتلة النقدية عن طريق بيع أو شراء الأوراق المالية من أسهم وسندات، وهذا ما يعمل على في نفس الوقت على انخفاض أسعار الفائدة أو ارتفاعها، وتعتبر هذه الوسيلة الأكثر شيوعا واستعمالا خاصة للدول المتقدمة، فهي تعتبر من أكثر الأدوات فعالية في التأثير على المعروض النقدي (بلعزوز ، 2006، صفحة 125).

يؤدي استخدام هذه الأداة إلى تغير حجم النقد المتداول ويؤثر على قدرة البنوك التجارية على خلق الائتمان، فشراء السندات الحكومية وأذونات الخزينة والذهب والأوراق المالية يؤدي إلى زيادة النقد المتداول أ ما في حالة البيع يؤدي ذلك إلى انخفاض النقد المتداول. ومنه تزداد قدرة البنوك التجارية على خلق الائتمان في حالة الشراء، وتنخفض في حالة البيع (قدي، 2005، صفحة 90). يلاحظ وجود حالتين في عمليات السوق المفتوحة:

أولا–الحالة الأولى:

عندما يدخل البنك المركزي السوق المفتوحة بصفته مشتريا للأوراق المالية والسندات الحكومية من الأفراد والبنوك التجارية ويوضح الشكل رقم (01) هذه الحالة. بمجرد دخول البنك المركزي إلى السوق لشراء قسم من هذه الأوراق المالية المعروضة سينتقل منحنى الطلب إلى اليمين والأعلى من D1 إلى D2 لزيادة الطلب على الأوراق المالية، وبالتالي سيكون البنك قد اشترى الكمية Q2 بالسعرP2 وبهذه العملية وعند ثبات سعر الفائدة الاسمي فإن أسعار الفوائد ستنخفض في السوق المفتوحة لأنه كلما ازدادت الكمية المباعة من الأوراق المالية ستنخفض العوائد منها أي ينخفض سعر الفائدة الذي يكسبه أصحاب السندات، وهذا يعني أن كمية النقد في التداول خارج رصيد البنك المركزي ولحساب البنوك التجارية والأفراد والاقتصاديين قد زادت عما كانت عليه (زيادة عرض النقد في التداول) نتيجة شراء البنك المركزي لهذه الأوراق المالية. وقد يكون الهدف من زيادة عرض النقد في التداول هو تطبيق سياسة توسعية لمواجهة حالة الكساد عن طريق خلق طلب فعال في الاقتصاد على السلع والخدمات، ومن ثم تزايد سرعة المعجل وبالتالي ارتفاع معدل النمو الاقتصادي وزيادة الثروة القومية (هيفاء غ.، 2010، صفحة 44).

الشكل رقم (01–01): عملية دخول البنك المركزي كمشتري في السوق المفتوحة.



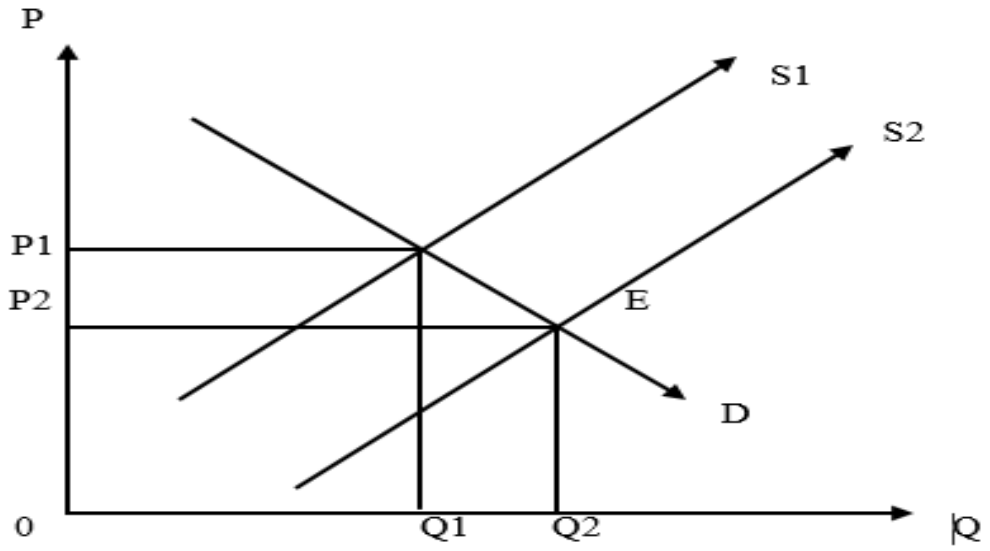
المصدر: (هيفاء غ.، 2010، صفحة 44)

ثانيا–الحالة الثانية:

إذا ما رغبت السلطات المختصة تطبيق سياسة الانكماش بسبب وجود شبح التضخم وبداية ارتفاع الأسعار وانخفاض قيمة النقد، فإن البنك المركزي سيحاول عن طريق السوق المفتوحة سحب كمية النقود الفائضة في التداول، وهنا يدخل البنك المركزي كبائع للأوراق المالية في السوق المفتوحة والشكل رقم (02) يوضح عملية البيع تلك.

يعرض البنك المركزي كمية معينة من الأوراق المالية والسندات الحكومية والتي يمثلها منحنى العرض S2، وبما أن هذه الكمية غير مرنة بالنسبة لسعر العرض سيؤدي ذلك إلى انخفاض سعر العرض للأوراق المالية من P1 إلى P2 كما ويرتفع في الوقت نفسه سعر الفائدة في السوق النقدية (العائد من الأوراق المالية)، وذلك لزياد حجم المعروض من الأوراق المالية من Q1 إلى Q2 ويكون الانخفاض في السعر أكبر من الزيادة في حجم المعروض من الأوراق المالية. ومن يرغب في شراء هذه الأوراق عليه أن يدفع ثمنها نقدا للبنك المركزي الذي سيزداد رصيده النقدي على حساب ارصدة البنوك التجارية أو أرصدة الأفراد الاقتصاديين الذين اشتروا قسما من هذه الأوراق المالية المعروضة للبيع في السوق المفتوحة ذات سعر الفائدة المغري على شرائها، وبالتالي يكون البنك المركزي قد امتص كمية من النقود الموجودة في التداول (هيفاء غ.، 2010، صفحة 46).

الشكل رقم (01–02): عملية دخول البنك المركزي كبائع في السوق المفتوحة.



المصدر: (هيفاء غ.، 2010، صفحة 45).

إن التيسير الكمي يعد قريبا من عمليات السوق المفتوحة في جانب منه، إذ أن عمليات دخول البنك المركزي إلى السوق المالية لشراء الأوراق المالية المتنوعة منها هو جوهر عمليات السوق المفتوحة، وكما رأينا أن التيسير الكمي يتضمن إجراءات مماثلة رغم أنه جرى في بعض الأحيان التركيز على أوراق مالية محددة كالأوراق المالية المضمونة برهن عقاري، لأنها هي التي سببت أزمة السيولة للبنوك الحائزة عليها، وهكذا فان العمليتين تتشابهان من حيث آلية الدخول إلى الأسواق المالية وكذلك من حيث الأثر المستهدف ومن حيث كيفية إحداثه (عبد البارئ و شويش، 2014، الصفحات 131-132).

من خلال ما تم عرضه سابقا حول عمليات التيسير الكمي كأداة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، وجدنا أنها تختلف عن عمليات السوق المفتوحة التي تستخدم من خلال السياسة النقدية التقليدية في بعض النقاط أهمها (العشي و صديقي ، 2018، صفحة 257):

- القيمة المالية لبرامج التيسير الكمي أكبر بكثير من القيمة المالية لعمليات السوق المفتوحة والتي تكون خلال مدة زمنية قصيرة لا تتعدى شهور قليلة أو حتى أسبوع، بينما الأولى تمتد إلى سنوات؛
- يتم الاعتماد على السوق المفتوحة في الحالة الطبيعية للاقتصاد هدفها التأثير على معدلات الفائدة قصيرة الأجل عموما، بقيم صغيرة جدا بينما سياسة التيسير الكمي يتم اللجوء اليها في حالة الازمات المالية عندما تكون معدلات الفائدة قصيرة الأجل بقيم قريبة من الصفر أو صفرية وهذا حتى يتم تحفيز الطلب الكلي والنشاط الاقتصادي؛
- يقوم البنك المركزي من خلال عمليات السوق المفتوحة بشراء سندات الخزينة قصيرة الأجل، بينما من خلال برامج التيسير الكمي تقوم بشراء الأوراق المالية طويلة الاجل مستهدفة ودرجة مخاطرها الانتمائية مرتفعة، كالأوراق المالية المضمونة برهن عقاري وسندات الخزينة ... الخ، ويتم ذلك لمدة عدة سنوات؛

- بما أن أسعار الفائدة على المدى الطويل تميل إلى أن تكون أعلى من المعدلات قصيرة الأجل، فإن التيسير الكمي يمكن أن يدفع بالمعدلات طويلة الأجل إلى مستويات أقل حتى عندما تكون المعدلات قصيرة الأجل قريبة من الصفر، وهو ما عجزت عنه عمليات السوق المفتوحة؛
- إن كان الهدف النهائي لكلتا السياستين يبقى نفسه وهو تحفيز النمو الاقتصادي، فإن الهدف الوسيط يختلف، فعند القيام بعمليات السوق المفتوحة يكون الهدف الوسيط هو أسعار الفائدة، بينما في سياسة التيسير الكمي يكون الكتلة النقدية.

الفرع الثاني: الفرق بين التيسير الكمي وعمليات الإصدار النقدي

لمعرفة الفرق بين الإصدار النقدي والتيسير الكمي يجب تسليط الضوء على الإصدار النقدي ومن ثم تحديد أهم الفروقات بينهما.

أولا–الإصدار النقدي: تعتبر عملية اصدار النقود من أهم وظائف البنك المركزي، وتعرف على أنها قدرة البنك المركزي على تحويل بعض الأصول والمتمثلة في الأصول الحقيقية وشبه النقدية إلى وحدات نقد، هذه الأصول تعتبر التزاما من قبل أعوان اقتصادية كالدولة أو دول أجنبية أو مشروعات صناعية وتجارية أو من قبل مؤسسات نقدية كالبنوك ومؤسسات مالية لصالح البنك المركزي (بوفاسة، 2018، صفحة 106).

هذه الأصول تمثل غطاء الإصدار وتقابلها نقود في جانب الخصوم، ومن الناحية الحسابية يجب أن يتساوى جانب الأصول مع جانب الخصوم والذي من خلاله يتحقق التوازن بين الإنتاج الحقيقي للاقتصاد مع تداول هذا النتاج بوحدات النقد، كأن يحصل البنك المركزي مثلا على كمية من الذهب من بنك تجاري تعادل 1000 غ تقيد في جانب أصول ميزانية البنك المركزي ويصدر بواسطتها أوراق نقدية تساوي كمية الذهب هذه ويقيدها في حساب البنك التجاري كوديعة، وبالتالي يكون أصدر نقودا جديدة تساوي كمية الذهب وتتكرر هذه العملي عدة مرات بقدر الأصول المحققة، ويمكن تحديد أصول البنك المركزي كما يلي (بوفاسة، 2018، صفحة 106):

1–الذهب: وهو أصل حقيقي؛

2–العملات الأجنبية: شبه أصل حقيقي؛

3–سندات الخزينة: عبارة عن صكوك تصدرها الحكومة؛

4–الأوراق المالية: وهي ديون من قبل المشروعات أو الأفراد لصالح القطاع البنكي.

ثانيا–أسس الإصدار النقدي:

أثارت مسألة تنظيم أسس الإصدار النقدي من قبل البنك المركزي خلافا في الرأي بين مختلف الاقتصاديين، وكانوا بين مناد بحرية الإصدار النقدي وتقييده. يرى أصحاب حرية الاصدر النقدي أن للبنك المركزي الحرية التامة في اصدار كمية النقود

حسب التغيرات في الطلب على النقود ووفقا لحاجة المعاملات وأن يتم تغيير الإصدار بصورة تلقائية، فعندما يكون النشاط الاقتصادي في حالة رواج يزداد الطلب على الاقتراض من البنوك وهذا يستلزم مزيدا من كميات النقود لاستخدامها في التوسع في حجم الائتمان المطلوب، وكذلك للاستجابة إلى زيادة الحاجة إلى تداول أوراق نقدية جديدة لزيادة حجم المعاملات، وهذا يعني أن يخضع عرض النقود للطلب عليها أو إلى مدى حاجة السوق اليها ويحدث العكس في حالة الكساد (الطاهر و موفق ، 2006، صفحة 304).

أما بالنسب للرأي المنادي بتقييد الإصدار النقدي فيرى أصحابه أن إصدار النقد يجب أن يكون محدودا باحتياطات الذهب التي في حوزة البنك المركزي، وذلك لإمكانية التحويل الكامل للعملة المصدرة إلى ذهب وبالتالي فإن الإصدار النقدي يكون معرض للزيادة والنقصان تبعا لكمية الذهب المتاحة، ومن بين الانتقادات الموجهة لهذا الرأي أن عملية الإصدار النقدي لا تأخذ في الحسبان الظروف الاقتصادية التي تمر بها الدولة من رواج وكساد وكذا متطلبات التجارة الخارجية والقطاعات الاقتصادية المختلفة (الدوري و السامرائي، 2006، صفحة 36).

ثالثا–أنظمة الإصدار النقدي:

من أهم نظم الإصدار النقدي ما يلي (بوفاسة، 2018، الصفحات 109-110):

1–نظام الغطاء الذهبي الكامل: هو إتاحة البنك المركزي إصدار النقود بما لديه من ذهب، أي مقدرة البنك في الإصدار تكون بنسبة 100% بما يملكه من ذهب في خزانته. وقد أصبح هذا النظام يشكل عائقا للبنك بحيث لا يتناسب مع احتياجات التعامل الاقتصادي من النقود إلا أنه يعطي الثقة الكاملة في الأوراق النقدية، مما أدى إلى العدول عنه واستبداله بنظام أكثر مرونة.

2–نظام الإصدار الجزئي: وهو تحديد حد أقصى في الإصدار مغطى بالسندات الحكومية وما زاد عن ذلك يغطى بالكامل بالذهب، ويعتبر هذا النظام أكثر مرونة من السابق، لأن الحكومة تستطيع زيادة أو تخفيض السندات، إلا أن البنك لا يمكنه أن يزيد عن ذلك الحد إذ تعذر عليه زيادة الحصول على الذهب مما يؤدي إلى عدم الاستجابة إلى حجم النشاط الاقتصادي.

3–نظام غطاء الذهب النسبي: في ظل هذا النظام تحدد نسبة معينة من النقود المصدرة تغطى بالذهب، والباقي يغطى بالسندات الحكومية والأوراق المالية الأخرى، واتبعت هذا النظام في الإصدار دول كثيرة لكن تخلت عنه فيما بعد لأنه يمتاز بالجمود من ناحية أن هذه النسبة المغطاة بالذهب هي الحد الأعلى للإصدار، لكن يمتاز بالمرونة في كون أن هذه النسبة لا تمثل 100%.

4–نظام الحد الأقصى للإصدار: يقوم هذا النظام على تحديد نهاية قصوى من الأوراق النقدية المصدرة دون اعتبار للذهب في ذلك، وان تحديد هذه النهاية القصوى يتم بموافقة السلطة التشريعية أولا وهذا ما يقتضي تغيير القانون السابق المحدد لهذا الحد في الإصدار مما يتطلب ذلك وقتا قد لا يتوافق مع السرعة التي يطلبها النشاط الاقتصادي، لذلك تخلى عنه الكثير من الدول.

5-نظام الإصدار الحر: وهو أن يقوم البنك المركزي بإصدار الأوراق النقدية حسب ما يقدره من احتياجات النشاط الاقتصادي دون ارتباطها لا بالذهب ولا بعامل آخر سوى النشاط الاقتصادي وحاجاته للنقود، يمتاز هذا النظام بالمرونة الكاملة بالنسبة للبنك المركزي فيما يخص عملية الإصدار.

لقد أطلق بعض الاقتصاديون والمحللون الماليون على التيسير الكمي مصطلح طباعة النقود وأنها صيغة جديدة للإصدار النقدي ومع ذلك أعلنت البنوك المركزية أن استخدام الأموال التي تمت طباعتها حديثا مختلفة عن التيسير الكمي، حيث يتم استخدام الأموال التي تمت طباعتها حديثا لشراء السندات الحكومية أو موجودات مالية أخرى في حين أن مصطلح طباعة النقود عادة ما يعني استخدام الأموال التي تمت طباعتها حديثا في تمويل مباشر للعجز المالي الحكومي أو لسداد الديون الحكومية.

ويحظر على البنوك المركزية في معظم الدول المتقدمة قانونا شراء الديون الحكومية بطريقة مباشرة من الحكومة ويجب شراءها من السوق الثانوي وبموجب هذه العملية يتم ذلك بخطوتين حيث تبيع الحكومة السندات للقطاع الخاص ثم يقوم البنك المركزي بشرائها بعد ذلك، وقد أطلق عليها العديد من المحللين مصطلح تنقيد الديون والفرق الجوهري بين التيسير الكمي وتنقيد الديون هي انه مع التيسير الكمي يقوم البنك المركزي بطباعة النقود لتحفيز النشاط الاقتصادي بينما الثاني الذي يتم لتمويل الانفاق الحكومي وقد أعلنت العديد من البنوك المركزية عن نيتها في إعادة بيع السندات الحكومية ومختلف الموجودات المالية في السوق عندما يتعافى الاقتصاد العالمي وبالتالي عكس عملية التيسير الكمي والطريقة الوحيدة الفعالة لتحديد ما اذا كان البنك المركزي قد قام بتنقيد الديون هي مقارنة أدائه النسبي مع أهدافه المعلنة حيث عملت العديد من البنوك المركزية على الوصول إلى التضخم المستهدف لهذا من المحتمل أن يقوم البنك المركزي بتنقيد الديون اذا استمر في شراء السندات الحكومية عندما يكون التضخم فوق المعدل المستهدف وللحكومة مشاكل مع التمويل بالاقتراض (العشي و صديقي ، 2018، الصفحات 257-258).

المطلب الثالث: أدوات التيسير الكمي والمخاطر المرتبطة به.

سنقوم خلال هذا المطلب بالتعرف على أدوات التيسير الكمي ومن ثم التطرق للأهداف التي ترجو البنوك المركزية تحقيقها من خلال هذه الأدوات وكذا المخاطر المرتبطة بها.

الفرع الأول: أدوات التيسير الكمي.

تستخدم البنوك المركزية من أجل نجاح سياسة التيسير الكمي في ظل الازمات مجموعة من الأدوات التي تعتبر حديثة نسبيا عن الأدوات التقليدية المستخدمة سابقا، فهي مشتقة منها لكن يتم تطبيقها بأسلوب حديث نذكر من بين هذه الأدوات ما يلي:

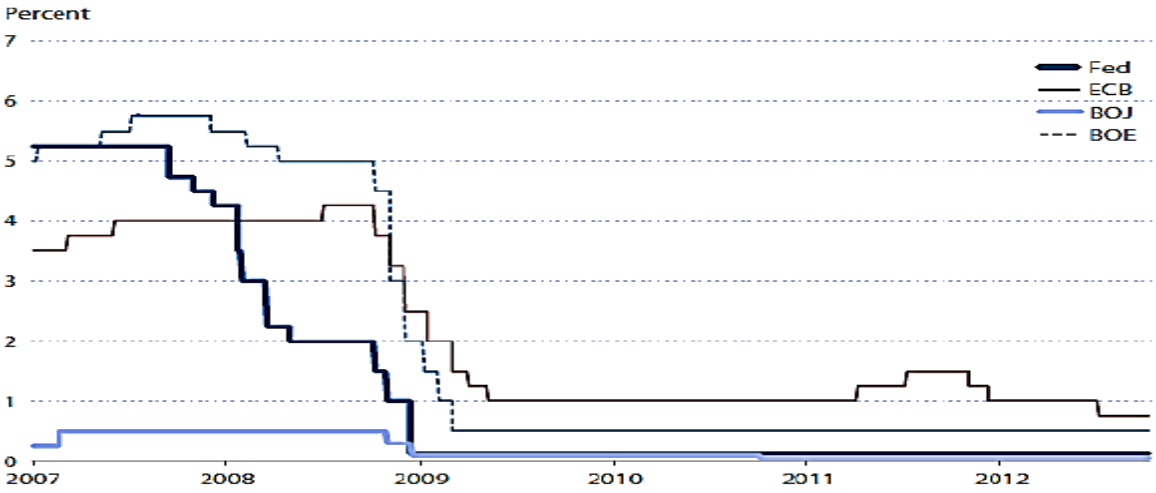
أولا-معدلات الفائدة القريبة من الصفر.

تقوم البنوك المركزية في بداية الازمة بتخفيض معدل الفائدة في سوق ما بين البنوك إلى حدودها الدنيا معطية الضوء الأخضر للبنوك التجارية لاقتراض احتياجاتها المالية بتكلفة منخفضة جدا، ويهدف هذا الاجراء بشكل أساسي إلى حث البنوك التجارية للحصول على الأموال بغية إعادة اقراضها إلى القطاع الخاص سواء لأغراض الاستهلاك أو الاستثمار مما يزيد من

مستويات الطلب الكلي، ما حدث فعلا على أرض الواقع هو أن البنوك التجارية تخوفت من منح القروض حتى في ظل هامش الفائدة الكبير، نظرا لارتفاع المخاطر الائتمانية حول احتمالات عدم السداد خصوصا في حالة الركود التي يعيشها الاقتصاد في ظل الأزمة المالية، لذلك تقوم هذه البنوك عوضا عن ذلك بالتوجه إلى الاستثمار في أصول أكثر أمانا كالسندات الحكومية طويلة الأجل ذات التصنيف الائتماني المرتفع.

إن الحل المقترح لحل هذه المشكلة هو لجوء البنك المركزي إلى شراء تلك السندات من المصارف مؤديا إلى رفع أسعارها في السوق الثانوية ومن ثم يرتفع معدل العائد الفعلي عليها الأمر الذي يجعل عملية الإقراض للقطاع الخاص أكثر جاذبية من الاستثمار في تلك الأوراق أي تعود البنوك إلى نشاطها الأساسي، وهكذا تصل النقود الجديدة إلى أسواق الائتمان الخاصة ومع زيادة عمليات منح القروض ترتفع مستويات الطلب الكلي بشقيه الاستهلاكي والاستثماري وترتفع معها مستويات التشغيل لتتسارع عملية الخروج من الأزمة (Schmidt , 2012, p. 43).

الشكل رقم(01-03): تغيرات معدلات الفائدة للبنوك المركزية الكبرى خلال الأزمة العالمية 2008.



المصدر: (Brett , Fawley, & Christopher , 2013, p. 56)

يتضح من الشكل أن البنوك المركزية الأربعة الكبرى وهي الاحتياطي الفدرالي وبنك إنجلترا وبنك اليابان والبنك المركزي الأوروبي، قد خفضت حقا من معدلات الفائدة إلى مستويات قريبة جدا من الصفر خاصة مع اشتداد حدة الأزمة سنة 2009. وتعتبر هذه العملية كوسيلة من وسائل التيسير الكمي التي اتخذتها هذه البنوك المركزية من أجل إنعاش الاقتصاد والخروج من هذه الأزمة.

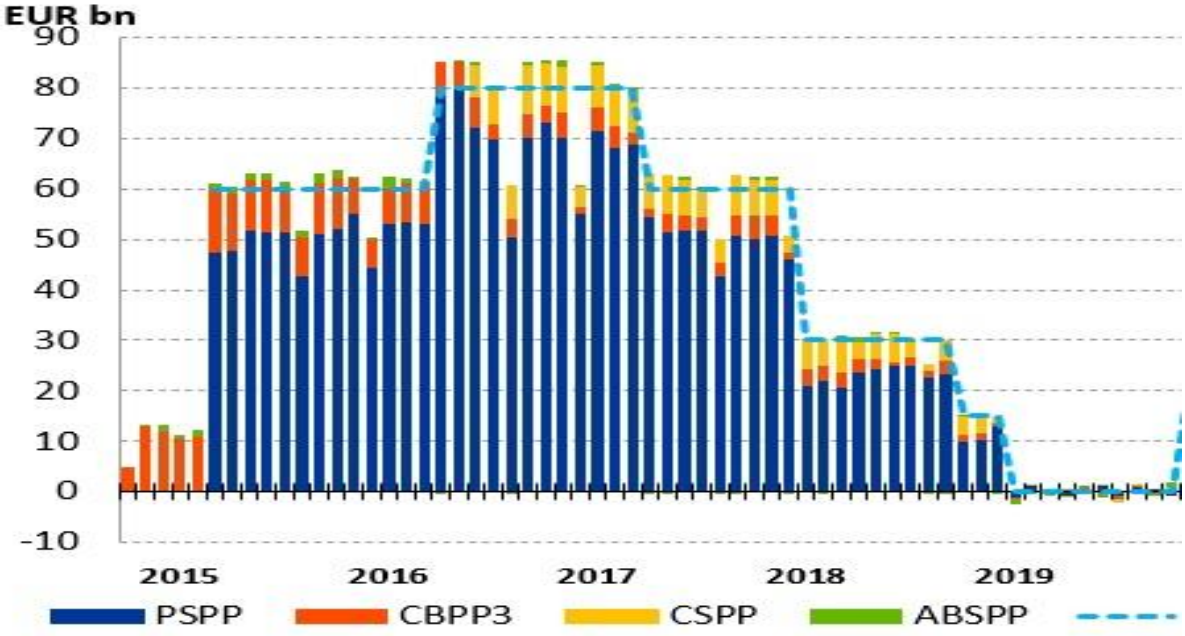
ثانيا-برنامج شراء الأصول على نطاق واسع:

يعرف برنامج شراء الأصول على نطاق واسع على أنه عملية شراء البنوك المركزية الأوراق المالية للقطاع الخاص والشركات بالإضافة إلى السندات الحكومية من البنوك التجارية من أجل زيادة القاعدة النقدية لديها، ما يمكنها من شراء أصول أخرى بالإضافة إلى منح القروض للأفراد وذلك من أجل تحفيز الطلب الكلي من خلال تحفيز الطلب الاستهلاكي للعائلات والطلب

الاستثماري للمؤسسات وقطاع الأعمال وهو ما يمكن أن يؤثر على مستوى العمالة والإنتاج. فعندما يشتري البنك المركزي السندات الحكومية والسندات الخاصة، يمكن استخدام الأموال التي تتلقاها البنوك التجارية للاستثمار في أصول أخرى أو لتقديم قروض للجمهور، مما يؤدي إلى زيادة السيولة في الاقتصاد وبالتالي زيادة إنفاق الأفراد، ويتم تحفيز المنتجين على تحقيق المزيد من الانتاج ويتم خلق المزيد من الوظائف وإعادة تعبئة الاقتصاد (Brett , Fawley, & Christopher , 2013, p. 52).

نفذ بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي عدة جولات من التيسير الكمي بعد الأزمة المالية العالمية في 2007 -2008. في الآونة الأخيرة، استخدم بنك اليابان والبنك المركزي الأوروبي هذه الأداة بعد أن انخفضت أسعار الفائدة إلى مستويات الصفر وما دون الصفر (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2019).

الشكل رقم (01-04): برنامج شراء الأصول المستهدف للبنك المركزي الأوربي 2015-2019.



المصدر: (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2019)

حيث يمثل كل من PSPP برنامج شراء سندات القطاع العام وCBPP3 البرنامج الثالث لشراء السندات المغطاة وCSPP برنامج شراء سندات القطاع الخاص وABSPP برنامج شراء الأوراق المالية المدعومة بالأصول، مختلف صيغ برنامج شراء الأصول من طرف البنك المركزي الأوروبي والممثلة في الشكل رقم (01-04).

قام البنك المركزي الأوربي بعمليات شراء للأوراق المالية المختلفة بمختلف الصيغ في إطار برنامج شراء الأصول حيث بلغ متوسط المبالغ الشهرية ما يلي:

من مارس 2015 إلى مارس 2016 حوالي 60 مليار أورو شهريا؛

من أفريل 2016 إلى مارس 2017 حوالي 80 مليار أورو شهريا؛

من أفريل 2017 إلى ديسمبر 2017 حوالي 60 مليار أورو شهريا؛

من يناير 2018 إلى سبتمبر 2018 حوالي 30 مليار أورو شهريا؛

نهاية ديسمبر 2018 حوالي 15 مليار أورو شهريا وهي فترة نهاية برنامج شراء الأصول من طرف البنك المركزي. يمكن أن نلاحظ أن قيمة شراء الأصول كبيرة جدا وهذا هو وجه الاختلاف بين الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية وأدواتها التقليدية والمتمثلة في السوق المفتوحة (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2019).

ثالثا–التوجيه المستقبلي:

التوجيه المستقبلي هو أداة تستخدمها البنوك المركزية لتوفير التواصل مع الجمهور حول المسار المستقبلي المحتمل للسياسة النقدية، فعندما تقدم البنوك المركزية إرشادات مستقبلية سيستخدم الأفراد والشركات هذه المعلومات في اتخاذ القرارات بشأن الإنفاق والاستثمارات، وبالتالي يمكن للتوجيهات المستقبلية حول السياسة النقدية أن تؤثر على الظروف المالية والاقتصادية.

تتمحور التوجيهات المستقبلية أساسا حول أسعار الفائدة قصيرة الأجل المطبقة من طرف البنك المركزي بالإضافة إلى برنامج شراء الأصول وهذا تبعا للظروف الاقتصادية، ويتم التعديل في توقيت وحجم التعديلات في هذه الأدوات بناء على الظروف الاقتصادية المحققة والمستقبلية المتوقعة بالنسبة لأهداف البنك المركزي والمتمثلة عادة في تحقيق نسب تضخم محددة• وضمان حد أدنى من فرص العمل في سوق الشغل(FED, 2019) .

الفرع الثاني: المخاطر المرتبطة بالتيسير الكمي

قد ينجم على سياسة التيسير الكمي العديد من المخاطر المرتبطة بها يمكن إيجازها فيما يلي:

- قد يسبب التيسير الكمي ارتفاع معدلات التضخم أكثر مما هو مرغوب فيه إذا تمت المبالغة في تقدير المبلغ المطلوب للتسهيل ويتم إنشاء أموال أكثر من اللازم، ومن ناحية أخرى يُمكن أن يفشل إذا كانت البنوك لا تزال مترددة في منح القروض إلى الشركات الصغيرة والأسر من أجل تحفيز الطلب، ويُمكن للتسهيل الكمي أن يُخفف بفعالية عملية تخفيض المديونية كما يخفض العائدات، ولكن في سياق الاقتصاد العالمي قد تساهم معدلات الفائدة المنخفضة في استمرار الأصول في الاقتصاديات الأخرى (Gray & Talbot, 2006, p. 25)؛
- الزيادة في المعروض النقدي لها تأثير تضخمي (كما يتضح من الزيادة في المعدل السنوي للتضخم) وهناك ثغرة زمنية بين النمو النقدي والتضخم، ويُمكن بناء الضغوط التضخمية المرتبطة بالنمو النقدي من التيسير الكمي قبل أن يعمل البنك المركزي على مواجهتها، ويتم تخفيف المخاطر التضخمية إذا كان اقتصاد النظام قد فاق نمو وتيرة زيادة المعروض النقدي من التيسير، وإذا كان الإنتاج في اقتصاد ما يزداد بسبب زيادة المعروض النقدي، فإنه قد تزداد أيضا قيمة وحدة العملة، حتى ولو كان هناك مزيدا من العملات المتاحة، فعلى سبيل المثال إذا كان اقتصاد دولة ما لتحفيز زيادة كبيرة في الإنتاج بمعدل على الأقل عالي بمستوى قيمة الديون المحولة إلى نقد، فسوف تتعادل الضغوط التضخمية، ولا يُمكن أن يحدث هذا إلا إذا كانت البنوك الأعضاء تُقرض بالفعل الأموال الفائضة بدلا من اكتناز النقود الإضافية، وخلال أوقات ارتفاع

•يقوم الاحتياطي الفدرالي الأمريكي باستهداف معدل تضخم يقدر بـ: 2% عند قيامه بوضع السياسة النقدية.

الناتج الاقتصادي لدى البنك المركزي دائما خيار استعادة الاحتياطي مرة أخرى إلى أعلى المستويات من خلال رفع معدلات الفائدة أو وسائل أخرى، بفاعلية عكس خطوات التيسير التي تم اتخاذها (Gray & Talbot, 2006, p. 26).

- عندما يكون الطلب على النقود غير مرن للغاية فيما يتعلق بمعدلات الفائدة أو معدلات الفائدة القريبة من صفر (الأعراض التي تتضمن فخ السيولة)، فإنه يُمكن تنفيذ التيسير الكمي من أجل مواصلة تنشيط المعروض النقدي، وعلى افتراض أن الاقتصاد أدنى من القوى الكامنة (داخل حدود إمكانيات الإنتاج)، فإن التأثير التضخمي لا يكون موجود على الإطلاق، أو بنسبة أصغر بكثير (صاري، 2016، صفحة 5).
- تميل زيادة المعروض النقدي نحو خفض قيمة سعر الصرف لبلد ما مقابل العملات الأخرى. وتنفع ميزة التيسير الكمي هذه بطريقة مباشرة المصدرين المقيمين في البلد التي تؤدي التيسير الكمي وأيضا المدينين الذين لهم ديون صادرة بهذه العملة، حيث أنه عندما تنخفض قيمة العملة تنخفض الديون ومع ذلك فإنها تضر بطريقة مباشرة الدائنين وحائزي العملة حيث أن القيمة الحقيقية لرصيدهم تنخفض ويضر أيضا تخفيض قيمة العملة بطريقة مباشرة المستوردين حيث أن تكاليف البضائع المستوردة تتضخم بانخفاض قيمة العملة، ويُمكن للبنوك أن تستخدم هذه الأموال الجديدة للاستثمار في الأسواق الناشئة والاقتصاديات القائمة على السلع الأساسية والسلع نفسها وفرص غير محلية بدلا من إقراض الشركات المحلية التي تواجه صعوبة في الحصول على القروض (صاري، 2016، صفحة 5).

المبحث الثاني: آلية عمل التيسير الكمي

تستخدم البنوك المركزية سياسة التيسير الكمي لتنشيط اقتصاداتها عندما تصبح السياسة النقدية غير فعالة، ففي العادة ينفذ البنك المركزي السياسة النقدية عن طريق رفع أو خفض معدل الفائدة المستهدف من أجل التحكم في معدل الفائدة بين البنوك وهذا من خلال عمليات السوق المفتوحة، حيث يقوم بشراء أو بيع السندات الحكومية قصيرة الأجل من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى للتحكم في السيولة المتداولة حسب حاجة النشاط الاقتصادي، لكن في حالة الانكماش الاقتصادي وعند تخفيض معدلات الفائدة إلى مستويات صفرية أو قريبة من الصفر ومع عدم انتعاش الاقتصاد، لا يمكن للبنك المركزي أن يجعلها أقل من ذلك وبالتالي يفقد القدرة على ادارة السياسة النقدية عند هذه النقطة والتي تعرف باسم مصيدة السيولة، فيلجأ هنا

إلى شراء كمية محددة من السندات أو الأصول المالية الأخرى من المؤسسات المالية بصرف النظر عن معدل الفائدة وذلك لزيادة المعروض النقدي لانعاش الاقتصاد والخروج من حالة الانكماش كل هذا يتم في إطار التيسير الكمي.

من خلال هذا المبحث سنتعرف أكثر على مصيدة السيولة والحلول المتخذة للخروج منها وكذلك آلية عمل التيسير الكمي.

المطلب الأول: تأثير مصيدة السيولة على فاعلية السياسة النقدية

وفقا لنظرية تفضيل السيولة لدى كينز، توجد علاقة طردية بين الطلب على النقود والدخل. كما يفترض كينز أن عرض النقود يتحدد بالقيمة الحقيقية، فعندما يرتفع الدخل من جهة، يكون لدى الأسر أموالٌ أكثر متاحة، مما يزيد من طلبها على السلع. وهذا يؤدي إلى ارتفاع مستوى المعاملات وبالتالي زيادة الطلب على النقود، سنوضح كيف يقع الأعوان الاقتصاديون في فخ السيولة وكيف يؤثر على ذلك على السياسة النقدية.

الفرع الأول: مصيدة السيولة

يحتفظ الأفراد بالنقود سائلة لتحقيق مكاسب رأسمالية مربحة، مثل شراء الأصول المالية كالأسهم والسندات أو أصول مادية مثل الأراضي والعقارات. وبذلك فهم يقومون بالتضحية بفرصة حالية من العوائد في سبيل تحقيق مكاسب رأسمالية أكبر وأفضل في المستقبل، وهذا يعني أن الطلب على النقود يتوقف على مستوى الدخل وسعر الفائدة وبتعبير رياضي (الطاهر و موفق ، 2006، صفحة 101):

$$Md = f(Y, i)$$

حيث:

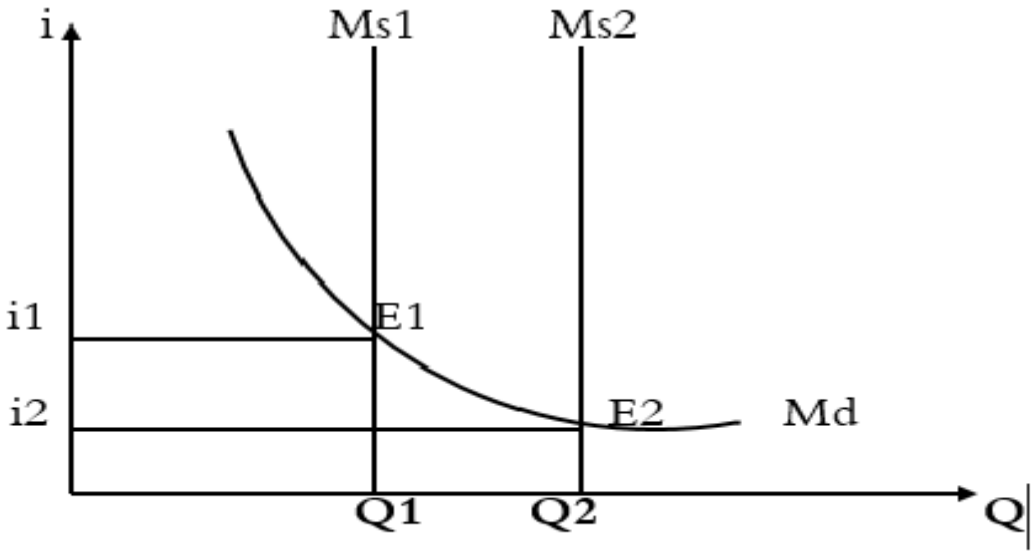
Md تمثل الطلب على النقود.

Y تمثل الدخل.

i تمثل سعر الفائدة.

يلاحظ أن الأفراد يقللون من احتفاظهم بالنقود السائلة عند ارتفاع سعر الفائدة، حيث أن تكلفة الاحتفاظ بالنقود تكون عالية وهذا ما يفسر سحب الأفراد لأموالهم من الودائع الجارية لاستثمارها في السوق النقدية وشراء السندات التي يكون سعرها منخفضا حين تكون أسعار الفائدة مرتفعة، والشكل رقم (05) يمثل منحنى الطلب والعرض على النقود (الطاهر و موفق ، 2006، صفحة 101).

الشكل رقم (01-05): منحنى الطلب وعرض النقود.



المصدر: (الطاهر و موفق ، 2006، صفحة 103)

يتمثل عرض النقود بالمنحنى Ms1 وMs2 وهو يمثل كميات محددة من قبل السلطات النقدية والجهاز المصرفي من خلال السياسة الائتمانية للبنوك التجارية، حيث يتغير سعر الفائدة التوازني من خلال السياسة النقدية فالزيادة في عرض النقود من Q1 إلى Q2 من خلال أدوات السياسة النقدية التوسعية مع بقاء الطلب على النقود على حاله سوف يؤدي إلى حدوث توازن جديد عند E2، وهذا يعني أن سعر الفائدة التوازني سوف ينخفض إلى i2 مما يعني أيضا أن الافراد سيرغبون في الاحتفاظ بأرصدة نقدية أكبر من السابق عند مستويات سعر الفائدة الأقل.

لم يكن سعر الفائدة هو الهدف النهائي للسياسة النقدية، وانما الهدف هو التأثير على الطلب الكلي في الاقتصاد والذي يعد المحرك الرئيسي للنشاط الاقتصادي في سوق السلع والخدمات (محب ، 2019، صفحة 122).

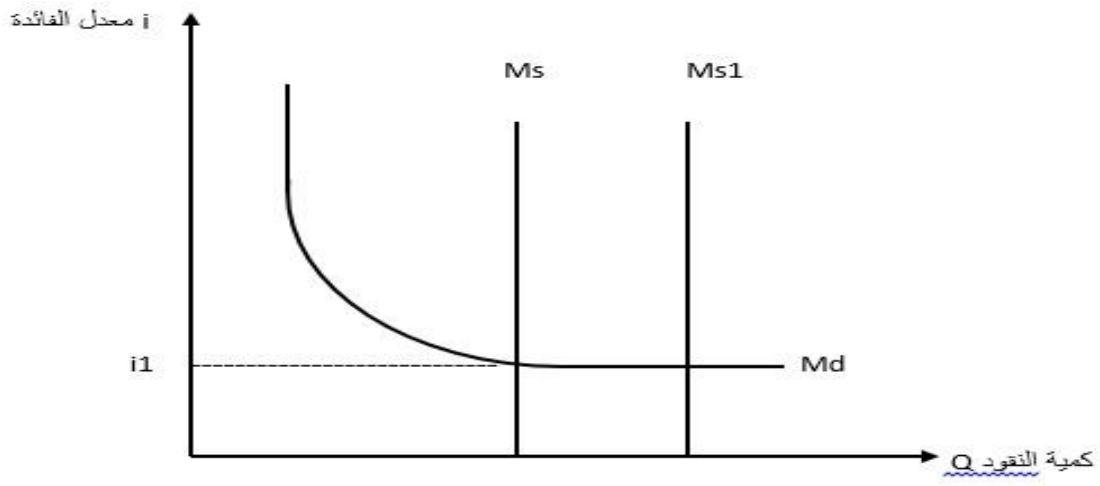
إن انخفاض سعر الفائدة يولد رغبة لدى المستثمرين في زيادة الانفاق الاستثماري حيث يصبح الاستثمار أكبر ربحية، وزيادة الاستثمار تؤدي إلى زيادة الطلب الكلي مما ينتج عنه زيادة في حجم الناتج القومي وبالتالي الزيادة من دفع النشاط الاقتصادي إلى مستوى قريب من التشغيل الكامل، وتستطيع السلطة النقدية أن تحفز النشاط الاقتصادي من خلال زيادة عرض النقود وتخفيض أسعار الفائدة والزيادة في الطلب الكلي بشقيه الاستثماري والاستهلاكي، ويتضح من كل هذا أن فاعلية السياسة النقدية في التأثير من حجم الطلب الكلي يتوقف على (خليل، 2014، صفحة 122):

- مدى استجابة أسعار الفائدة للتغيرات في عرض النقود؛
- مدى استجابة الطلب الاستهلاكي للأفراد والطلب الاستثماري للمؤسسات للتغيرات في أسعار الفائدة.

عند المستويات المتدنية لأسعار الفائدة، وحين تكون تكلفة الاحتفاظ بالنقود منخفضة، تزيد رغبة الافراد بالاحتفاظ بكل ما لديهم من نقود في شكل سائل على أمل تحسن الظروف أو اقتناص الفرص في المستقبل. في مثل هذه الحالة لن تستجيب أسعار الفائدة إلى التغيرات في عرض النقود، وهذه الحالة أطلق عليها مصيدة السيولة فالزيادة في عرض النقود سوف يتم استيعابها

من قبل الافراد دون تخفيض لسعر الفائدة، وبالتالي لن يكون لمثل هذه الزيادة أي تأثير على سعر الفائدة (بوفاسة، 2018، صفحة 61). وتتمثل هذه الحالة حين يصبح منحنى الطلب على النقود خطا أفقيا كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (01-06): حالة الوقوع في مصيدة السيولة.



المصدر: (الطاهر و موفق ، 2006، صفحة 107)

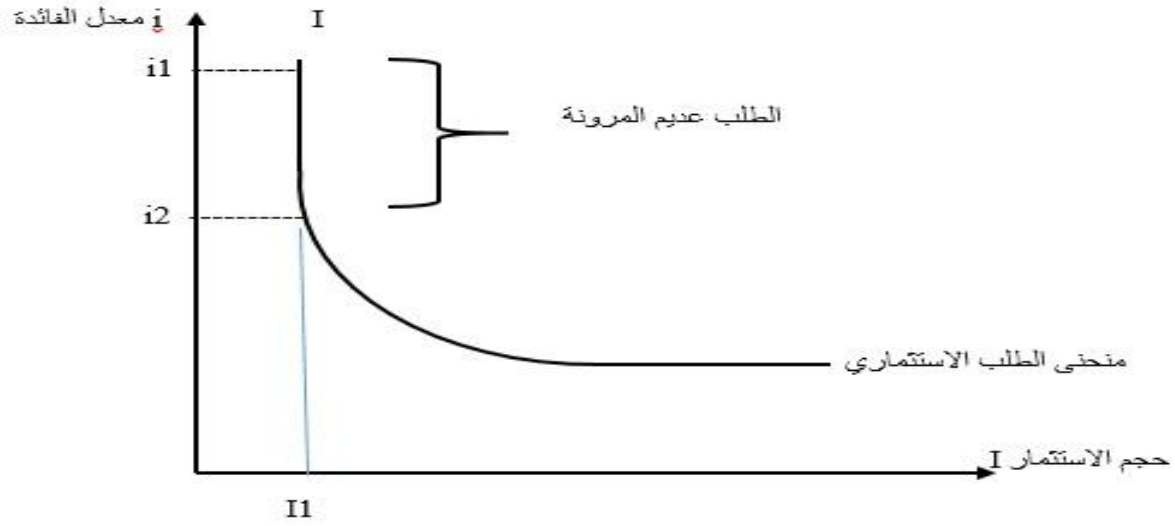
تتمثل منطقة مصيدة السيولة في ذلك الجزء من منحنى الطلب على السيولة (Md) الذي تكون فيه مرونة الطلب على النقود لانهائية، أي بعد النقطة E1 وإلى اليمين، ويلاحظ أن سعر الفائدة بعد هذه النقطة سوف لن يتأثر بزيادة عرض النقود لأنه في هذه الحالة سيكون لدى الأفراد الرغبة في الاحتفاظ بكل النقود الإضافية التي يمكن أن يحصلوا عليها عند سعر الفائدة السائد i1، وبالتالي فإن زيادة عرض النقود سوف لن تخفض من سعر الفائدة وبالتالي فإن السياسة النقدية التوسعية لن تكون قادرة على معالجة الفجوة الانكماشية التي يعاني منها الاقتصاد لأن أثرها على الطلب الكلي يكاد يكون معدوما (بوفاسة، 2018، صفحة 61).

الفرع الثاني: التوقعات المستقبلية لأوضاع السوق.

لو استبعدنا الوقوع في فخ السيولة فليس من المؤكد أن الطلب الكلي سوف يزداد عند انخفاض سعر الفائدة، من المعلوم ان قرارات الاستثمار لا تتأثر فقط بتغيرات أسعار الفائدة وانما تتأثر ايضا بالتوقعات، ففي أثناء فترات الكساد حين يكون مستوى البطالة مرتفعا ومعدل الطلب الكلي منخفضا فإن حافز الشركات للتوسع في الطاقة الانتاجية أو زيادة الاستثمارات يكون منخفضا بسبب انخفاض الارباح المتوقعة، وبالتالي يكون من غير المحتمل أن يستجيب المستثمرين لانخفاض سعر الفائدة ولانخفاض التكاليف على القروض في البنوك. وفي مثل هذه الحالات يكون الطلب الاستثماري ذو استجابة قليلة أو معدومة لتغيرات سعر الفائدة ويمكن وصفه بأنه طلب غير مرن أو عديم المرونة، وكذلك الحال بالنسبة للمستهلكين عند توقعات انخفاض الدخل الحالي أو المستقبلي فلن يكونوا راغبين بالاقتراض رغم انخفاض سعر الفائدة لشراء السلع الاستهلاكية، ونتيجة لذلك وفي مثل تلك الاحوال حتى لو نجحت السلطات النقدية في تخفيض سعر الفائدة فليس من المؤكد أن هذا سيزيد من حجم الطلب الكلي،

ويوضح الشكل أسفله عدم استجابة الاستثمار لتغيرات سعر الفائدة ويتمثل ذلك في الجزء العمودي من منحنى الطلب الاستثماري. يلاحظ من الشكل أسفله أن تخفيض سعر الفائدة من i1 إلى i2 لم يؤد إلى زيادة الانفاق الاستثماري وهذا يعني أن قطاع الاعمال لا يرغب في زيادة الاستثمار في ظل الظروف السائدة، وبالتالي عدم زيادة الطلب الكلي وبهذا فإن الهدف النهائي للسياسة النقدية لم يتحقق (الطاهر و موفق ، 2006، صفحة 108).

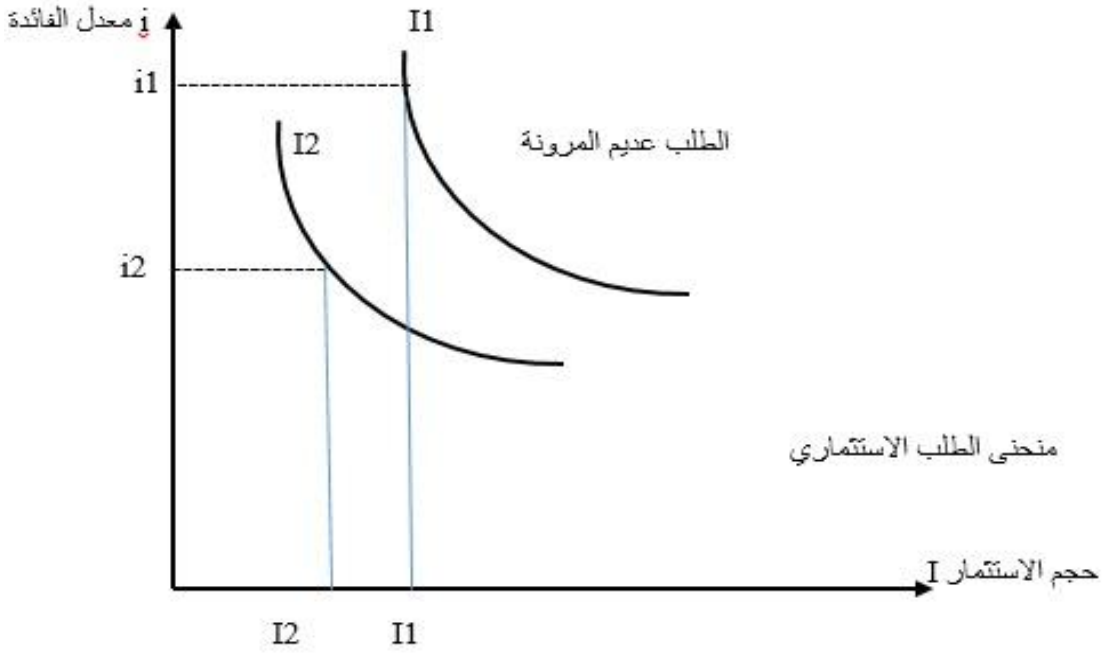
الشكل رقم (01-07): عدم استجابة الاستثمار لتغيرات سعر الفائدة.



المصدر: (الطاهر و موفق ، 2006، صفحة 108)

إن هناك إمكانية تغير موقع منحنى الطلب الاستثماري بسبب تغير التوقعات، فاذا ساءت التوقعات لدى رجال الاعمال حول أوضاع السوق فإن منحنى الطلب الاستثماري سوف ينتقل إلى اليسار (الطاهر و موفق ، 2006، صفحة 109)، أي أن حجم الاستثمارات سوف تقل عند سعر الفائدة السائد في السوق، كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (01-08): أثر التوقعات السيئة على منحنى الطلب الاستثماري.



المصدر: (الطاهر و موفق ، 2006، صفحة 109).

سينتقل منحنى الطلب الاستثماري من I1 إلى I2 بسبب التوقعات السيئة للمستثمرين ورجال الاعمال حول أوضاع السوق، وبالتالي فإن انخفاض سعر الفائدة إلى i2 لم يؤد إلى زيادة حجم الاستثمار بل أدى إلى انخفاضه من Q1 إلىQ2.

المطلب الثاني: آلية التيسير الكمي كحل لمصيدة السيولة.

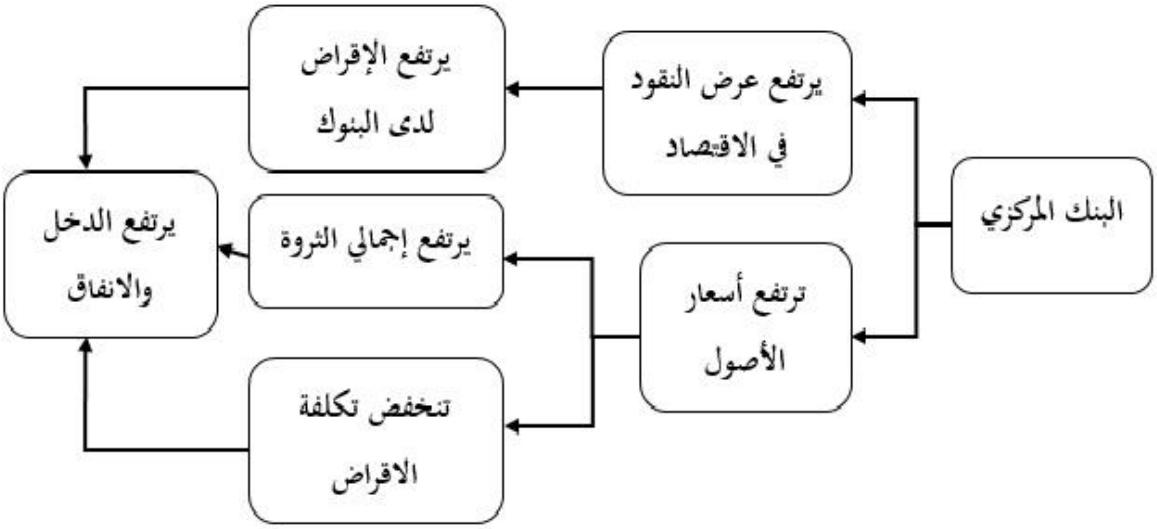
رأينا سابقا أن البنوك المركزية تستطيع أن تخفض أسعار الفائدة من أجل تحفيز الطلب الكلي والنهوض بالنشاط الاقتصادي عندا يولجه خطر الركود والتباطؤ، كما أنها تستطيع أيضا أن ترفع هذه الأسعار من أجل إبطاء حركة النشاط الاقتصادي ومنعه من التضخم، لكن أثبتت السياسة النقدية عدم فعاليتها عند انخفاض أسعار الفائدة في الأزمات كما وضحنا سابقا في مصيدة السيولة مما أدى بالبنوك المركزية بالاعتماد على التيسير الكمي كما سنرى في هذا المطلب.

الفرع الأول: آلية عمل التيسير الكمي.

من السهل الرفع في معدلات الفائدة من أجل كبح النشاط الاقتصادي إذا تطلب الأمر ذلك، لكن في حالة التخفيض فيها فإن لها حد معين وهو الصفر، فحسب الاقتصادي جون ماينارد كينز فإنه من السهل وضع القيود على الطلب الكلي لكن من الصعب إيجاد هذا الطلب أو تحفيزه في حالة الركود، لخص كينز هذه المشكلة في مصيدة السيولة وهي الحالة التي تصبح فيها أدوات السياسة النقدية عديمة الفعالية في تحفيز النشاط الاقتصادي ويحدث ذلك لكون الافراد يفضلون الاحتفاظ بالنقد دون إعطاء أهمية لكمية زيادة عرض النقود أو مدى انخفاض أسعار الفائدة لأنهم يتوقعون هبوط الأسعار مما يشجعهم على تأجيل عملية الانفاق (دبا، 2018، صفحة 24).

ما الذي يحدث عندما يكون سعر الفائدة قريب منخفض ولا يزال النشاط الاقتصادي يعاني من الركود والبطء، هذا هو التساؤل الذي وجدت البنوك المركزية حول العالم نفسها في مواجهته، فقامت بتحديد سعر الفائدة عند مستوى الصفر وقامت بإغراق السوق بأموال جديدة جراء شراء أوراق مالية مثل السندات الحكومية طويلة الأجل، وتجدر الإشارة إلى أنه لا يتم طباعة أية أوراق نقدية جديدة بل تقيد في حسابات البنوك والمؤسسات المالية لدى البنك المركزي أي يقوم بتكوين الأموال من فراغ على أمل أن تقوم البنوك بالتوسع في عملية الإقراض وتعزيز الانفاق في النظام الاقتصادي (Buckley & Desai, 2011, p. 185).

الشكل رقم (01–09): تأثير التيسير الكمي في النشاط الاقتصادي.



المصدر: (Buckley & Desai, 2011, p. 185)

وتتم هذه العملية في الواقع عن طريق قيام البنوك المركزية بشراء محفظة واسعة من الأصول كالقروض المعدومة والأصول عالية المخاطر السندات الحكومية من المؤسسات المالية بصورة منتظمة وبكميات كبيرة ومن ثم تقوم هذه المؤسسات المالية باستخدام هذه الأموال لتنفقها على شراء السلع والخدمات أو الأصول الأخرى وبذلك ترتفع أسعار الأصول مما يجعل الأفراد يشعرون بالثراء، وفي نفس الوقت تقوم البنوك التجارية بالتوسع في عملية الإقراض لكون احتياجاتها النقدية قد ارتفعت وانخفضت تكلفة الإقراض، كل هذه العوامل لا بد لها أن تشجع الأفراد والمؤسسات التجارية على زيادة الانفاق مما يؤدي إلى انتعاش النظام الاقتصادي (رمزي ، 2019، صفحة 8).

الفرع الثاني: المعالجة المحاسبية لألية التيسير الكمي.

إن عملية التيسير الكمي لا تعدو أكثر من كونها قيود محاسبية يضيفها البنك المركزي لميزانيته من خلال رفع احتياطيات المؤسسات المالية التي سيقوم بشراء السندات منها، ثم عندما يقوم بإطفاء هذه السندات عند انتهاء مرحلة التيسير الكمي سوف

يتم التخلص من هذه الاحتياطات بقيود معاكسة في الميزانية، وبالنظر إلى الموضوع من وجهة نظر محاسبية يمكن القول انه يتم تسجيل النقود الجديدة التي يصدرها البنك المركزي في جانب الالتزامات في ميزانيته، بهذا الشكل يكون كل من جانبي الأصول والخصوم قد ارتفع بقيمة الأوراق المالية التي قام البنك المركزي بشرائها، ويهدف البنك المركزي من شراء هذه الأوراق إلى رفع أسعارها وتخفيض عوائدها من جهة وتمويل الشركات المصدرة لها ورفع احتياطات التمويل للبنوك التجارية من جهة أخرى وينتج عن ذلك رفع في ميزانية البنك المركزي بقيمة هذه السندات (رملي، التمويل غير التقليدي في الجزائر وفق تعديلات قانون النقد والقرض ... هل يتعلق الأمر بالتيسير الكمي؟ ، 2018، الصفحات 223-224)، وفي نهاية عملية التيسير الكمي يقوم البنك المركزي بالعملية العكسية وهي إطفاء القيود المحاسبية وبالتالي تخفيض ميزانيته من جديد وهو ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (01-10): عملية التيسير الكمي محاسبيا

أثناء التيسير الكمي

أصول	خصوم
+ السندات	+احتياطات المؤسسات المالية

بعد التيسير الكمي

أصول	خصوم
-السندات	-احتياطات المؤسسات المالية

تقليص حجم الميزانية

المصدر: (رملي، 2018، صفحة 225).

المطلب الثالث: قنوات انتقال أثر التيسير الكمي في الاقتصاد.

تهدف سياسة التيسير الكمي إلى نقل تأثيرها إلى الاقتصاد الحقيقي للقضاء على الأزمات، هناك مجموعة من القنوات التي يتم من خلالها نقل هذا التأثير نذكرها فيما يلي:

الفرع الأول: قناة إعادة توازن محفظة المؤسسات المالية والمصارف.

تلعب المؤسسات المالية في الاقتصادات العالمية المتقدمة دورا كوسيط بين المقترضين والمدخرين بالإضافة إلى دورها في الاستثمار في الأسواق المالية وخاصة سوق السندات، حيث تقوم هذه المؤسسات بالاستثمار في السندات ذات المخاطر المنخفضة والتي تمتاز بأسعارها المرتفعة عادة مثل سندات الرهن العقاري والسندات الحكومية، ومع ظهور الأزمة المالية العالمية 2008 فإن القيمة السوقية لهذه السندات انهارت وانخفضت انخفاضا كبيرا، وبالتالي تحملت هذه المؤسسات خسائر كبيرة أدت إلى انخفاض

أرباحها ومن ثم انخفاض استثماراتها في الأسواق المالية ونتيجة لذلك انخفضت حساباتها لدى البنوك التجارية، كل هذا أدى إلى عدم توازن محفظة هذه المؤسسات بسبب الانخفاض الكبيرة في السيولة.

يقوم البنك المركزي بشراء الأصول في محافظ المؤسسات المالية ويستهدف شراء السندات طويلة الأجل لأن السندات قصيرة الأجل تعتبر بدائل للنقود وبالتالي ليس لها تأثير على محافظ هذه المؤسسات، ويعمل التيسير الكمي على إعادة توازن المحفظة من خلال تخفيض عدد السندات التي بحوزة المؤسسات المالية في جانب الموجودات وزيادة حساب الودائع بالمقدار نفسه لدى البنك التجاري الذي يتعامل معه بنفس قيمة مبيعات السندات، وبالتالي يحدث توازن في المحفظة وتصبح لدى المؤسسة المالية سيولة مالية تساعدها على الاستثمار في الأسواق المالية وبالتالي تنتعش هذه الأسواق من جديد (جواد ، 2019، صفحة 30).

الفرع الثاني: قناة سعر الصرف.

تؤثر سياسة التيسير الكمي بشكل كبير على سعر صرف العملات، فخلال الأزمة المالية العالمية كانت معدلات الفائدة قريبة من الصفر فعملية التيسير الكمي التي قامت بها الولايات المتحدة الأمريكية، أدت لعملية كبيرة من شراء السندات وحركية كبيرة لرؤوس الأموال شهدتها مختلف دول العالم، مما سبب تدفق هائل للدولارات رغبة في الاستفادة من معدلات النمو الكبيرة خاصة في الاقتصاديات الناشئة، مما ساهم في بيع عملاتها وزيادة الطلب عليها في سوق الصرف وبالتالي ارتفعت قيمتها مقابل الدولار مما أدى إلى وضع صادراتها في موقف ضعيف، لأنه من الناحية النظرية كلما ارتفع سعر صرف العملة انخفض الطلب على صادرات الدولة لارتفاع أسعار سلعها وخدماتها (العشي و صديقي ، 2018، صفحة 256).

ومن جهة أخرى يؤدي انخفاض معدلات الفائدة على بعض الأصول المالية في الأسواق كالسندات الحكومية إلى انخفاض الطلب عليها لانخفاض العائد المتوقع منها، وبما أن هذه السندات مسعرة بالدولار سيؤدي إلى انخفاض قيمة الدولار لانخفاض الطلب على هذه السندات، ان انخفاض سعر صرف العملة يؤدي إلى منح السلع المصنعة محليا ميزة تنافسية أمام نظيرتها الأجنبية، وبالتالي يزداد الطلب عليها في الأسواق الدولية وهو ما يؤثر بشكل إيجابي في العمليات الإنتاجية وتتحسن معها معدلات النمو والتشغيل وتتسارع عملية الخروج من آثار الركود الاقتصادي (دبا، 2018، صفحة 26).

الفرع الثالث: قناة الإشارة.

ان التزام البنك المركزي بالإبقاء على معدلات الفائدة منخفضة حتى مع تحسن الوضع الاقتصادي يمكن أن يؤدي إلى تخفيض الفائدة من خلال التأثير على توقعات المستثمرين حول مسار أسعار الفائدة في المستقبل، وعندما يقوم البنك المركزي بانتهاج ألية التيسير الكمي يكون السبب الرئيسي وراء هذه السياسة هو ضعف المؤشرات الاقتصادية والمالية، وبما أن عملية التيسير الكمي أو برنامج شراء الأصول له تأثير مباشر على معدلات الفائدة طويلة الأجل حيث يؤدي إلى زيادة أسعار السندات مما يؤدي إلى انخفاض معدلات الفائدة وهذه السياسة بدورها تنعكس على توقعات المستثمرين حيث أن إعلان البنك المركزي لسياسة التيسير الكمي سوف تعطي انطباع لدى المستثمرين بما أن معدلات الفائدة سوف تنخفض في المستقبل وهو ما ينعكس على زيادة الثقة في أسعار الأصول وفي الاقتصاد ومستقبل معدل الفائدة (جواد ، 2019، صفحة 31)، فالمخرج الوحيد من

مصيدة السيولة هو التحكم في توقعات المستثمرين فتحفيز التوقعات من خلال التيسير الكمي يمكن أن يكون له فعالية كبيرة، فالإنتاج الحالي يرتبط بكل من الإنتاج المتوقع وتحركات أسعار الفائدة الإسمية والحقيقية الحالية والمتوقعة مستقبلا، ومن خلال التيسير الكمي يمكن التأثير على توقعات الأعوان الاقتصاديين حول مسار السياسة النقدية مما يعيد لها الفعالية اللازمة لتجاوز الأزمة حتى عند معدلات فائدة قريبة من الصفر أو تحت الصفر (العشي و صديقي ، 2018، صفحة 254).

الفرع الرابع: قناة السيولة.

تتعرض أسواق التمويل قصيرة الأجل إلى اضطرابات كبيرة أثناء فترة الأزمات المالية خصوصا أسواق التوريق وسندات الرهن العقاري وسوق ما بين البنوك، مما يؤدي بالبنوك التجارية إلى زيادة حيازتها على الأصول السائلة خوفا من عدم قدرتها المستقبلية على الاقتراض من هذه الأسواق وتحسبا لمواجهة المخاطر وحماية نفسها من صدمات السيولة المستقبلية، وتحدث أزمات السيولة لدى البنوك التجارية عندما لا تستطيع سيولة الاحتياطات من تغطية الاحتياجات التشغيلية للبنوك، فتلجأ البنوك المركزية لإقراض البنوك التي تعاني من هذه المشاكل بما تحتاجه من السيولة وتتراوح مدة القروض من أسبوع إلى شهر (جواد ، 2019، صفحة 32).

تقوم البنوك المركزية العالمية خاصة في الدول المتقدمة إلى توفير المزيد من السيولة واستخدامها في شراء الأصول الحكومية والخاصة عالية المخاطر والمعرضة للانهيار، بهدف توفير الاحتياطات بما يعمل على زيادة معدلات السيولة لدى البنوك التجارية ومن ثم زيادة معدلات الطلب على هذه الأصول وبالتالي ترتفع قيمتها من جديد.

ففي بداية الأزمة المالية العالمية في 2008 حقنت البنوك المركزية في الدول المتقدمة كالولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا واليابان ومنطقة اليورو ما يزيد عن 4.7 ترليون دولار من السيولة في اقتصاداتها، مما دفع معدلات الفائدة إلى مستويات صفرية فارتفعت معدلات نمو الناتج المحلي إلى مستويات موجبة ومنعت النظام المالي العالمي من الانهيار (صاري، 2018، صفحة 73).

المبحث الثالث: مقاربات التيسير الكمي وأثره في الاقتصاد

يعد التيسير الكمي من أبرز أدوات السياسة النقدية غير التقليدية التي برزت بقوة عقب الأزمات المالية العالمية، باعتباره آلية مباشرة لزيادة السيولة ودعم النشاط الاقتصادي عندما تصبح أدوات السياسة التقليدية غير فعالة، وقد أدى اتساع استخدام هذه السياسة إلى بروز نقاش واسع بين المدارس الاقتصادية حول جدواها وتأثيراتها، إذ تختلف المقاربات النظرية للكلاسيك، والكينيزيين، والنقديين، والكلاسيكيين الجدد بشأن طبيعة انتقال أثر النقود إلى الاقتصاد الحقيقي، ويهدف هذا المبحث إلى تحليل مختلف هذه المقاربات النظرية واستعراض آليات تأثير التيسير الكمي على المتغيرات الاقتصادية، كما يتناول المبحث الأهداف المباشرة لهذه السياسة في ظروف الأزمات بالإضافة إلى انعكاساتها السلبية المحتملة على المدى المتوسط والطويل سواء على الاقتصاد المحلي أو الاقتصاد العالمي.

المطلب الأول: مقاربات المدارس الاقتصادية حول التيسير الكمي

يثير التيسير الكمي جدلا واسعا بين المدارس الاقتصادية باعتباره أحد أكثر أدوات السياسة النقدية غير التقليدية تأثيرا في بنية الاقتصاد الكلي، فاختلاف التصورات النظرية حول دور النقود، وسرعة انتقال أثرها، وطبيعة العلاقة بين السيولة والأسعار، أدى إلى تباين في تقييم فعالية هذه السياسة عبر السياقات الاقتصادية المختلفة، ويستعرض هذا المطلب أهم المقاربات الفكرية التي تبنتها المدارس الكلاسيكية والكينزية والنقدية والكلاسيكية الجديدة لفهم التيسير الكمي، ويسمح هذا الإطار النظري بتحديد الأسس التحليلية التي تبنى عليها السياسات النقدية الحديثة في فترات الأزمات.

الفرع الأول: المدرسة الكلاسيكية.

تستند نظرية كمية النقود التي قدمها الاقتصادي الأمريكي فيشر عام 1911 إلى الفرضية الكلاسيكية بشأن دور النقود في الاقتصاد والمتمثل في وظيفة واحدة وهي التبادل أي وسيط للتبادل، ووفقا لهذه النظرية لا يوجد للاكتناز في الاقتصاد أي أثر بمعنى أن الرشادة الاقتصادية تقتضي عدم احتفاظ الأعوان الاقتصاديين بأي رصيد نقدي عاطل (الجميلي، 2018، الصفحات 314-315).

استخدم فيشر معادلة التبادل $MV=PT$ لصياغة نظرية كمية النقود، وطبقا لهذه النظرية فإن:

M = كمية النقود المعروضة

V = سرعة دوران النقود أي متوسط عدد المرات التي تنفق فيها وحدة النقود لشراء السلع والخدمات خلال فترة زمنية معينة، وعليه فإن MV يعطينا العرض الكلي الفعال للنقود وهي قيمة النقود المتداولة خلال فترة زمنية معينة.

T = الحجم الكلي للمبادلات من السلع والخدمات أي حجم كل المعاملات في الاقتصاد القومي.

P = المستوى العام للأسعار لكل المبادلات التجارية وعليه فإن PT هي القيمة النقدية لكل المعاملات التي تمت في الاقتصاد القومي خلال فترة زمنية معينة.

يفترض فيشر أن الحجم الكلي للمعاملات T ثابت لثبات حجم السلع والخدمات عند التوظيف الكامل، كما يفترض أن سرعة دوران النقود V هي قيمة ثابتة ومنه يصبح المستوى العام للأسعار دالة في عرض النقود، وعليه فإن المستوى العام للأسعار يتغير بنفس نسبة التغير في كمية النقود وفي نفس الاتجاه وهو ما جاءت به النظرية الكمية للنقود عند الكلاسيك، فكمية النقود تشير إلى علاقة طردية بين كمية عرض النقود والمستوى العام للأسعار.

وعليه فإن استقرار الأسعار يعتمد على استقرار كمية عرض النقود في التداول، والسياسة النقدية السليمة هي التي تحافظ على استقرار كمية النقود في التداول من أجل استقرار الأسعار، أي أن السياسة النقدية الكلاسيكية تعتمد أساسا على استقرار عرض النقد كشرط ضروري لاستقرار الأسعار وأن التقلبات في عرض النقد تؤدي إلى تقلبات في المستوى العام للأسعار، فالسيطرة على عرض النقود من خلال السياسة النقدية ضرورية لتلافي تقلبات في المستوى العام للأسعار (الجميلي، 2018، الصفحات 316-317).

أما فيما يخص سعر الفائدة فيرى الكلاسيك أن سعر الفائدة كظاهرة حقيقية تتحدد بعوامل حقيقية فالاستثمار والادخار ظاهرتين حقيقيتين، لذا فإن سعر الفائدة ظاهرة حقيقية لا علاقة لها بالنقود (الجميلي، 2018، صفحة 320).

الفرع الثاني: المدرسة الكينزية.

لقد استطاع الاقتصادي البريطاني كينز في عام 1936 من خلال كتابه النظرية العامة للاستخدام والفائدة والنقود أن يشخص العوامل الأساسية الكامنة وراء أزمة الكساد الكبير، فقد أوضح كينز بأن السبب الرئيسي للأزمة يكمن في قصور الاستثمار الخاص نتيجة ضعف فرص الاستثمار الناجمة عن هبوط الانفاق الاستهلاكي، ولمعالجة هذا الوضع طالب الحكومة بضرورة تبني سياسات مالية توسعية قائمة بشكل أساسي على زيادة الانفاق الحكومي، لتأخذ على عاتقها التأثير على النشاط الاقتصادي وباتجاه انتشال الاقتصاد الرأسمالي من أزمة الكساد. وبظهور النظرية الكينزية ظهر تحول واضح لدور الدولة في الحياة الاقتصادية، فبينما كانت المدرسة الكلاسيكية تدعو إلى الحرية الاقتصادية وحصر نشاط الدولة فيما يعرف بالدولة الحارسة أي حصر نشاطها في الأمن والدفاع وإقامة العدالة والقضاء مع القيام ببعض الأعمال العامة التي يعجز النشاط الخاص على القيام بها، فقد دعا كينز إلى ضرورة تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية وضرورة استخدام أدوات السياسة المالية متمثلة في الانفاق الحكومي – الضرائب من أجل نقل الاقتصاد من حالة الكساد إلى حالة الانتعاش الاقتصادي (دبا، 2018، صفحة 28).

يرى كينز أن أي زيادة في كمية النقود لن يكون لها أي أثر اطلاقا على الأسعار طالما أن هناك بطالة وأن التوظيف سيزداد بنفس النسبة وبالتالي زيادة في الطلب الفعال المترتب على الزيادة في كمية النقود عند وجود بطالة، بينما بمجرد تحقق التوظيف الكامل فإن وحدة الأجر والأسعار سوف تزداد بنفس نسبة زيادة الطلب الفعال وبالتالي فإن كينز عرض نظرية كمية النقود بأنه

طالما أن هناك بطالة فإن العمالة سوف تتغير بنفس نسبة التغير في كمية النقود وعندما يكون هناك توظيف كامل فإن الأسعار سوف تتغير بنفس نسبة التغير في كمية النقود (الجميلي، 2018، صفحة 374).

إن كينز اعتبر أولا أثر التغيرات في كمية النقود على مقدار الطلب الفعال وإن الزيادة في الطلب الفعلي من المفروض يظهر أثرها جزئيا على زيادة مقدار التوظيف وجزئيا على ارتفاع مستوى الأسعار، وبالتالي فإن كينز أقر حالة الارتفاع التدريجي في الأسعار عند زيادة التوظيف بدلا من الارتفاع في مستوى الأسعار بنفس زيادة كمية النقود في حالات التوظيف الكامل كما افترض الاقتصاديون الكلاسيكيون.

فوفقا لكينز فإن الأثر الأولي للتغير في كمية النقود على مقدار الطلب الفعال إنما يكون من خلال تأثير التغير في كمية النقود على سعر الفائدة، فالأثر الفوري للزيادة في كمية النقود هو تخفيض سعر الفائدة وذلك نظرا لزيادة عرض النقود عن طلب النقود بدافع المضاربة وفقا لمنحنى السيولة.

الفرع الثالث: مدرسة شيكاغو (المدرسة النقدية).

أولا: رؤية المدرسة النقدية لعرض النقود.

تستند المدرسة النقدية إلى فكرة أساسية تؤكد على أن عرض النقود هو المحدد الأساسي لمستويات الناتج والعمالة والدخل في الأجل القصير والمحدد الرئيسي العام للأسعار في الأمد الطويل، وذلك خلاف المدرسة الكينزية التي تؤكد على أن الطلب الكلي هو المحدد الرئيسي للدخل، لذلك طالبت المدرسة النقدية باستقرار نمو عرض النقود من خلال نمو عرض النقود بمعدل ثابت من اجل تحقيق الاستقرار في الاقتصاد والأسعار، واذا زاد عرض النقود بمعدل ثابت فإن أي انحراف عن حالة التوظيف الكامل سيكون محدودا ومتوقعا ويمكن السيطرة عليه، ولا توجد أي ضرورة للتدخل في الاقتصاد لتحقيق التوظيف الكامل وتصحيح الانحراف في التوظيف. وقد ربطت المدرسة النقدية عرض النقود بفاعلية السياسة النقدية ربطا محكما مباشرا وقد أكد فريدمان في تحليله بفعالية السياسة النقدية على ما يلي (الجميلي، 2018، الصفحات 386-388):

- إن تمويل عجز الموازنة العامة لن يكون له أثر على الطلب الكلي الا إذا صحبه تغير في العرض النقدي؛
- إن التغير في الضرائب والانفاق الحكومي الذي لا يصاحبه الاقتراض من البنك المركزي يؤدي إلى رفع أسعار الفائدة ومن ثم تقييد الانفاق الخاص، وعليه يشكك النقديون بفاعلية السياسة المالية التي لا يصحبها تغير في عرض النقود؛
- ان زيادة عرض النقود تؤثر مباشرة في الطلب الكلي بسبب الارتباط بين السوق النقدية والأسواق الكلية؛
- كما ترى المدرسة النقدية أن للتغيرات في عرض النقود آثارا هامة على الإنتاج والتوظيف في الأمد القصير، ولا تتمكن السياسة النقدية في الأجل الطويل من التأثير على كل من الإنتاج والتوظيف؛
- زيادة عرض النقود في الأجل القصير تؤدي إلى زيادة في الناتج والأسعار أما في الأجل الطويل يتحول تأثير زيادة عرض النقود بشكل رئيسي إلى المستوى العام للأسعار؛

ثانيا: تحليل المدرسة النقدية للعلاقة بين عرض النقود وسعر الفائدة.

أما فيما يخص العلاقة بين عرض النقود وسعر الفائدة فقد اعترضت المدرسة النقدية على النموذج الكينزي الذي يرى أن ارتفاع عرض النقود يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة في الحالات التي يعمل فيها الاقتصاد دون مستوى الاستخدام الكامل، وأكدت على ان ارتفاع عرض النقود في ظل عدم تحقيق التوظيف الكامل يؤدي إلى هبوط أسعار الفائدة في البداية فقط، ومع مضي الوقت فإن زيادة عرض النقود تؤدي إلى زيادة الطلب الكلي ومنه يرتفع الدخل ويرتفع معه المستوى العام للأسعار، وتؤكد المدرسة النقدية في مجال عرض النقود وسعر الفائدة على ما يلي (الجميلي، 2018، صفحة 391):

- يؤثر ارتفاع عرض النقود في الأجل القصير بالانخفاض في أسعار الفائدة أما في الأجل المتوسط فتعود أسعار الفائدة إلى مستواها الطبيعي.
- من المتوقع أن تؤدي هذه الآثار إلى رفع سعر الفائدة فوق مستوياتها الاصلية في الأجل الطويل.
- إذا لم تتغير توقعات الأفراد بشأن التضخم، وتوقع الأفراد ارتفاع معدلات الأسعار وحدوث مزيد من التضخم فإن أسعار الفائدة ترتفع فوق مستوياتها التوازنية الأصلية.

وطبقا لاستنتاجات المدرسة النقدية بأن سعر الفائدة ينخفض أولا استجابة لعرض النقود، ثم لا يلبث سعر الفائدة في الارتفاع لأنه يعتبر مؤشر ضئيل القيمة للسياسة النقدية كونها سياسة توسعية عند انخفاض سعر الفائدة وسياسة انكماشية عند ارتفاع معدل الفائدة ولهاذا ترى المدرسة النقدية ان اتخاذ سعر الفائدة كمؤشر للسياسة النقدية التوسعية أو الانكماشية يعد مؤشرا مضللا، وبدلا من ذلك تؤكد على اعتبار معدل نمو عرض النقود مؤشر أفضل للسياسة النقدية (دبا، 2018، صفحة 30).

ثالثا: تحليل المدرسة النقدية العلاقة بين عرض النقود والاستقرار الاقتصادي.

تستند المدرسة النقدية في موقفها من الاستقرار الاقتصادي على الآراء التالية (الجميلي، 2018، صفحة 392):

- ان المعدل الثابت لزيادة عرض النقود هو الذي يعزز الاستقرار الاقتصادي بل ويتسق مع مستوى ثابت للأسعار أي مستوى معقول للأسعار.
- لن تكون زيادة عرض النقود بمعدل ثابت مصدرا لعدم الاستقرار بل العكس تماما، حيث أن المعدل الثابت لعرض النقود هو جوهر عملية الاستقرار الاقتصادي.
- ان ثبات معدل عرض النقود يمكن السياسة النقدية من أن تجعل الاضطرابات الناجمة عن العوامل الأخرى عند حدها الأدنى.
- ان منهج القواعد الثابتة لعرض النقود يعتبر الوسيلة والسياسة المناسبة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي.

- تؤكد المدرسة النقدية إلى ان البنوك المركزية يجب عليها ان تهمل التأكيد على سعر الفائدة، حتى تتمكن من التركيز على استقرار معدل زيادة عرض النقود وهذا سيؤدي بسعر الفائدة إلى مستواه الطبيعي.

الفرع الرابع: مقاربة الكلاسيكيون الجدد.

لقد طور الاقتصاديون الكلاسيكيون الجدد العديدة من المقترحات التي يتمثل موضوعها الرئيسي بأن الوكلاء الاقتصاديون لا يبالون بشكل أساسي بالأدوات المالية التي يمكنهم استخدامها لتمويل مشاريعهم، فقام والاس سنة 1981 بتوسيع نظرية موديلياني وميلر التي تنص على أن عمليات السوق المفتوحة بين النقود والأصول الأخرى مع بقاء الإنفاق الحكومي ثابت لن يحدث أي تأثيرات حقيقية أو حتى تغيير في المستوى العام للأسعار.

لتكييف نظرية والاس مع الاقتصاد الذي يعتمد على السندات يمكننا أن نقدم بنك مركزي يصدر النقود الورقية والسندات ويضع هذه الالتزامات في التداول عن طريق شراء السلع التي يخزنها، ومن المفترض أن يستخدم البنك المركزي العائد الذي يحصل عليه من السلع المخزنة لدفع الفوائد على السندات، فإذا كان العائد على السلع المخزنة يعوض فقط المخاطر التي يتحملها الأعوان الاقتصاديون الذين يحاولون تجنب المخاطرة فسيكون هناك ارتفاع في الطلب على النقود، وبما أن النقود الورقية والسندات متساوية من حيث كونها وسيلة للادخار بنفس العائد المتوقع فإن الأفراد لا يفاضلون بينها وبالتالي سيتحدد مستوى السعر من خلال اجمالي الطلب على النقود والسندات بالنسبة إلى اجمالي العرض الكلي، ولذلك فإن عملية السوق المفتوحة بين النقود الورقية والسندات لن يكون لها تأثير على المستوى العام للأسعار وعلى المتغيرات الحقيقية (handa, 2009, p. 267).

وفي سياق نظرية موديلياني وميلر يشير ويليامسون إلى أن النظرية الحديثة في الاقتصاد المصرفي والمالي تعتبر أن الأصول المالية هي أشياء قابلة للتحويل على عكس السلع والخدمات، فيمكن تحويل الأصول المالية بطرق مختلفة من قبل البنوك والوسطاء الماليين الآخرين، فعلى سبيل المثال يمكن للبنك تحويل الأصول طويلة الأجل والمحفوفة بالمخاطر وغير السائلة إلى التزامات قصيرة الأجل وسائلة يتم الاحتفاظ بها بعد ذلك في القطاع الخاص، ومن هذا المنظور قد يكون لعمليات التيسير الكمي تأثير ضئيل على مصيدة السيولة، وبالتالي ليس من المستغرب أن الكلاسيكيون الجدد لم يضعوا الثقة في قدرة خطط التيسير الكمي على إحداث أي تأثير ملموس على الأداء الاقتصادي(Olivo , 2015) .

المطلب الثاني: أثر التيسير الكمي في الاقتصاد.

يمكننا تلخيص أثر التيسير الكمي على المتغيرات الاقتصادية كالتالي:

الفرع الأول: تأثير التيسير الكمي على معدلات التضخم.

يؤدي التيسير الكمي إلى ارتفاع معدلات التضخم أكثر مما هو مطلوب من طرف البنوك المركزية خاصة إذا تمت المبالغة في تقدير المبالغ المطلوبة وتم إنشاء أموال أكبر من اللازم، حيث يمكن أن تحدث زيادة في الإمداد النقدي تفوق الحاجة الفعلية مما يحفز البنوك التجارية على زيادة الإقراض مما يعزز الاستهلاك والاستثمار مما يؤدي إلى زيادة التضخم (بوقزاطة و بوعمامة ،

2024، صفحة 632). ومن ناحية أخرى يمكن أن تفشل عملية التيسير الكمي إذا كانت البنوك المركزية لا تزال مترددة في منح القروض إلى الشركات الصغيرة والأسر من أجل تحفيز الطلب، ويمكن أن يخفف التيسير الكمي بفعالية كبيرة من المديونية كما يخفض العائدات، ولكن في سياق الاقتصاد العالمي قد تساهم معدلات الفائدة المنخفضة في استمرار الاحتفاظ بالموجودات الاقتصادية الأخرى.

تنص النظريات الاقتصادية على أن زيادة المعروض النقدي لها تأثير تضخمي وهناك ثغرة زمنية بين نمو الأرصدة النقدية والتضخم ويمكن بناء الضغوط التضخمية المرتبطة بالنمو النقدي من التيسير الكمي قبل أن يعمل البنك المركزي على مواجهتها، ويتم تخفيف المخاطر التضخمية إذا كان الاقتصاد قد فاق نمو وتيرة المعروض النقدي، وإذا كان الإنتاج في اقتصاد ما يزداد بسبب زيادة المعروض النقدي، فإنه قد تزداد أيضا قيمة وحدة العملة، حتى ولو كان هناك مزيدا من العملات المتاحة، وخلال أوقات ارتفاع الناتج الاقتصادي، لدى البنك المركزي دائما خيار استعادة الاحتياطي مرة أخرى إلى أعلى المستويات من خلال رفع معدلات الفائدة أو وسائل أخرى.

ومن ناحية أخرى فعندما يكون الطلب على النقود غير مرن للغاية فيما يتعلق بمعدلات الفائدة أو معدلات الفائدة القريبة من صفر (الأعراض التي تتضمن فخ السيولة)، فإنه يمكن تنفيذ التيسير الكمي من أجل مواصلة تعزيز المعروض النقدي، وزيادة المعروض النقدي قد يؤدي إلى خفض قيمة سعر الصرف لعملة البلد مقابل العملات الأخرى. وإضافة لذلك فإن الآثار المتوقعة للتيسير الكمي في زيادة التضخم قد تؤدي إلى تقليص معدلات العائد الحقيقية.

إن بعض المراقبين يعتقدون أن مشتريات البنك المركزي من الموجود ات المالية (في نطاق عملية التيسير الكمي) سيؤدي إلى تنشيط وتوسيع عمليات الإقراض التي ستقوم بها المصارف الجارية وهذا ما يحفز الاستهلاك والاستثمار، لا سيما إذا كان الاقتصاد يتعافى بأسباب أخرى غير التيسير الكمي مما يؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم (الشويش، 2014، الصفحات 133-134).

الفرع الثاني: أثر التيسير الكمي على أسعار الفائدة:

يقوم البنك المركزي بتنفيذ السياسة النقدية برفع أو خفض معدل الفائدة المستهدف من أجل التحكم بأسعار الفائدة بين البنوك، ويحقق البنك المركزي معدل الفائدة المستهدف في الأساس من خلال عمليات السوق المفتوحة، حيث يقوم بشراء أو بيع السندات الحكومية القصيرة من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى وعندما يقوم البنك المركزي بصرف أو تحصيل هذه السندات، فإنه يضخ أو يسحب الأموال في الاقتصاد وهذا ما يؤثر على أسعار السندات الحكومية قصيرة الأجل وعوائدها وهذا ما يؤثر على معدلات الفائدة لدى البنوك.

إذا كان معدل الفائدة الاسمية عند الصفر أو قريب منه للغاية فلا يمكن للبنك المركزي أن يجعله أقل من ذلك، وهو ما يعرف بفخ السيولة، فإذا أخذنا اقتصاد في حالة انكماش فإن البنك المركزي قد يستخدم التيسير الكمي لشراء كمية محددة من السندات والموجودات الأخرى من المؤسسات المالية بغض النظر عن معدل الفائدة، والهدف من هذه السياسة هو زيادة المعروض

النقدي بدلا من خفض معدل الفائدة الذي لا يمكن أن ينخفض أكثر من ذلك، وغالبا ما يعتبر ذلك السبيل الوحيد الباقي لتنشيط الاقتصاد (الشويش، 2014، صفحة 134).

الفرع الثالث: أثر التيسير الكمي في أسعار الصرف.

تنفع ميزة التيسير الكمي هذه بطريقة مباشرة المصدريين المقيمين في البلد الذي ينفذ التيسير الكمي وأيضا المدينين الذين لهم ديون صادرة بهذه العملة حيث أنه عندما تنخفض قيمة العملة تنخفض الديون ومع ذلك فإنها تضر بطريقة مباشرة الدائنين وحائزي العملة حيث تنخفض القيمة الحقيقية لرصيدهم، كما أن تخفيض قيمة العملة يضر بطريقة مباشرة المستوردين حيث أن تكاليف البضائع المستوردة تتضخم بانخفاض قيمة العملة، ويمكن للبنوك أن تستخدم هذه الأموال الجديدة للاستثمار في الأسواق الناشئة والاقتصاديات القائمة على السلع الأساسية والسلع نفسها وفرص غير محلية بدلا من اقراض الشركات المحلية التي تواجه صعوبة في الحصول على القروض (بوالشعور و قمري، 2020).

المطلب الثالث: أهداف وانعكاسات سياسة التيسير الكمي:

تنطوي عملية استخدام سياسة التيسير الكمي على مجموعة من الأهداف الإيجابية للمتغيرات الاقتصادية خاصة في الظروف الصعبة كحالة الأزمات، لكن في نفس الوقت وعلى المدى المتوسط والطويل تنعكس محاسن سياسة التيسير الكمي إلى أثار سلبية وربما أزمات جديدة تلحق بالاقتصاد المعني.

الفرع الأول: الأهداف الإيجابية لسياسة التيسير الكمي.

تهدف سياسة التيسير الكمي إلى ما يلي (صاري، 2018، صفحة 174):

- تهدف سياسة التيسير الكمي إلى خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل على الأدوات المالية ذات العائد الثابت مثل السندات الحكومية وغير الحكومية، وبالتالي تصبح هذه السندات غير جاذبة للاستثمارات لأن العائد عليها ضئيل مقارنة بالعوائد الاستثمارية المتغيرة في الأسهم والقطاعات الإنتاجية واقراض الشركات، بهذه الحيلة يأمن رئيس البنك الاحتياطي الفدرالي أن يجبر البنوك الأمريكية على الاستثمار في القطاعات الإنتاجية عبر زيادة القروض اليها وإلى القطاع الخاص والشركات، وبالتالي يتمكن من رفع معدل النمو الاقتصادي وخلق فرص عمل جديدة لجيوش العاطلين عن العمل في أمريكا الذين قارب معدلهم 10% من القوة العاملة؛
- تهدف سياسة التيسير الكمي عموما إلى تحقيق ثلاثة أهداف رئيسية، أولها تغيير مسار التدفقات المالية من أدوات الاستثمار الثابتة إلى القطاعات الإنتاجية التي توفر فرص عمل وترفع من حجم الصادرات وثانيا خفض سعر صرف العملة لزيادة القوة التنافسية للبضائع الوطنية مقارنة بنظيراتها من الدول الأخرى في السوق المحلية والعالمية. ووفقا للمنطق الاقتصادي كلما زاد المعروض النقدي من عملة ما انخفض سعر صرف العملة حسب معادلة العرض والطلب وكلما

كانت عملة الدولة ضعيفة كانت بضاعتها أرخص. وثالثا تسهيل الائتمان البنكي وتوفيره بما يكفي لبعث النشاط الاقتصادي، وبنسب فائدة صفرية أو قريبة من الصفر لطالبي القروض البنكية وهو ما يعزز الثقة المفقودة في النظام المالي؛

- تقليل حجم أقساط الديون القومية التي تدفعها للدائنين خصوصا بالنسبة إلى الاستثمارات الأجنبية في سندات الخزينة الأمريكية اذ اشارت توقعات وحدة الأسواق العالمية إلى أن عائدات هذه السندات مقبلة على انخفاض تتراوح نسبته بين 5 و8% نهاية عام 2012 فقد بلغت قيمة الاستثمارات الأجنبية في سندات الخزينة الأمريكية 4 ترليون دولار في أوت 2012 لمنها في الواقع تتجاوز 10 ترليون دولار مع الأخذ في الاعتبار سندات المؤسسات شبه الحكومية في مجال الرهن العقاري وسندات الشركات الأمريكية وأسهمها؛
- أن من الأهداف الخفية الأساسية في خطة التيسير الحالية أنه من المتوقع أن يترتب عليها تغير واضح في الأوضاع النسبية للعملات العالمية بالنسبة للدولار وهو ما ينعكس على القدرات التنافسية لعدد كبير من الدول بما فيها الصين حيث ستؤدي خطة التيسير الكمي إلى تزايد الضغوط على اليوان نحو الارتفاع وهو الأمر الذي حاولت الصين جاهدة طوال السنوات السابقة أن تتجنبه وذلك من خلال التدخل المكثف في سوق الصرف الأجنبي للحفاظ على اليوان أقل من قيمته الحقيقة.

الفرع الثاني: سلبيات سياسة التيسير الكمي على الاقتصاد المحلي والعالمي.

من بين سلبيات التيسير الكمي نذكر ما يلي (صاري، 2018، صفحة 175):

- أسهمت هذه السياسة بشكل مباشر في اضعاف الدولار كما رفعت أسعار السلع وعلى رأسها النفط والذهب والمعادن الأخرى؛
- ويقول اقتصاديون إن سياسة التيسير الكمي ستعمل على رفع التضخم لمعدل قياسي سيكون من الصعب السيطرة عليه في المستقبل؛
- كما أن بعض الاقتصاديين وعلى رأسهم رئيس البنك الدولي يرى أن سلبيات سياسة التيسير الكمي الثابتة ضخمة خاصة آثارها في الاقتصاديات الناشئة، حيث يقول إن التدفقات الدولارية على الأسواق الناشئة نتيجة سياسة التيسير الكمي لأنه ستتدفق هذه الاستثمارات بسبب الفارق في معدلات النمو وبالتالي الفارق في العائد الأعلى الذي ستحققه الشركات الأمريكية في أسواق آسيا والأسواق الناشئة مقارنة بالسوق الأمريكية؛
- ويقول اقتصاديون امريكيون انه رغم مخاطر سياسة التيسير الكمي المتمثلة في اضعاف الدولار واحتمالات التضخم الجامح الذي سيأكل القيمة الحقيقية لمدخرات ودخول مواطني أمريكا لا تمنح السياسة ضمانات بشأن إنعاش الاقتصاد وتنشيط الإقراض للأعمال التجارية الصغيرة والمتوسطة؛
- إن الخطر الحقيقي لخطط التيسير الكمي ليس على معدلات التضخم في الولايات المتحدة بقدر ما هو على معدلات التضخم العالمي حيث من المتوقع أن تأخذ أسعار السلع التجارية الدولية في الارتفاع مثلما حدث بالنسبة لأسعار

النفط، ارتفاع أسعار السلع التجارية يعرض معظم دول العال لصدمة تضخم مستورد، الأمر الذي سيرفع من درجة عدم التأكد ومن ثم يؤثر سلبا في الآفاق المستقبلية للنمو في العالم؛

- في الدول التي تحتفظ باحتياطات ضخمة من الدولار التي تشعر انها في ورطة كبيرة مثل الدول الناشئة بصفة خاصة الصين التي تجد نفسها في موقف لا تحسد عليه من وجهة نظر الصين فإن خطة التيسير الكمي ستؤدي إلى تحقيق أضرار أكثر من المنافع المتوقعة لها والحقيقة عندما نحلل الآثار المحتملة للتيسير الكمي في الصين سنجد أن مخاوف الصين مبررة إلى حد كبير فاحتياطاتها الضخمة من الدولار تتراجع في القيمة بينما تجد أن الخيارات المتاحة أمامها للتعامل مع هذه المواقف محدودة جدا حيث لا تستطيع للأسف أن تفعل شيئا في الأجل القصير لأن أي تحرك على نطاق واسع من جانب الصين للتخلص من احتياطاتها الدولارية يمكن أن يترتب عليه انخفاض كبير في قيمة الدولار تدفع ثمنه الصين وليس الولايات المتحدة؛
- أسوء نتائج التيسير الكمي سيكون على الدول الفقيرة حيث تمثل السلع الأولية مثل الغذاء أساس الرقم القياسي للأسعار في تلك الدول وبالتالي من المتوقع أن تواجه تلك الدول فاتورة غذاء ضخمة في موازين مدفوعاتها فضلا عن تزايد الضغوط التضخمية مع تراجع قيمة الدولار؛
- ان هناك مخاوف حقيقية بأن تلجأ بعض دول العالم بصفة خاصة الدول الناشئة في محاولة منها الدفاع عن أسواق الأصول بها إلى وضع قيود على تدفقات رؤوس الأموال لتفادي التدفقات الضارة لرؤوس الأموال الساخنة بصفة خاصة الدولارية على أسواق المال بها حيث يمكن أن يتسبب ذلك في فقاعة أصول في هذه الدول ولا شك أن تقييد تدفقات رؤوس الأموال عبر العالم سيؤثر سلبا في معدلات النمو الكامل وباختصار شديد العالم كله غنيه وفقيره يقع الآن في مرمى النيران التي أطلقها الاحتياطي الفدرالي في إطار خطته للتيسير الكمي؛
- وعلى الجانب الآخر ستواجه دول الاقتصاديات الناشئة مشكلة التعامل مع هذه السيولة الضخمة التي ستتدفق إلى اقتصاداتها وذلك بسبب بحث المستثمرين عن عائد أكبر بالطبع ليس كل تدفق رأسمالي ذا عائد إيجابي على الاقتصاد خصوصا إذا كان طبيعته قصيرة الأجل نتيجة ذلك سيحدث ارتفاعا في أسعار صرف عملات هذه الدول وانخفاض تنافسية منتجاتها في مقابل انخفاض أسعار منتجات الدول التي تتبنى سياسة التيسير الكمي وزيادة تنافسية صادراتها وهذا بالطبع ما يجعل الكثير من دول الاقتصاديات الناشئة تتخذ إجراءات مضادة لذلك من خلال فرض القيود على تدفقات رأس المال.

خلاصة الفصل الأول:

أظهر التحليل النظري الوارد في هذا الفصل أن سياسة التيسير الكمي ليست مجرد أداة استثنائية تلجأ إليها البنوك المركزية عند بلوغ أسعار الفائدة حدودها الدنيا، بل هي إطار متكامل لإعادة تشكيل وظيفة السياسة النقدية في مواجهة الأزمات العميقة، فقد بينت دراسة مفهوم التيسير الكمي وخلفيته التاريخية أن التحولات التي شهدها الاقتصاد العالمي منذ تسعينيات القرن الماضي وتحديدا بعد الأزمة المالية العالمية 2008، فرضت واقعا نقديا جديدا جعل من ضخ السيولة واسعة النطاق وتوسيع القاعدة النقدية خيارا حتميا لاستعادة التوازنات الاقتصادية والمالية.

كما أبرز الفصل أن التيسير الكمي يختلف جوهريا عن الأدوات التقليدية كعمليات السوق المفتوحة والإصدار النقدي، سواء من حيث حجم التدخل أو طبيعة الأصول المستهدفة أو الأهداف المراد تحقيقها، إذ يتجاوز مجرد التحكم في سعر الفائدة إلى التأثير العميق في أسواق السندات وتوقعات المستثمرين وهيكل المحافظ المالية وقيم العملات، وقد أوضح التحليل أن آلية انتقال أثر هذه السياسة تمر عبر قنوات متنوعة تشمل إعادة توازن المحافظ وتخفيض العوائد طويلة الأجل وتوجيه التوقعات المستقبلية ودعم السيولة في النظام المصرفي، وهي قنوات تختلف حساسيتها وفعاليتها باختلاف الظروف الاقتصادية والمالية.

ومن خلال استعراض المواقف النظرية لمختلف المدارس الاقتصادية يتضح أن التيسير الكمي يمثل نقطة خلاف جوهرية بين التصورات الكلاسيكية والكينزية والنقدية والكلاسيكية الجديدة، ففي حين يرى الكلاسيك أن التوسع النقدي لا يحدث أثرا حقيقيا في الاقتصاد على المدى الطويل، يضع الكينزيون الوزن الأكبر على أثره في الطلب الكلي والسيولة خلال فترات الركود، بينما يركز النقديون على ضرورة ضبط نمو الكتلة النقدية تجنبا للتضخم، أمّا الكلاسيكيون الجدد فينظرون إلى التيسير الكمي باعتباره عملية محايدة في الاقتصاد الحقيقي، مع محدودية قدرتها على تجاوز فخ السيولة في غياب إصلاحات هيكلية أعمق.

وتشير الأدلة النظرية إلى أن التيسير الكمي يمكن أن يحقق مجموعة من الأهداف الإيجابية قصيرة الأمد كتخفيض معدلات الفائدة طويلة الأجل، ودعم الائتمان، وتنشيط الطلب الكلي، وتحسين شروط التمويل. غير أنه يحمل في المقابل مخاطر معتبرة على المدى المتوسط والطويل، أهمها احتمالات ارتفاع معدلات التضخم، وتكون فقاعات مالية، وتشوهات في أسعار الصرف، وضغوط على الاقتصادات الناشئة بفعل تدفقات رؤوس الأموال الساخنة، بما قد يعيد إنتاج اختلالات مالية عالمية جديدة.

الفصل الثاني:

التوازن العام للمتغيرات الاقتصادية الكلية

-تمهيد:

إن فهم الإطار النظري للمتغيرات الاقتصادية الكلية شرطا أساسيا لتحليل ديناميكية الاقتصاد الوطني وتفسير التفاعلات بين السياسات الاقتصادية ومخرجاتها، فبعد أن تطرقنا في الفصل الأول إلى الأسس العامة للتيسير الكمي وآلياته النظرية، يتناول هذا الفصل مكونات الاقتصاد الكلي التي تتأثر مباشرة بمثل هذه السياسات، وعلى رأسها التضخم، النمو الاقتصادي، ميزان المدفوعات، وعجز الموازنة العامة. وتكتسب معالجة هذه المتغيرات أهميتها من كونها المؤشرات الرئيسة التي تعتمد عليها السلطات الاقتصادية في تقييم أداء الاقتصاد واتخاذ قرارات التعديل والتصحيح.

كما يستعرض الفصل ماهية السياسة الاقتصادية الكلية وأهدافها وأدواتها، بوصفها الإطار الذي من خلاله تفعل السياسات النقدية والمالية وتوجه نحو استقرار الاقتصاد وتحقيق التوازن العام. ومن خلال تناول مفاهيم التشغيل، واستقرار الأسعار، والتوازن الخارجي، والنمو، يبرز الفصل الطبيعة المتشابكة لهذه الأهداف وما تفرضه من تفضيلات وتوازنات دقيقة في صنع القرار الاقتصادي.

وينتقل الفصل بعد ذلك إلى تحليل الإطار النظري للمتغيرات الكبرى، من خلال استعراض تعريفاتها، وآليات قياسها، وأسباب اختلالها، بما يسمح بفهم القنوات التي تنتقل عبرها آثار السياسات العامة، وخاصة السياسة النقدية غير التقليدية. ويستكمل الإطار النظري من خلال عرض نموذج IS-LM باعتباره أحد أهم النماذج التفسيرية للعلاقات بين سوق السلع والخدمات وسوق النقود، ولتوضيح كيف يمكن للتغيرات النقدية والمالية سواء التقليدية أو غير التقليدية أن تعيد تشكيل شروط التوازن الاقتصادي.

وبذلك يمثل هذا الفصل حلقة وصل ضرورية بين الجوانب النظرية العامة للتيسير الكمي والجوانب التطبيقية والتحليلية التي تتعلق بتجارب الدول خاصة تجربة الجزائر لاحقا، حيث يهيئ الأساس العلمي لتحليل آثار السياسات النقدية على المتغيرات الكلية وتقييم فعاليتها في تحقيق النمو والاستقرار. سيتم تقسيم الفصال الى المباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية السياسة الاقتصادية الكلية

المبحث الثاني: الإطار النظري للمتغيرات الاقتصادية الكلية

المبحث الثالث: تأثير سياسة التيسير الكمي على التوازن الاقتصادي العام

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول السياسة الاقتصادية الكلية

تعد السياسة الاقتصادية الكلية الإطار الذي تعتمد عليه الدولة في توجيه مسار اقتصادها، عبر مجموعة من القرارات والتدخلات المصممة لتحقيق التوازن والاستقرار والنمو، وتمثل هذه السياسة آلية للتعامل مع التقلبات الاقتصادية سواء كانت ناتجة عن صدمات داخلية أو تأثيرات خارجية، كما تتيح للحكومات إمكانية ضبط الطلب الكلي والعرض الكلي بما يتوافق مع الأهداف الاقتصادية والاجتماعية. ويسهم وضوح المفاهيم الأساسية المرتبطة بالسياسة الاقتصادية في تعزيز فهم طبيعة عمل السلطات العامة ومجالات تدخلها، سيتناول هذا المبحث عرضا عاما لمفهوم السياسة الاقتصادية الكلية، أدواتها، وأهدافها ضمن إطار نظري يسمح ببناء تحليل أعمق في المباحث اللاحقة.

المطلب الأول: مفهوم السياسة الاقتصادية الكلية.

يعتبر تحديد مفهوم السياسة الاقتصادية الكلية خطوة أساسية لفهم طبيعة الدور الذي تقوم به الدولة في إدارة النشاط الاقتصادي، فتنوع التعاريف واختلاف زوايا النظر يعكسان سعة هذا المفهوم وتشابكه مع السياسات المالية والنقدية والهيكلية، ويساعد استعراض هذه التعاريف في تحديد الملامح العامة للتدخل الحكومي في الاقتصاد، مما يتيح تأسيس قاعدة نظرية واضحة يمكن البناء عليها في دراسة أدوات السياسة وأهدافها.

الفرع الأول: تعريف السياسة الاقتصادية الكلية.

تعرف على أنها مجموعة من القواعد والأساليب والأدوات والإجراءات التي تقوم بها الدولة وتحكم قراراتها نحو تحقيق الأهداف الاقتصادية للاقتصاد القومي خلال فترة زمنية معينة (عبد المطلب ، 2010، صفحة 292).

تعرف كذلك على أنها مجموعة التدابير والقرارات التي تتخذها الدولة بهدف توجيه النشاط الاقتصادي لتحقيق مصلحة عامة، وذلك من خلال توازن اهداف معينة (بوزعرور ، 2007، صفحة 11).

كما تعرف على أنها كل التصرفات العمومية كنفقات الدولة، النظام النقدي والعلاقات الخارجية والتي لها انعكاسات على الحياة الاقتصادية أي ما يتعلق بالإنتاج والتبادل، استهلاك السلع والخدمات وتكوين رأس المال (قدي، 2005، صفحة 29).

ويمكن تعريفها على أنها مجموعة الإجراءات والسياسات والأدوات المتعلقة بالسياسات النقدية والمالية والبرامج الاقتصادية التي تهدف إلى تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية (الأفندي، 2012، صفحة 509).

مما سبق يمكن تعريف السياسة الاقتصادية الكلية على أنها قيام الدولة بإجراءات مالية ونقدية ترمي إلى تحقيق أهداف اقتصادية كلية محددة مسبقا.

الفرع الثاني: أدوات السياسة الاقتصادية

لكي يستطيع واضعو السياسة الاقتصادية إنجاز عملهم في إعداد السياسة بكفاءة لا بد من اتباع خطوات تتمثل فيما يلي (قدي، 2005، صفحة 30):

- تحديد الأهداف التي تسعى السلطات إلى تحقيقها، إلا أن العادة جرت أن يكون للسياسة الاقتصادية أهداف مثل النمو الاقتصادي والتشغيل التام وتوازن ميزان المدفوعات واستقرار الأسعار؛
- وضع تدرج بين الأهداف غير المنسجمة، فخفض معدل الربح يمكن أن يساعد في التقليل من الفوارق، ولكنه يمكن أن يؤدي إلى إحداث أزمة في نظام يكون فيه الربح هو أساس الاستثمار بما يؤدي إلى عرقلة نمو المداخيل والتشغيل؛
- تحليل الارتباطات بين الأهداف وذلك عند وضع التدرج بين الأهداف لا بد من وضع نموذج اقتصادي يوضح العلاقات، مثل رفع معدل الربح بكبح كتلة الأجور آخذا بعين الاعتبار أن ذلك يمكن أن يؤثر على الاستثمار لأن ضعف الطلب لا يشجع على زيادة القدرات الإنتاجية؛
- اختيار الوسائل التي لا بد من وضعها قيد التنفيذ لتحقيق أفضل وضعية بدلالة الغايات المجسدة في الأهداف، وترتبط الوسيلة في العادة بالهدف المراد.

للسياسة الاقتصادية عدة أهداف ينبغي تحقيقها وقد تتعارض هذه الأهداف فيما بينها من دولة إلى أخرى غير أنه لتحقيق هذه الأهداف لا بد من وجود أدوات ملائمة تساعد الحكومات للوصل اليها، ولكي تكون هذه الأدوات ذات فعالية ينبغي أن تتصف بـ (بوزعرور ، 2007، صفحة 20):

- وجود علاقة قوية بين الأدوات والأهداف المتمثلة في التماسك ويعني ذلك توفير الوسائل اللازمة لتحقيق مختلف الأهداف وهي الحالة المثلى؛
- امتلاك صاحب القرار السياسي قدرة حقيقية على رقابة هذه الأدوات؛
- يمكن للسياسة الاقتصادية أن تكون ظرفية عندما تستعمل أدوات كمية، وتكون سياسة هيكلية عندما تحدث تغيرات في الهيكل الاقتصادي؛
- نظرا لأن تجارب البلدان التي مرت بمرحلة انتقالية حديثة العهد تبين ان تطبيق آليات اقتصاد السوق من الصعب تحقيقها بسهولة، لذلك لا بد من تدخل السلطات العمومية بصفة قوية ودائمة من خلال المؤسسات المكلفة بالتنفيذ.

المطلب الثاني: أهداف السياسة الاقتصادية الكلية.

تتعدد وتختلف أهداف السياسة الاقتصادية الكلية حسب اختلاف النظام الاقتصادي والاجتماعي الذي تتبناه الدولة التي تنتهج هذه السياسة الاقتصادية، ويطلق عليها الأهداف الاقتصادية للمجتمع أو الاقتصاد القومي، ورغم الاختلاف والتعدد والتنوع في أهداف السياسة الاقتصادية إلا أنه سيتم تلخيصها ضمن أربعة أهداف تتمثل فيما يلي:

الفرع الأول: البحث عن التشغيل التام.

يعتبر تحقيق التشغيل التام من قبل السياسة الاقتصادية من الأهداف المهمة، وبمساعدة السلطة النقدية خاصة من خلال رفع الائتمان المصرفي الذي يساهم في زيادة حجم الاستثمار، وهذا بدوره ينعكس بالإيجاب على تشغيل الموارد البشرية ووسائل الإنتاج المعطلة، فعدم استغلال الموارد الاقتصادية بطريقة مثلى أو تعطل بعضها عن العمل يقودنا إلى خسارة يتحملها الاقتصاد (لهشمي و حطاب، 2021، صفحة 565).

ويمكن التعبير عن التشغيل التام من خلال مفهوم التشغيل الكامل للموارد، بمعنى ألا تظل بعض الموارد معطلة، الأمر الذي يؤدي إلى القصور عن تحقيق الناتج الممكن أو المحتمل في ظل الموارد والإمكانات المتاحة، وينتج عن ذلك بطالة بالمعنى الواسع للمفهوم (عبد المطلب ، 2010، صفحة 297).

يعرف مكتب العمل الدولي العاطل عن العمل "كل من هو قادر على العمل وراغب فيه ويبحث عنه ويقبله عند مستوى الأجر السائد ولكن دون أن يجده"، ويمكن التمييز بين عدة أنواع من البطالة كما يلي:

أولا: البطالة الاختيارية.

تشير إلى وجود أفراد قادرين على العمل ولا يرغبون فيه عند مستوى الأجر السائد رغم وجود وظائف لهم، فالبطالة الاختيارية هي الحالة التي يتعطل فيها العامل بمحض إرادته عن الاستقالة أو العزوف عن العمل، لوجود مصدر دخل آخر أو البحث عن منصب عمل بامتيازات أفضل من حيث الأجر وشروط العمل، وأول ظهور لفكرة البطالة الاختيارية كان على يد أنصار المدرسة الكلاسيكية وذلك في محاولتهم تفسير سوق العمل، فحسب اعتقادهم إذا تركت سوق العمل حرة دون تدخل خارجي فإن مرونة الأجور والأسعار تضمن تحقيق العمالة الكاملة عند التوازن، بحيث أن كل فرد يقدر على العمل ويرغب فيه عند مستوى الأجر السائد يجد عملا، وبالتالي فأنه لا وجود للبطالة وإن وجدت فهي اختيارية (دادي عدون، 2010، صفحة 50).

ثانيا: البطالة الاجبارية.

وهي تعني حالة وجود شخص قادر عن العمل ويبحث عنه بشكل جاد عند الأجر السائد لكنه لا يجده حيث يبقى مجبرا على البطالة من غير إرادته أو اختياره، وبرزت فكرة البطالة الاجبارية في تحليل المدرسة الكينزية حيث أوضح كينز أن العمالة الكاملة لا تتحقق إلا إذا كان الطلب الكلي كافيا لاستيعاب الناتج المحتمل وهو ناتج العمالة الكاملة، أما إذا عجز الطلب الكلي عن استيعاب الناتج المحتمل فإن هذا يؤدي إلى ظهور البطالة الاجبارية ولهذا سميت بـ " بطالة قصور الطلب" (بن شهرة، 2009، صفحة 235). وأهم أشكال هذا النوع من البطالة هو البطالة الدورية أي المرتبطة بالدورة الاقتصادية، وهي التقلبات الدورية التي تطرأ على مجموع النشاط التجاري والاقتصادي في الدول وتمثل السبب الرئيسي للبطالة الواسعة في التحول من الازدهار والرواج إلى حالة الركود والكساد، وتحدث عندما ينخفض الطلب الكلي للعمل وعدم مرونة الأجور الحقيقية نحو الانخفاض (نذير ، 2011، صفحة 57).

الفرع الثاني: البحث عن النمو الاقتصادي.

تسعى جميع حكومات العالم إلى تحقيق هذا الهدف ويقصد بالنمو زيادة مستمرة وملائمة في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي من سنة إلى أخرى وينتج عنه زيادة في متوسط دخل الفرد الحقيقي، حيث تحدث السياسة النقدية تغيرات في الاحتياطات النقدية للبنوك التجارية وبالتالي في عرض النقود بواسطة التحكم في سعر الفائدة الذي بدوره يحدد حجم الاستثمار، حيث أن السياسة النقدية التوسعية تستطيع المحافظة على سعر الفائدة منخفض مما يشجع على زيادة الطلب على الائتمان والاستثمار والنمو الاقتصادي (حمداني و بناي ، 2021، صفحة 56).

وفعالية السياسة الاقتصادية في تشجيع النمو الاقتصادي تتم من خلال تأثيرها على الاستثمار باعتباره محددا للنمو، والتغيرات التي تحدث في عرض النقود تنعكس في صورة تغيرات مقابلة في سعر الفائدة الذي يحدد حجم الاستثمار الخاص، وبقاء أسعار الفائدة الحقيقية عند مستويات منخفضة تسمح لنا بخلق بيئة ملائمة لتمويل الاستثمار، وهذا يتطلب انتهاج سياسة نقدية توسعية تتم عن طريق زيادة المعروض النقدي ولكن ينجر عنه آثار تضخمية ولتجنبها يجب أن نتبعها بسياسة مالية انكماشية (الدوري و السامرائي، 2006، صفحة 190).

الفرع الثالث: تحقيق استقرار في المستوى العام للأسعار.

يعد الاستقرار في المستوى العام للأسعار هدفا أساسيا للسياسة النقدية، فالتضخم يولد حالة من عدم التأكد حول التوقعات عن تقلبات أسعار السلع والخدمات مما يؤدي إلى الضرر بالنمو الاقتصادي وزيادة التكاليف الاقتصادية والاجتماعية، إضافة إلى ما يسببه التضخم من صعوبة أو عدم إمكانية التخطيط للمستقبل حيث يكون من الصعب تحديد المبالغ اللازمة للقيام بمشروع معين أو اتخاذ قرار من قبل المستهلكين، كما أنه يضر بالأمن والاستقرار الجماعي بسبب التنافر بين فئات المستفيدين والمتضررين من التضخم (الطاهر و موفق، 2006، صفحة 328).

كما تعتبر المحافظة على استقرار الأسعار من أهم العوامل التي تؤثر على النشاط الاقتصادي والمؤشرات الاقتصادية الرئيسية، وتنحصر هذه الغاية في العمل على محاربة التغيرات المستمرة والعنيفة في مستوى الأسعار، نظرا لأن أي تغيرات كبيرة في مستويات الأسعار تعتبر من العوامل التي تؤثر سلبا على قيمة النقود، وبالتالي تحدث آثارا ضارة على مستوى الدخول والثروات وتخفيف الموارد الاقتصادية بين الفروع الإنتاجية، وبالتالي على الاداء الاقتصادي.

كما أن الأجور في مثل هذه الأوقات تتخلف عن مسايرة ارتفاعات الأسعار، مما يقود إلى خفض الدخل الحقيقي لأصحاب الدخول الثابتة وإلى زيادة أرباح رجال الاعمال، فالاستقرار في مستوى الأسعار إذن مرغوب فيه طالما أنه يؤدي إلى القضاء على مثل هذه الاختلالات، ويمكن عن طريق اتباع سياسة ائتمانية سليمو تأخذ في الاعتبار الظروف الاقتصادية والأهداف الاقتصادية المرجوة أن تحقق الاستقرار في مستويات الأسعار (الدوري و السامرائي، 2006، صفحة 188).

الفرع الرابع: تحسين اختلالات ميزان المدفوعات.

يعكس وضع ميزان المدفوعات موقف الاقتصاد القومي تجاه باقي الاقتصادات الدولية الخارجية، ويؤدي اختلال ميزان المدفوعات الذي يعبر في الغالب عن حالة عجز إلى زيادة مديونية الدولة وتدهور قيمة عملتها، وبالتالي فإن توازن ميزان المدفوعات يساعد على استقرار العملة وتنمية المبادلات الاقتصادية حيث أن التقلبات المفاجئة في العملة تحمل مخاطر هامة للبلدان ذات العملات الضعيفة، ويعبر التوازن حسب صندوق النقد الدولي عن تساوي مجموع البنود الدائنة مع مجموع البنود المدينة، أي أن الرصيد الكلي يساوي إلى الصفر (قدي، 2005، صفحة 41).

العجز في ميزان المدفوعات يعني أن الدولة تدفع أكثر مما تستلم بصورة جارية بالعملة الأجنبية، ولا يمكن تغطية هذا العجز إلا بالسحب من احتياطاتها النقدية الأجنبية أو بيع بعض موجوداتها عن طريق الاقتراض أو الحصول على بعض المنح والاعانات مع ما يترتب على ذلك من آثار سلبية على القيمة الخارجية للعملة الوطنية، ودور السلطات النقدية هنا التدخل للحد من التوسع في حجم الإنفاق الممنوح للوحدات الاقتصادية غير المصرفية في محاولة لتقليص وارداتها، أما إذا كان سبب العجز في ميزان المدفوعات كثرة التوظيفات قصيرة وطويلة الأجل في الخارج، فان تقليص حجم الائتمان المصرفي يقود إلى تقليص سيولة هذه الوحدات الاقتصادية، مما يرغمها على استعادة رؤوس أموالها الموظفة في الخارج (الدوري و السامرائي، 2006، صفحة 188).

المطلب الثالث: أنواع السياسات الاقتصادية الكلية.

للسياسة الاقتصادية عدة أنواع يمكن التمييز بينها وهي كالتالي (قدي، 2005، صفحة 31):

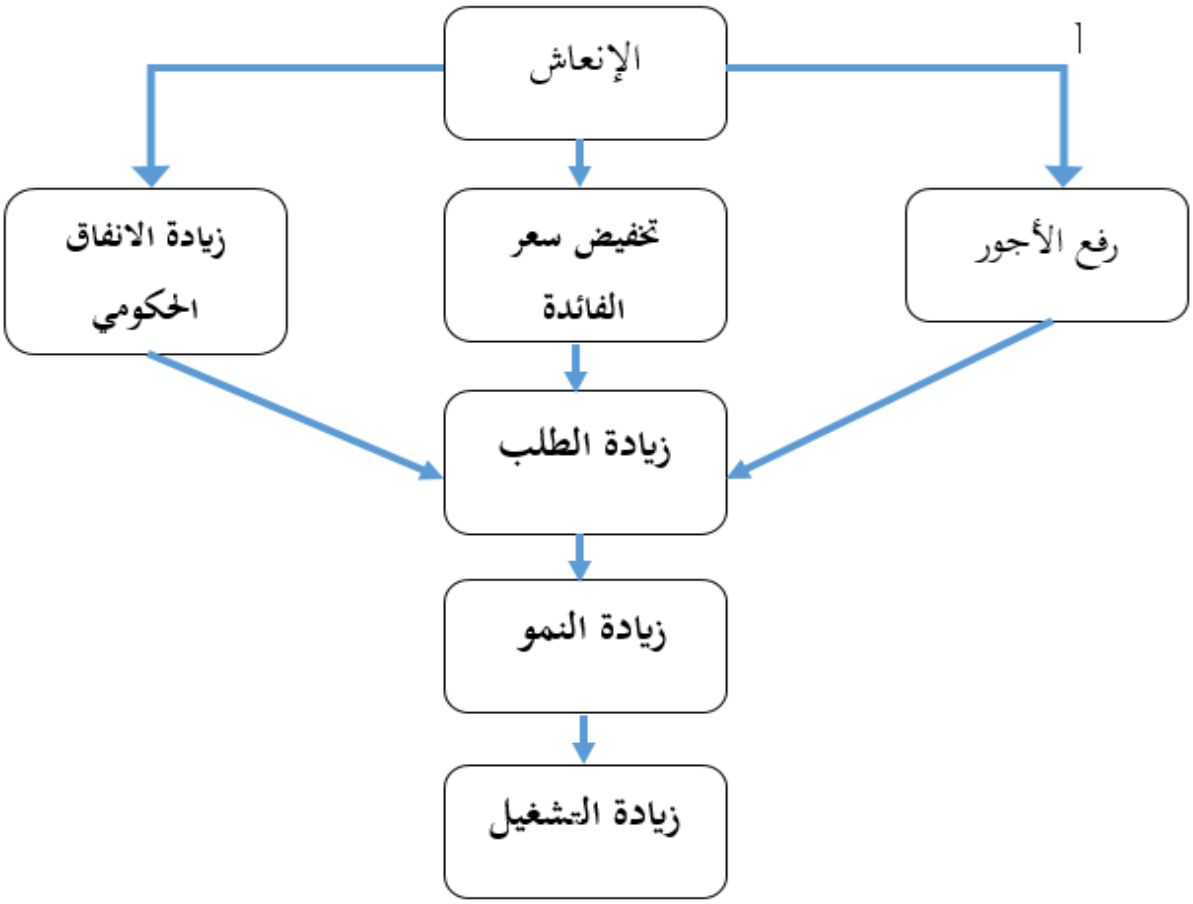
أولا: سياسة الضبط.

تتعلق سياسة الضبط بالمحافظة على التوازن العام بخفض التضخم والمحافظة على توازن ميزان المدفوعات واستقرار العملة والبحث عن التوظيف الكامل، هذا بالمفهوم الضيق أما بالمفهوم الواسع فتعني مجموع التصرفات الهادفة إلى المحافظة على النظام الاقتصادي في وضعه كتقليص الضغوط الاجتماعية ووضع السياسات المضادة للأزمات.

ثانيا: سياسة الإنعاش.

يهدف الإنعاش إلى إعادة إطلاق الآلة الاقتصادية مستخدما العجز الموازني وتحفيز الاستثمار والأجور والاستهلاك وتسهيلات القروض ... الخ وهي مستوحاة من الفكر الكينزي، ونلجأ في بعض الأحيان إلى التمييز بين الإنعاش عن طريق الاستهلاك والإنعاش عن طريق الاستثمار.

الشكل رقم (02-01): مخطط يوضح سياسة الإنعاش



المصدر: (عايب، 2010، صفحة 79).

ثالثا: سياسة إعادة هيكلة الجهاز الصناعي.

وتعبر عن سياسة اقتصادية تهدف إلى تكييف الجهاز الصناعي مع تطور الطلب العالمي، وتتميز بإعطاء الأولوية للقطاعات المصدرة وتفضيل التوازن الخارجي للنشاط الاقتصادي والتشغيل.

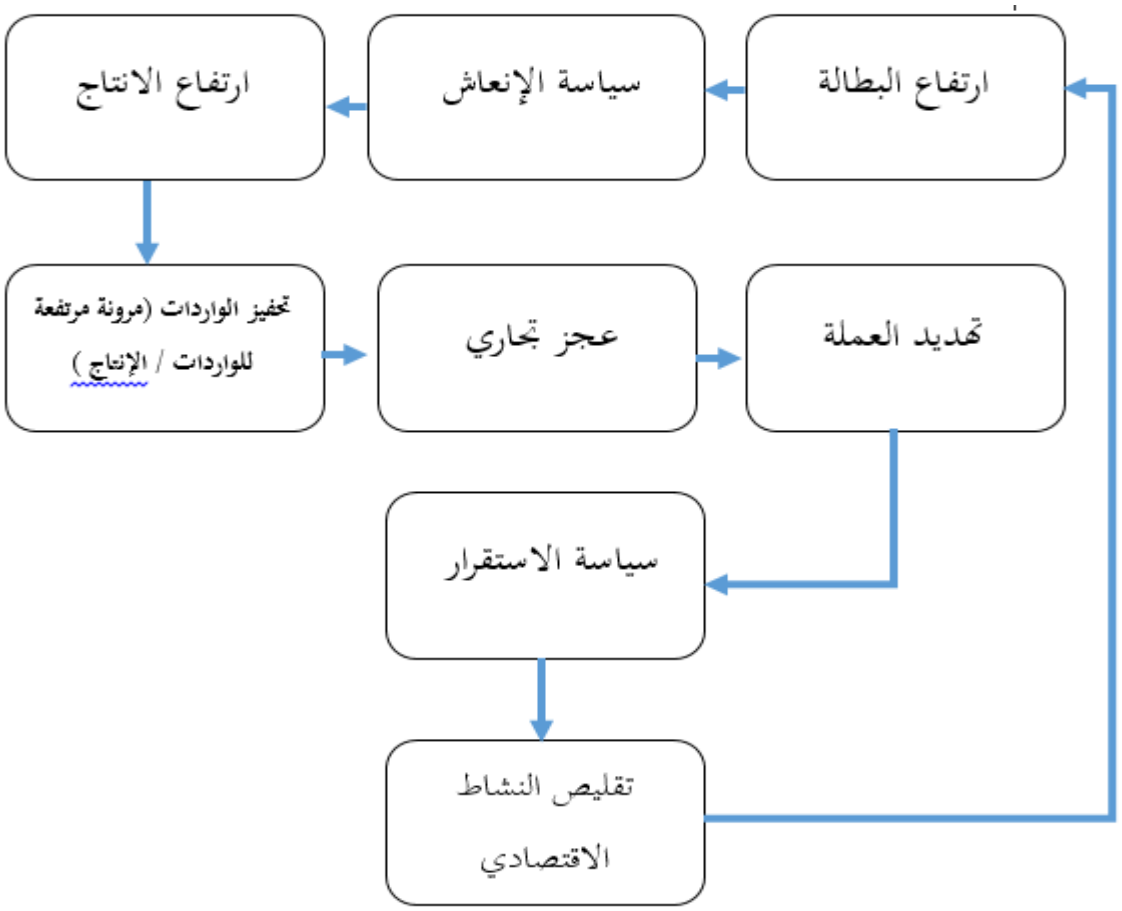
رابعا: سياسة الانكماش.

وهي سياسة تهدف إلى الحد من ارتفاع الأسعار عن طريق وسائل تقليدية، مثل الاقتطاعات الإجبارية على الدخل وتجميد الأجور ومراقبة الكتلة النقدية وتؤدي هذه السياسة في العادة إلى تقليص النشاط الاقتصادي (قدي، 2005، صفحة 32).

خامسا: سياسة التوقف ثم الذهاب.

وهي سياسة تم اعتمادها في بريطانيا، وتتميز بالتناوب المتسلسل لسياسة الإنعاش ثم الانكماش حسب آلية كلاسيكية تعكس بنيه الجهاز الإنتاجي (قدي، 2005، صفحة 32).

الشكل رقم (02-02): مخطط يوضح سياسة التوقف ثم الذهاب.



المصدر: (قدي، 2005، صفحة 33)

المبحث الثاني: الإطار النظري للمتغيرات الاقتصادية الكلية

يشكل فهم المتغيرات الاقتصادية الكلية الأساس النظري لتحليل أداء الاقتصاد الوطني وتقييم فعالية السياسات الاقتصادية المطبقة، فهذه المتغيرات مثل التضخم، النمو الاقتصادي، ميزان المدفوعات، وعجز الموازنة العامة تعد مؤشرات محورية تعكس درجة استقرار الاقتصاد وقدرته على مواجهة الصدمات الداخلية والخارجية، وتساهم دراسة الإطار النظري لهذه المتغيرات في توضيح آليات تأثيرها المتبادل وكيفية تفاعلها مع السياسات المالية والنقدية والهيكلية، كما أن تحليل الأسس النظرية لهذه الظواهر يمكن الباحث من بناء رؤية أعمق حول ديناميكية الاقتصاد الكلي، بما يساعد على تفسير التطورات الاقتصادية في السياقات الوطنية والدولية.

المطلب الأول: ماهية التضخم.

من بين المشكلات الاقتصادية التي تؤدي إلى اختلالات اقتصادية عالمية نجد ظاهرة التضخم التي كانت محل الدراسة والاهتمام لدى الكثير من الاقتصاديين والمفكرين، حيث تعمقت الأبحاث وتعددت النظريات الاقتصادية التي حاولت تفسير هذه الظاهرة، ويعد التضخم من المشكلات الأساسية التي عرقلت مسيرة التقدم والتنمية في معظم المجتمعات.

وتنبع أهمية موضوع التضخم من آثاره السلبية على القوة الشرائية لدخل مختلف الوحدات الاقتصادية وبالتالي على مستوى الرفاهية في الاقتصاد، بالإضافة إلى تأثيره السلبي على القدرة التنافسية للمنتجات المحلية.

الفرع الأول: تعريف التضخم

هناك تعريفات عديدة للتضخم نذكر منها ما يلي:

إن أنصار النظرية الكمية يعرفون التضخم بأنه زيادة كمية النقود بدرجة تنخفض معها قيمة النقود أو ارتفاع في معدلات الأسعار مع بقاء الدخل ثابت، ويعرف أيضا على أنه انخفاض القوة الشرائية للنقود (العصار و الحلبي، 2000، صفحة 163).

أما حسب كينز فإن التضخم هو "زيادة القدرة الشرائية التي لا يقابلها زيادة في حجم الإنتاج أو هو زيادة الطلب الحقيقي في ظل الاستخدام الكامل" (عناية، 2000، صفحة 20).

ويعرف كذلك على أنه الارتفاع العام والمستمر في المستوى العام للأسعار خلال فترة معينة، ولا يعني ذلك أن الارتفاع يكون في كل الأسعار إذ أن بعضها قد ينخفض وإنما الاتجاه العام يجب أن يكون تصاعديا (BERNIER & Yves , 2001, p. 301).

ومما سبق يمكن أن نضع تعريفا للتضخم بأنه الارتفاع الدائم والمستمر للمستوى العام للأسعار الذي يصاحبه انخفاض القدرة الشرائية لوحدة النقود.

الفرع الثاني: أسباب التضخم.

هناك ثلاثة أسباب للتضخم فمنها ما هو ناتج عن الطلب الكلي ومنها ما هو ناتج عن العرض الكلي وأخرى ناتجة عن الهيكل الاقتصادي.

أولا: التضخم الناتج عن الطلب.

يحدث التضخم عندما يكون الطلب الكلي على السلع والخدمات في المجتمع أكبر من العرض الكلي لهذه السلع والخدمات، أو أن نمو الطلب الكلي يكون أكبر من نمو العرض الكلي، ويؤدي هذا إلى زيادة كمية النقود لا تقابلها زيادة في كميات إنتاج السلع والخدمات، مما يولد ارتفاعها في الأسعار بصفو عامة (بوفاسة، 2018، صفحة 208).

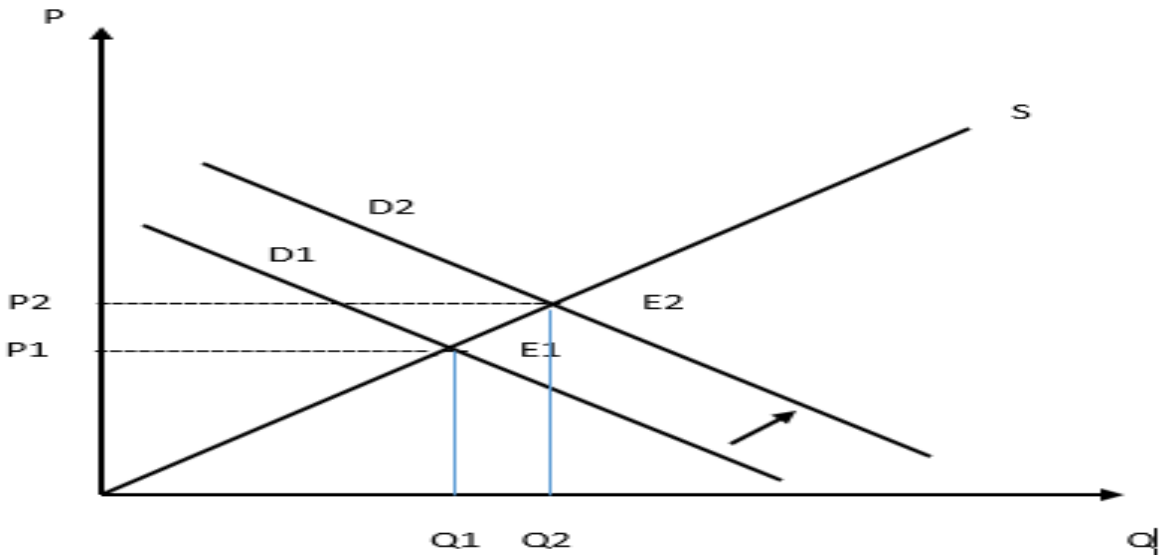
يرى كينز أن كمية النقود ترتبط بطريقة مباشرة وتناسبيا مع أسعار السلع والخدمات، فعندما ترتفع كمية النقود في التداول يؤدي ذلك إلى ارتفاع أسعار السلع والخدمات بنفس النسبة وذلك بسبب زيادة الطلب الكلي مقارنة مع عرض السلع والخدمات، وهذا يعني زيادة أرباح أصحاب المشاريع باعتبار أن الاقتصاد في حالة رواج وتوسع وبالتالي ارتفاع إمكانية تصريف الفائض من الإنتاج، وهذا الأخير يؤدي إلى زيادة الطلب الكلي على عناصر الإنتاج وبالتالي ارتفاع كتلة الأجور ومن ثم الزيادة في القدرة الشرائية للعمال، هذه الزيادة سوف تنتقل إلى الاستهلاك مما يؤدي إلى زيادة جديدة في الطلب وهكذا تعاد الكرة بشكل دوري، ولاحظ كينز أن هذه العملية ترتبط بحالة التشغيل وبالتالي ميز بين حالتين (مجدي ، 2000، الصفحات 75-76):

1-حالة التشغيل الكامل: يحدث التضخم الناشئ عن الطلب كما سبق شرحه لأن كل طاقات وموارد المجتمع مشغلة وليس هناك إمكانية للتوسع في الإنتاج.

2-**حالة التشغيل غير الكامل:** لا يحدث هنا التضخم لأنه هنالك إمكانية زيادة الإنتاج لمواجهة الزيادة في الطلب.

وقد يزيد الطلب الكلي بسبب زيادة الإنفاق الاستهلاكي أو الاستثماري أو الحكومي بمعدل أكثر مما يستطيع الجهاز الإنتاجي مقابلته، أو بسبب التوسع في الإصدار النقدي أو عن طريق التوسع في حجم الائتمان من قبل البنوك التجارية وهذا ما يمكن تمثيله بالشكل البياني التالي:

الشكل رقم (02-03): رسم بياني يوضح التضخم الناتج عن الطلب.



المصدر: (بوفاسة، 2018، صفحة 210).

نلاحظ عند ارتفاع الطلب الكلي من D1 إلى D2 بدون الارتفاع في العرض الكلي S فإن الكمية المطلوبة من السلع والخدمات ترتفع من Q1 إلى Q2، وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع في الأسعار من P1 إلى P2 مما يدل على وجود تضخم، لأن نقطة التوازن بين العرض والطلب تحولت من E1 إلى E2 بدون زيادة في العرض الكلي.

ويتم مواجهة هذا النوع من التضخم باتباع سياسات تعمل على خفض الطلب الكلي أو الرفع من العرض الكلي أو العمل بالاتجاهين معا حسب حاجه الاقتصاد، ويمكن للسلطات النقدية أن تواجه ارتفاع الطلب الكلي بالتخفيض من نمو عرض النقد والتخفيض من الإنفاق الحكومي أو الرفع من معدلات الضرائب، أما فيما يتعلق بالعرض الكلي فيجب القيام بزيادة التوظيف وتنمية الإنتاج ورفع الإنتاجية (بوفاسة، 2018، صفحة 210).

ثانيا: تضخم دفع التكاليف.

تعود أسباب هذا النوع من التضخم إلى جانب العرض، أي أن سبب التضخم يعود إلى ارتفاع تكاليف الإنتاج وارتفاع أسعار عناصر الإنتاج كأجور العمال التي تمثل نسبة عالية من تكاليف إنتاج السلع والخدمات، والسبب في ذلك هو أن العمال يلجؤون إلى المطالبة بزيادة أجورهم من أجل تعويض انخفاض الأجور الحقيقية أو لتحسين مستويات معيشتهم، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الإنتاج وبالتالي يقوم المنتجين إلى زيادة أسعار السلع والخدمات وذلك من أجل المحافظة على هامش ربحهم (BURDA & WYPLOSZ, 2005, p. 320).

وقد يكون نتيجة انخفاض العرض الكلي للسلع والخدمات، مثل نقص المحاصيل الزراعية أو ارتفاع المواد الأولية والوقود أو ارتفاع تكاليف النقل والتأمين على السلع والخدمات، ويؤدي هذا إلى زيادة نفقات الإنتاج ومن ثم ارتفاع أسعارها، وقد ترتفع أسعار السلع والخدمات أحيانا خاصة في الدول التي تعتمد على استيراد السلع من المواد الأولية والوسيطة، فيؤدي ارتفاع

أسعار المواد المستوردة التي تدخل في تكاليف إنتاج السلع النهائية إلى رفع التكاليف مما يرفع من أسعار السلع والخدمات المنتجة النهائية (الوزني و الرفاعي، 2006، صفحة 327).

ثالثا: التضخم الهيكلي.

وينشأ هذا التضخم نتيجة وجود خلل في هيكل العلاقات الاقتصادية التي تسود النشاط الاقتصادي، ويعود ذلك إلى طبيعة الاقتصاد نفسه وينعكس ذلك في اختلال هيكل كل من الطلب الكلي والعرض الكلي، ويظهر هذا النوع من التضخم في الدول النامية والتي تتميز بخصائص معينة، فحين تقوم تلك الدول بعملية التنمية الاقتصادية ينجم عنها اختناقات مادية في الإنتاج وذلك لعدم مرونة جهاز الإنتاج وخاصة في القطاع الزراعي.

ويمكن أن يحدث هذا التضخم بسبب خلل في هيكل الطلب، حيث يحدث تغير حاد وسريع في هيكل الطلب يترتب عنه زيادة منتجات بعض القطاعات دون الأخرى مما يرفع من أسعار تلك المنتجات، وهذا يعني أن العوامل النقدية لا تلعب دورا رئيسيا في مثل هذه الاختلالات سواء في هيكل الطلب أو العرض، فالتضخم يحدث بسبب الاختلالات الهيكلية في الاقتصاد والتي تحكم العلاقات بين القطاعات والأنشطة والمناطق والمتغيرات الاقتصادية المختلفة، مما يؤدي في النهاية إلى ارتفاع أسعار تلك المنتجات وتتميز مواطن الخلل في هذه العلاقات بنوع من الجمود في الأجل القصير وتكون متوطنة في الاقتصاد منذ فترة طويلة، وبالتالي تعجز السياسات المالية والنقدية في معالجة التضخم الهيكلي لأن مثل هذا النوع من التضخم يحتاج إلى معالجة طويلة الأجل حتى يتسنى تغيير مثل هذه العلاقات الهيكلية الجامدة بين القطاعات والوحدات والمتغيرات والأنشطة الاقتصادية المختلفة، والتي تنعكس آثارها على العملية الإنتاجية في الاقتصاد (الطاهر و موفق، 2006، صفحة 140).

الفرع الثالث: أنواع التضخم

يمكننا الاعتماد على عدد كبير من المعايير والأسس للتمييز بين الأنواع المتعددة والمختلفة للتضخم ومنها:

أولا: التضخم الطليق (المكشوف).

يتميز هذا النوع من التضخم في ارتفاع كبير في الأسعار وهذا بعيدا عن تدخل الدولة للحد ومحاولة إيقاف هذا الارتفاع أو التأثير فيه، مما يؤدي إلى تفشي هذه الظاهرة التضخمية والتسارع في تراكمها فيرتفع المستوى العام لأسعار السلع والخدمات النهائية بنسب كبيرة مقارنة مع زيادة كمية النقود المعروضة للتداول (بلعزوز، 2006، صفحة 147).

ثانيا: التضخم المقيد (المكبوت).

يتسم هذا النوع من التضخم بتدخل الدولة في تسيير حركة الأسعار، وتحدد الحكومة الحد الأقصى للأسعار عند ارتفاعها فدورها يتمثل في منع وكبح استمرارية ارتفاع الأسعار، إذ أن الظواهر التضخمية تبقى موجودة والدولة بتدخلها لا تقض عليها وإنما يكون هدفها هو الحد من حركات الاتجاهات التضخمية المتفشية بصفه مؤقتة، ومن ثم الحد من استفحال آثارها في المجتمع عن

طريق إجراءات متعددة مثل تجميد الأسعار لمنعها من الارتفاع والرقابة على الصرف وتثبيت أسعار الفائدة (بلعزوز، 2006، صفحة 148).

ثالثا: التضخم الجامح.

وهو أخطر الأنواع على الاقتصاد القومي إذ ترتفع الأسعار بصورة مذهلة، فتنعدم الثقة في النقود وتؤدي إلى ارتفاع الأجور وزيادة تكاليف الإنتاج وخفض أرباح العمال ويستمر هذا الارتفاع يوما بعد يوم وبشكل سريع حتى يبلغ مستوى الأسعار أرقام قياسية (سويح و بن ثابت ، 2020، صفحة 101).

رابعا: التضخم الزاحف.

ويقصد به الارتفاع المستمر سنويا في المستوى العام للأسعار، فهذا التضخم ليس ناتجا عن زيادة الإصدار النقدي أو التوسع في الائتمان المصرفي، وإنما ارتفاع الأسعار هي التي تزيد من التداول النقدي (محاسن و حاج ، 2019، صفحة 15).

المطلب الثاني: النمو الاقتصادي.

يعد النمو الاقتصادي من المفاهيم الأساسية في علم الاقتصاد، لما له من دور محوري في تفسير تطور أداء الاقتصاد الوطني وتحسين مستوى معيشة الأفراد، كما يعكس قدرة الاقتصاد على زيادة إنتاجه من السلع والخدمات عبر الزمن، اعتمادا على حسن استغلال الموارد المتاحة، سيتم في ما يلي التطرق إلى مفهوم النمو الاقتصادي من خلال عرض أهم التعاريف التي تناولها الفكر الاقتصادي.

الفرع الأول: تعريف النمو الاقتصادي

هناك العديد من التعاريف، فقد عرفه الاقتصادي الفرنسي فرانسوا بيرو على أنه "الارتفاع المستمر خلال فترة أو فترات زمنية طويلة للناتج الإجمالي الصافي الحقيقي" (بختاش ، 2014-2015، صفحة 25).

يعتبر بول ساموبلسون الناتج الوطني الحقيقي الصافي هو المؤشر الرئيسي للنمو الاقتصادي ذلك لكون معطياته متوفرة والحصول عليها يتم بسهولة حسب رأيه، وبالتالي يعرف النمو الاقتصادي على أنه " الزيادة النسبية في الناتج الوطني الحقيقي الصافي" (ضيف ، 2014).

يعني النمو الاقتصادي حدوث زيادة مستمرة في متوسط الدخل الفردي الحقيقي مع مرور الزمن ونعني بمعدل دخل الفرد الحقيقي الدخل القومي مقسوم على عدد السكان (عطية، 2003، صفحة 11).

كذلك يعرف النمو الاقتصادي على أنه معدل التغير في متوسط دخل الفرد أو نصيب الفرد من الناتج القومي في المتوسط، وهو يشير إلى الزيادة المستمرة في متوسط الدخل الحقيقي للفرد عبر الزمن (الخطيب و دياب، 2015).

من خلال هذه التعاريف يمكن تعريف النمو الاقتصادي على أنه مصطلح كمي يتعلق بارتفاع مستوى الإنتاج في قطاع أو عدة قطاعات من الاقتصاد الوطني، أي ارتفاع تراكمي يتعلق بالزيادة في كمية السلع والخدمات النهائية المنتجة في اقتصاد معين ما يضمن تحقيق معدل نمو مرتفع لمتوسط الدخل الحقيقي للفرد خلال فترة زمنية معينة.

الفرع الثاني: قياس النمو الاقتصادي

على الرغم من وجود طرق عديدة من قياس النمو الاقتصادي فإن الناتج المحلي الإجمالي هو المؤشر الأكثر انتشارا في قياس النمو، ويعرف الناتج المحلي الإجمالي على أنه القيمة الإسمية أو الحقيقية للسلع والخدمات النهائية المنتجة خلال فترة زمنية معينة عادة تكون سنة واحدة باستخدام الموارد الاقتصادية للبلد او الاقليم والخاضعة للتبادل في الاسواق وفق القوانين والتشريعات المعتمدة، وباعتبار ان النمو الاقتصادي ما هو إلا تغير في حجم النشاط الاقتصادي الوطني وبالتالي فإن قياس ذلك التغير يكون من خلال دراسة مؤشرات الاقتصاد الوطني التي تعبر عن ذلك النشاط (معروف، 2005، صفحة 77).

ويمكن قياس معدل النمو في دولة ما عن طريق المعادلة الآتية:

معدل النمو الاقتصادي= الزيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الوطني –معدل الزيادة في المستوى العام للأسعار او معدلات التضخم.

إن تحقيق زيادة مستمرة ومستقرة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي تتطلب ان تكون هذه الزيادة ناتجة عن زيادة حقيقية في مستوى النشاط الاقتصادي، أي أنها لا تحدث بسبب ظروف طارئة قد تكون مثلا بسبب حصول الدولة على إعانة من الخارج لفترة معينة، أو بسبب ارتفاع مفاجئ في أسعار السلع التي تقوم بتصديرها للخارج بسبب ظروف طارئة لا تلبث أن تزول، كما حدث في حالة ارتفاع أسعار النفط عام 1973 حيث أدت إلى زيادة كبيرة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي بالدول المصدرة للنفط، لم تلبث أن اختفت مع انخفاض أسعار النفط مرة أخرى في الثمانينات، ذلك النمو يمكن اعتباره نموا عابرا لا يلبث أن يزول، ومن ناحية أخرى فهذه الزيادة لابد من أن تكون مستقرة بمعنى أنها لا تتعرض للتقلبات الشديدة في معدلاتها من فترة زمنية لأخرى، وهناك طريقتان لقياس هذا النمو أولهما إجمالية، تقيس معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي ككتلة واحدة من السلع والخدمات وثانيهما تفصيلية، تقيس معدل النمو في كل قطاع من القطاعات الاقتصادية ثم جمعها للتوصل إلى معدل النمو الحاصل في كل دولة (الخطيب و دياب، 2015، صفحة 328).

الفرع الثالث: خصائص النمو الاقتصادي.

هناك العديد من الخصائص للنمو الاقتصادي نذكرها فيما يلي (الخطيب و دياب، 2015، صفحة 329):

- لا يهتم النمو الاقتصادي بتوزيع عائدات النمو المتحققة ونصيب كل فرد منها أي أنه لا يهتم بمن يستفيد من ثمار النمو الاقتصادي بشكل محدد وصريح؛

- النمو الاقتصادي يحدث تلقائيا ولذلك لا يحتاج إلى تدخل من جانب الدولة خاصه في ضخ المزيد من الاستثمارات أو التخطيط له؛
- التنمية الاقتصادية أوسع وأكثر شمولا من النمو الاقتصادي وتقوم أساسا على تدخل الدولة وتمويلها لعمليات التنمية في معظم القطاعات؛
- النمو الاقتصادي ذو طبيعة تراكمية فلو أن دولة ما تنمو بمعدل أسرع من غيرها فإن الفجوة بين المستويات في كل منهما تتسع بكثرة؛
- يؤدي النمو الاقتصادي إلى رفع المستويات المعيشية على المدى الطويل، ويتناول كذلك سياسات إعادة توزيع الدخل بين افراد المجتمع بصوره أكثر تنظيما وسهولة؛
- يلعب النمو الاقتصادي دورا بالغ الأهمية في المحافظة على الأمن الوطني.

الفرع الرابع: محددات للنمو الاقتصادي:

يقصد بمحددات النمو الاقتصادي العوامل المؤثرة في النمو الاقتصادي ودرجة تأثير كل محدد أو عامل من هذه العوامل على النمو الاقتصادي، وبمعنى آخر يقصد بها مصادر النمو الاقتصادي، وبداية فإن النمو الاقتصادي يعتمد على عدد من المصادر أو المحددات الاقتصادية والسكانية والثقافية لكن الاتفاق بين الاقتصاديين حول أهمية نوعية مصادر النمو الاقتصادي ظل محل جدل (الأفندي، 2013، صفحة 298). ويمكننا من خلال هذا العنصر أن نبرز أهم محددات وعوامل النمو الاقتصادي وهي كالتالي:

أولا: كمية رأس المال المادي المتاحة.

وهو عبارة عن سلع تستخدم في إنتاج سلعة أخرى، ويمثل رأس المال الاستثمارات أو كل مؤشر آخر يشرح مستوى ودرجة التجهيزات التقنية والمطارات والموانئ وغيرها من البنى المادية الأساسية التي توفر البيئة اللازمة لقيام المشروعات الاقتصادية وزيادة الطاقة الإنتاجية للمجتمع، فالتراكم الرأسمالي أي زيادة المخزون المادي لدى أي مجتمع تكون بدايته اقتطاع هذا المجتمع لجزء من دخله في مرحلة ما ومن ثم تحويل هذه المدخرات إلى وجوه استثمارية، منها صناعة الأدوات والمعدات التي تساعد على زيادة إنتاجه (ضيف ، 2014، صفحة 13).

ثانيا: اليد العاملة.

يمثل عنصر العمل أهم عامل من عوامل النمو الاقتصادي حيث يعتبر محددا أساسيا لحجم الإنتاج المحقق، إلا أنه بتطور التكنولوجيا والتقدم التقني أصبح عامل اليد العاملة مرتبط بزيادة المهارات والتعليم والتدريب التي تعتبر أعمال استثمارية في البشر ليعطي لنا رأس المال البشري، ولا شك في أن هذين العاملين (التعليم والتدريب) يساعدان كثيرا على رفع إنتاجية القوة العاملة (ضيف ، 2014، صفحة 13).

ثالثا: الابتكار والاختراع.

إن المعرفة والابتكارات الجادين يمكن أيضا أن تعتبر من موارد المجتمع الموجهة لإنتاج السلع الرأسمالية وتكفي بالكاد لإحلال رأس المال عندما يتعرض للتقادم، وبالتالي فإن الدخل القومي سوف ينمو بسبب تقدم المعرفة الفنية، لا بسبب تراكم المزيد من رأس المال ومن هنا فإن هذا النوع من الزيادة في الدخل يمكن ان يتحقق إما من خلال تقدم المعرفة التقنية داخل المجتمع وإما من خلال استيرادها من الخارج، ومع ذلك فإن الدول الاقل تقدما يمكن أن تقوم بإحلال رأس المال القديم برأس المال الجديد، وهذا ما يطلق عليه بالأساليب الفنية في الإنتاج التي كانت من قبل متبعة في الخارج والتي لم تتمكن هذه الدول من أن تستفيد منها بعد في تنمية اقتصاداتها، أما الدول الأكثر تقدما فإنه يتعين عليها أداء مهمة أصعب بكثير على ما يبدو، إذ ينبغي عليها تطوير الأساليب الفنية الجديدة عن طريق المضي في إجراء البحوث والدراسات بغية ابتكار أساليب أخرى أكثر تطورا، ومع ذلك فالدليل القائم حاليا حول ما يسمى بالفجوة التكنولوجية إنما يوحي بأن هناك مجالا للابتكار والاختراع يتجاوز مجرد نقل الإنجازات الأجنبية إلى الدول النامية (الخطيب و دياب، 2015، صفحة 331).

المطلب الثالث: ميزان المدفوعات

يشكل ميزان المدفوعات إطارا تحليليا مهما لرصد مختلف المعاملات الاقتصادية والمالية التي تتم بين الدولة وبقية دول العالم، ويساعد هذا الميزان على فهم وضع الاقتصاد الخارجي للدولة ومدى توازن تدفقاتها النقدية والتجارية، يتناول هذا الفرع مفهوم ميزان المدفوعات من خلال استعراض مجموعة من التعاريف التي قدمها الباحثون والمنظمات الدولية.

الفرع الأول: تعريف ميزان المدفوعات

هناك عده تعريفات لميزان المدفوعات نذكر منها ما يلي:

هو سجل يبين جميع المبادلات الاقتصادية التي تحدث بين المواطنين المقيمين المحليين في تلك الدولة، وغير المقيمين بها خلال فترة زمنية معينة عادة سنة (خروف ، ثوامرية ، و فريحة، 2020، صفحة 22).

هو عبارة عن سجل بتعاملات بلد ما مع العالم الخارجي خلال فترة زمنية معينة، وله جانبان أحدهما دائن والآخر مدين (السلطان، 2018، صفحة 208).

يعتبر ميزان المدفوعات بيان حسابي يسجل فيه قيم جميع السلع والخدمات والمساعدات وكل المعاملات الرأسمالية الداخلية والخارجية للبلد خلال فترة زمنية محددة عادة ما تكون سنة (برقوق و يوسف، 2016، صفحة 89).

أما حسب صندوق النقد الدولي فيعرف ميزان المدفوعات على أنه " سجل يعتمد على القيد المزدوج، ويتناول احصائيات فترة زمنية معينة بالنسبة للتغيرات في مكونات أو قيمة أصول اقتصاديات دولة بسبب تعاملها مع بقية الدول الأخرى، أو بسبب هجرة الأفراد وكذا التغيرات في قيمة ومكونات ما تحتفظ به من الذهب النقدي وحقوق السحب الخاصة من الصندوق وحقوقها والتزاماتها تجاه بقية والعلم (بسدات ، 2016، صفحة 243).

الفرع الثاني: مكونات ميزان المدفوعات.

هناك طريقتان لمعرفة مكونات ميزان المدفوعات أحدهما عمودية وأخرى أفقية وذلك من أجل تسهيل وتيسير عملية التسجيل فيه نبينها كالتالي:

أما عموديا فينقسم ميزان المدفوعات إلى قسمين رئيسين هما (منصوري و الشاهد، 2020، صفحة 116):

أولا: الجانب الدائن.

تسجل فيه كل عملية يترتب عنها دخول العملة الأجنبية وكل ما من شأنه خلق حقوق للدولة من قبل المستوردين الأجانب.

ثانيا: الجانب المدين.

وتسجل فيه كل عملية يترتب عليها خروج العملة الأجنبية من دولة إلى أخرى وكل ما من شأنه خلق التزام للدولة من قبل دولة أخرى.

أما أفقيا هناك عده تقسيمات لميزان المدفوعات نذكر منها ما يلي (آل شبيب، 2012، صفحة 79):

أولا: الحساب الجاري.

خصص هذا الحساب لتسجيل المعاملات الجارية أو التي تتم بصورة دورية من السلع والخدمات والتحويلات بدون مقابل خلال فترة إعداد الميزان. وينقسم بدوره إلى (بسدات ، 2016، صفحة 245):

1-الميزان التجاري:

يشمل صادرات وواردات السلع فقط، أي ما يدخل ضمن التجارة المنظورة فقط وهو الفرق بين قيمة الصادرات وقيمة الواردات.

2-ميزان الخدمات:

تسجل في جميع الصادرات والواردات من الخدمات، أي أنه يضم عمليات التجارة غير المنظورة مثل خدمات النقل والتأمين والسياحة والخدمات المالية التي تقوم بها الدولة مع دول أخرى.

3-حساب التحويلات من طرف واحد:

يتعلق هذا الحساب بمبادلات تمت بين الدولة والخارج بدون مقابل فهي عمليات غير تبادلية، أي من جانب واحد لا يترتب على الدولة المستفيدة أي التزام بالسداد، وتشمل الهبات والمنح والهدايا والمساعدات وأية تحويلات أخرى، لا ترد سواء كانت رسمية أو خاصة.

ثانيا: حساب رأس المال.

يقسم حساب رأس المال إلى حساب رأس المال طويل الأجل ويشمل الديون أو الحقوق التي تستحق بعد فترة زمنية أطول من سنة وكذلك الاستثمار المباشر، وتقيد هذه الأخيرة في ميزان المدفوعات في الجانب المدين باعتبارها تصدير لرأس المال طويل الأجل، ويقابلها قيد في جانب الدائن في حساب رأس المال قصير الأجل. وينقسم إلى (بسدات ، 2016، صفحة 245):

1-حساب رأس المال طويل الأجل:

يشمل العمليات الرأسمالية التي تكون مدتها سنة والقروض طويلة الأجل والاستثمارات المباشرة والأوراق المالية (أسهم وسندات).

2-رؤوس الاموال قصيره الأجل:

تشمل العمليات الرأسمالية التي تقل مدتها عن السنة، مثل الودائع المصرفية والعملات الأجنبية والاوراق المالية قصيرة الأجل والقروض قصيرة الأجل.

3-حساب الذهب والاحتياطي النقدي الاجنبي:

ويشمل هذا الحساب التغيرات التي تطرأ على أرصدة الذهب والاحتياطات الأجنبية لدى السلطات النقدية سواء بالزيادة والنقصان.

4-حساب السهو والخطأ:

يقوم ميزان المدفوعات على أساس القيد المزدوج أي كل عملية تسجل في الجانب المدين والجانب الدائن وبذلك فإن الميزان يكون دائما متوازنا من الناحية المحاسبية، ولكن في بعض الحالات لا يحصل توازن نتيجة صعوبة الحصول على معلومات إحصائية دقيقة عن كل المعاملات الدولية التي تدخل وتخرج منها، وهكذا فإنه يحصل تباين بين الأرصدة الدائنة والمدينة سواء بسبب حصول سهو في إدخال المعلومات أو بسبب خطا في التقدير، لذلك يستوجب إدخال بند يدعى بالموازنة أو حساب السهو والخطأ يتم الاستعانة به لتحقيق التوازن الحسابي في ميزان المدفوعات (آل شبيب، 2012، صفحة 79).

الجدول رقم (02-01): مكونات ميزان المدفوعات.

البيان	دائن	مدين
أولا – الحساب الجاري		
1-الميزان التجاري		
- الصادرات السلعية	**+**	
- الواردات السلعية		**-**

2-ميزان الخدمات		
الصادرات من الخدمات مثل: **خدمات التأمين، خدمات الصيرفة، خدمات النقل والسياحة،** **خدمات النقل البري والبحري ...الخ.**	+	
الواردات من الخدمات مثل: **خدمات التأمين، خدمات الصيرفة، خدمات النقل والسياحة،** **خدمات النقل البري والبحري ...الخ.**		-
ثانيا – حساب التحويلات أحادية الجانب		
1-استلام من الخارج (من غير المقيمين)		
- **هبات ومنح وعطايا ومساعدات رسمية.**	+	
- **هبات ومنح وعطايا ومساعدات غير رسمية.**	+	
- **تحويلات من العاملين في الخارج إلى الداخل.**	+	
2-دفع إلى الخارج (إلى غير المقيمين)		
- **هبات ومنح وعطايا ومساعدات رسمية.**		-
- **هبات ومنح وعطايا ومساعدات غير رسمية.**		-
- **تحويلات من العاملين في الخارج إلى الداخل.**		-
ثالثا –حساب رأس المال		
1-حساب رأس المال طويل الأجل	+	
2-رؤوس الأموال قصيرة الأجل		-
رابعا – حساب الذهب والاحتياطي النقدي الأجنبي		
5-حساب السهو والخطأ		

المصدر: (سيساني، 2019، صفحة 60).

الفرع الثالث: الاختلال والتوازن في ميزان المدفوعات

يعتبر موضوع الاختلال والتوازن في ميزان المدفوعات من القضايا الجوهرية في تحليل الوضع الاقتصادي الخارجي للدولة، لما له من انعكاسات مباشرة على الاستقرار المالي والاقتصادي، ويساعد فهم هذه الظاهرة على تشخيص أسباب الفائض أو العجز وتحديد طبيعة الاختلال القائم.

أولا: مفهوم الاختلال والتوازن في ميزان المدفوعات.

الاختلال في ميزان المدفوعات يعني زيادة الجانب الدائن على الجانب المدين في الميزان ويحصل في هذه الحالة فائض في ميزان المدفوعات، أما العجز يحدث عندما يتجاوز الجانب المدين الجانب الدائن فيه أي تجاوزت المطلوبات التي تستحق على عاتق الدولة تجاه الدول الأخرى حقوقها تجاه تلك الدول.

والاختلال في ميزان المدفوعات يمكن أن يكون اختلالا وقتيا بسبب ظروف مناخية أو أوضاع حربية مثلا وتزول هذه الحالة بزوال الأسباب التي أدت إلى حصولها، ويمكن أن يكون اختلالا دائما أو مستمرا وذلك في الحالة التي تشتد فيها حاجة الدولة للاستيراد ترافقها حالة عجز في إنتاجها المحلي الذي يعجز فيها عن توفير فائض من هذا الإنتاج لأغراض التصدير، وهذا يعني أن مثل هذه الدولة ستعيش عجزا في ميزانها التجاري وبالتالي في ميزان مدفوعاتها عندما لا تغطي البنود الأخرى مثل هذا العجز (نوة، 2014، صفحة 30).

أما التوازن في ميزان المدفوعات فهو أن يتحقق التكافؤ والتعادل بين جملة من إيرادات الدولة من الصرف الأجنبي وجملة مدفوعاتها منه، أي أن يحدث مساواة حسابية حتمية بين العناصر الدائنة والعناصر المدينة في الميزان بصورة إجمالية.

ويمكن أن يحدث التوازن في بعض أجزاء أو حسابات ميزان المدفوعات ويتم مقارنة القيمة الكلية لجانب الدائن مع القيمة الكلية لجانب المدين الخاصة بكل حساب على حدا، فعند حدوث عدم توازن بين جانبي أي حساب يوصف الميزان بأنه مختل اقتصاديا، أما إذا كان هناك تعادل بين حسابين فيوصف الميزان بأنه متوازن اقتصاديا وعليه يعرف توازن الميزان المدفوعات بأنه الحالة التي تكون فيها المديونية مساوية للدائنية في المدفوعات المستقلة (شهاب و ناشر، 2010، صفحة 111).

ثانيا–طرق تصحيح اختلال ميزان مدفوعات:

من المتعارف عليه أن هناك طريقتان لتصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات وهما كالتالي:

1–تصحيح ميزان مدفوعات عن طريق آليه السوق:

تتوقف هذه الطريقة على اتباع النظرية الكينزية وبالأخص التأثير على الدخول وما يترتب عليه من أثر ايجابي على الصرف الاجنبي، ومن أهم شروط هذه النظرية هو ثبات الأسعار وأسعار الصرف واتباع سياسية مالية رشيدة تعتمد على إحداث تغير في

مستوى استخدام الطاقات المتاحة للإنتاج ذلك تحت تأثير مضاعف التجارة الخارجية ومنه التوجه نحو التصدير، حينما يسجل ميزان المدفوعات لبلد ما فائضا جراء التزايد في صادراته ومنه سوف يرتفع مستوى الاستخدام في تلك الصناعات التصديرية فتتبعها زيادة في معدل الأجور ومن ثم الدخول الموزعة، مما ينعكس على التنامي في الطلب على السلع والخدمات بنسبة أكبر نتيجة لعمل المضاعف فيرتفع الطلب على الواردات مما يؤدي إلى عودة التوازن إلى ميزان المدفوعات (سيساني، 2019، صفحة 63).

2-تصحيح ميزان المدفوعات عن طريق تدخل الدولة:

ويكون ذلك عن طريق مجموعة من السياسات والادوات المالية والنقدية وغالبا ما يكون باستعمال بعض من الادوات التالية (سيساني، 2019، صفحة 63):

- بيع الأسهم والسندات المحلية للأجانب للحصول على العملات الأجنبية أو بيع العقارات المحلية للأجانب للحصول على النقد الأجنبي؛
- استخدام أدوات السياسة التجارية المختلفة للضغط على الواردات مع تشجيع الصادرات من أجل تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات؛
- استخدام احتياطات الذهب المتاح في بعض الأحيان لمعالجة الاختلال والاقتراض من الخارج، والتوجه نحو الأسواق والبنوك والصناديق المالية العالمية.

المطلب الرابع: عجز الموازنة العامة للدولة

إن عجز الموازنة العامة من الظواهر المالية التي تحظى باهتمام واسع في التحليل الاقتصادي، لما له من تأثير مباشر على الاستقرار المالي والسياسات الاقتصادية للدولة. ويعكس هذا العجز طبيعة العلاقة بين الإيرادات العامة والنفقات الحكومية، ومدى قدرة الدولة على تمويل التزاماتها.

الفرع الأول: تعريف عجز الموازنة العامة

هو عبارة عن زيادة في حجم الإنفاق الحكومي على حجم الإيرادات الحكومية، فالعجز بهذا المفهوم يعني أن الحكومة تستهلك أكثر من مجموع حصيلتها من الإيرادات وهذا ما يسبب تضخما في الطلب على السلع بالمقارنة مع العرض (المومني، 2014، صفحة 279).

هو زيادة النفقات عن الإيرادات في الموازنة العامة للدولة بحيث لا تستطيع الإيرادات مجاراة الزيادة في نفقات الدولة العامة ولما كان العجز يتعرف عليه في العادة عند اعداد الموازنة وقبل البدء في التنفيذ، فان الحكومة تعمل بداية على علاجه اما بتخفيض الإنفاق او محاوله زيادة الإيرادات (بن البار و شريط ، 2017، صفحة 226).

هو ذلك النقص في الإيرادات الحكومية التي تغطي النفقات العامة للدولة بأشكالها المختلفة فذلك القصور في الإيرادات العامة المقدرة لسداد النفقات العامة يعبر عن عجز الموازنة العامة للدولة (دردوري، 2013، صفحة 115).

الفرع الثاني: أنواع عجز الموازنة العامة

يمكن التمييز بين العديد من أنواع العجز الموازني نذكرها فيما يلي:

أولا: العجز الجاري.

يعبر عن صافي مطالب القطاع الحكومي من الموارد والذي يجب تمويله بالاقتراض، ويقاس بالفرق الإجمالي بين مجموع أنواع الإنفاق لجميع الهيئات الحكومية مطروحا منه الإنفاق الحكومي المخصص لسداد الديون المتراكمة من سنوات سابقة، وهناك من يرى بأن العجز الجاري يعبر عن الفرق بين المصروفات الجارية والإيرادات الجارية، وهو بهذا الاعتبار يعطي وزن مقداره صفر للمصروفات الرأسمالية والإيرادات الرأسمالية مثل بيع الأصول، والمنطق الكامل في ذلك هو أن زيادة الإنفاق الحكومي على الإيرادات الحكومية في مجال الاستثمار لا تغير وضع صافي الوصول للحكومة، وذلك لأن الدين الجديد تقابله أصول حكومية جديدة (كردودي ، 2013، صفحة 170).

ثانيا: العجز التشغيلي.

يعبر عن ذلك العجز الناجم عن ربط الديون وفوائدها بالأسعار الجارية لتفادي آثار التضخم، حيث يطالب الدائنون في العادة بتغطية خسائر انخفاض القيمة الحقيقية للديون بربطها بتطور الأسعار، ومثل هذا الربط يعمل على رفع القيمة النقدية لفوائد وأقساط القروض المستحقة ومنه يرتفع حجم العجز إذا استخدم صافي متطلبات القطاع الحكومي من الموارد، مما يجعل البعض يدعو إلى استبعاد هذه المدفوعات المتعلقة بتصحيح آثار ارتفاع الأسعار وكذلك الفوائد الحقيقية من متطلبات القطاع الحكومي من القروض (قدي، 2005، صفحة 207).

ثالثا: العجز الأساسي.

يستند هذا النوع من العجز على استبعاد الفوائد المستحقة على الديون فهذه الفوائد هي نتيجة لعجز سابق وليست نتيجة للنشاط المالي الحالي للدولة، وهذا النوع من العجز يقدم لنا صورة واضحة عن سياسات الميزانية الحالية من خلال استبعاد الفوائد، ويهدف هذا المقياس إلى التعرف على مدى التحسن أو التدهور الذي حدث على المديونية الحكومية نتيجة للسياسات المالية المتبعة ويقدم أيضا تقييما على مدى القدرة على تحمل العجز الحكومي، ويعرف هذا النوع من العجز بالعجز بدون فوائد لاستبعاده لجميع اعتمادات الفوائد حيث يهدف هذا المقياس إلى التعرف على تحسين أو تدهور مديونية الحكومة نتيجة للسياسة الميزانية الجارية، ولكن ما يؤخذ على هذا المفهوم استبعاده لعنصر هام من عناصر العجز في الدول النامية وهو الفوائد المستحقة على الديون الخارجية والتي أصبحت تشكل عبئا كبيرا على هذه الدول (دردوري، 2013، صفحة 115).

رابعا: العجز التقليدي.

ويسمى العجز الشامل أيضا ويعرف بأنه الفرق بين إجمالي النفقات الحكومية النقدية بما فيها الفوائد المدفوعة على الدين العام مع استبعاد مدفوعات اهتلاك الديون الحكومية، وبين إجمالي الإيرادات الحكومية النقدية الضريبية وغير الضريبية مضاف إليها المنح مع استبعاد حصيلة القروض، ويستهدف قياس العجز على هذا النحو تزويد المسؤولين بمؤشر عن حجم الموارد الإضافية التي ينبغي على الحكومة أن تقترضها من القطاع الخاص المحلي أو الاجنبي أو من الاقتراض من البنك المركزي (كردودي ، 2013، صفحة 171).

خامسا: العجز الهيكلي.

يحدث عندما لا تغطي الإيرادات العامة النفقات العامة بصفه مستمرة، ويصبح عجزا دائما والسبب في ذلك عدم توازن الجهاز المالي للدولة الناتج من زيادة الإنفاق العام بمعدل يزيد عن قدرة الاقتصاد القومي بجميع مصادره، أي مقدرة الدخل القومي على تحمل الأعباء العامة بمختلف صورها وهو ما يدل أو يشير بوجه عام إلى عيب أو خلل في الهيكل الاقتصادي (بن البار و شريط ، 2017، صفحة 227).

الفرع الثالث: طرق تمويل عجز الموازنة العامة.

هنالك العديد من مصادر تمويل عجز الموازنة العامة للدولة يمكن تقسيمها كالتالي:

أولا: أساليب التمويل الخارجي.

تتنوع أساليب التمويل الخارجي لعجز الموازنة في شكل منح أو قروض ميسرة أو تفضيلية أو اقتراض تجاري، حيث يمكن أن تأخذ المنح شكلا نقديا أو شكل مساعدات سلعية التي تباع محليا وتستخدم المبالغ المحصل عليها لتمويل العجز، وتكون هذه المنح مخصصة لاستكمال بعض المشاريع أما القروض الميسرة أو التفضيلية فتتميز بكون معدلات فائدتها أقل من المعدلات السائدة في السوق بالنسبة للقروض الأخرى، وتتميز أيضا بأن لها فترة سماح طويلة نسبيا وبطول فترة السداد وتمنح من قبل الدول أو المؤسسات المالية وهي في معظم الحالات مخصصة لمشاريع معينة، أما القروض التجارية فتمنح بالأخص من طرف البنوك التجارية الأجنبية وقد تمنح لأغراض محددة أو غير محددة (كزيز و ومرغاد، 2017، صفحة 505).

ثانيا: أساليب التمويل المحلي.

عندما تحقق الدولة عجزا في موازنتها العامة فإن أحد مصادر تمويلها يكون من المصادر المحلية ولها عدة أنواع نذكرها فيما يلي (كردودي ، 2013، صفحة 184):

1-الاقتراض من البنك المركزي:

تقوم الحكومة بالاقتراض من البنك المركزي من أجل تغطية عجز موازنتها العامة، وهذا النوع من التمويل ليس له أثر انكماشي على الطلب الكلي لأن البنك المركزي لا يعطي تعليمات بضرورة تقليل منح الائتمان للوحدات الاقتصادية عندما

يتوسع في منح الائتمان للحكومة، أي أن التوسع في الإنفاق المحلي المصحوب بالاقتراض من البنك المركزي له أثر توسعي على الطلب الكلي.

2-الاقتراض من البنوك التجارية:

إن عملية بيع السندات الحكومية للبنوك التجارية أو الحصول على تسهيلات ائتمانية منها تسمح للحكومة بتمويل عجز موازنتها، وهذا الإجراء لا يؤثر على الطلب الكلي سلبا إذا كان بحوزة البنوك التجارية احتياطات زائدة، أما التوسع في الإنفاق الحكومي سيؤدي إلى ارتفاع الطلب الكلي وبالتالي زيادة الدخل الوطني. وفي حالة عدم امتلاك البنوك التجارية للاحتياطات النقدية اللازمة لعملية التمويل فإن ذلك سوف يؤثر على حصة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص، أي مزاحمة القطاع الحكومي للقطاع الخاص وهو ما يؤثر بصورة غير مباشرة على الاستثمار الخاص، وبالتالي إزالة الأثر التوسعي للإنفاق الحكومي على الطلب الكلي خاصة في البلدان النامية ذات الأسواق المالية ضعيفة الأداء، وبالتالي فإن القطاع الخاص ليس له بديل عن البنوك التجارية في هذه البلدان.

3-الاقتراض من القطاع الخاص خارج البنوك:

يأخذ تمويل عجز الموازنة من القطاع غير المصرفي صورة الاقتراض من صناديق التأمينات والمعاشات وعمليات السوق المفتوحة مع هذا القطاع وكذا من الأسواق المالية لبيع السندات الحكومية، فإذا كان اقراض القطاع غير البنكي للحكومة يأتي من موارد مخصصة للاستهلاك فإن هذا الاقتراض سوف يكون له تأثير انكماشي على طلب القطاع الخاص، أما إذا كانت هذه الموارد مخصصة للادخار فإن التأثير الانكماشي المحتمل لهذا الاقتراض يكون غير مباشر ومن خلال الجهاز المصرفي.

4-الضرائب:

تعتبر الضرائب من أهم وسائل تمويل الإنفاق العام، فزيادة الإنفاق العام قد تتطلب زيادة في معدلات الضرائب، وهذه الزيادة في المعدلات الصافية للضرائب إما أن تؤخذ من المعدلات الصافية للأرباح التي تجنيها مؤسسات القطاع الخاص أو من الأجور والمرتبات.

وإذا تم تمويل الإنفاق العام من خلال زيادة الضرائب على الأرباح التي يجنيها القطاع الخاص، فإن هذا الاخير وللحفاظ على نفس نسبة الأرباح قد يقرر تحويل هذه التكاليف إلى المستهلكين من خلال رفع الأسعار وبالتالي فإن الضرائب قد تحمل عبئا على العمال، وفي المقابل قد يطالب العمال بالرفع من معدلات الأجور بمقدار يكافئ مقدار زيادة ارتفاع السلع والخدمات، وهذا من شأنه بالتحليل السابق تقليل هامش ربح المؤسسات ونفس النتيجة تتحقق إذا تم تمويل الزيادة في الإنفاق العام من خلال الضرائب المباشرة على الأجور والمرتبات.

المبحث الثالث: تأثير سياسة التيسير الكمي على التوازن الاقتصادي العام.

إن تحليل تأثير سياسة التيسير الكمي على التوازن الاقتصادي العام يعتبر خطوة أساسية لفهم كيفية استجابة الاقتصاد الكلي للاضطرابات المالية والصدمات النقدية، فهذه السياسة التي برزت بوصفها أداة غير تقليدية بعد الأزمة المالية العالمية تهدف إلى التأثير في مستويات السيولة وأسعار الفائدة طويلة الأجل وبالتالي في مستويات الاستثمار والطلب الكلي، ويتطلب تقييم فاعلية هذا التدخل تحليلا متكاملا، يجمع بين توازن سوق السلع والخدمات وسوق النقود كما يعكسه نموذج IS-LM، ومن خلال هذا المبحث يتم تتبع آليات انتقال أثر التيسير الكمي على المتغيرات الكلية، وبيان حدود السياسة النقدية التقليدية في فترات الركود العميق، كما يبرز المبحث الدور المحوري للتيسير الكمي في تخفيف الاختلالات وتحفيز النشاط الاقتصادي عندما تصبح أدوات السياسة النقدية التقليدية عاجزة عن استعادة التوازن.

المطلب الأول: التوازن العام في نموذج IS-LM:

تتأثر السوق النقدية بالتغيرات التي تحدث على مستوى الدخل وذلك بسبب التغير في الطلب على النقود وهذا يؤثر على معدل الفائدة الذي يحقق توازن سوق النقود الحقيقية، كما أن تغير معدل الفائدة يؤثر أيضا على توازن سوق السلع والخدمات النهائية من خلال ما يترتب عليه من تغير في الإنفاق الاستثماري باعتباره داله متناقصة في معدل الفائدة، ما يجعل مستوى الدخل المحقق لتوازن هذا السوق يتراجع مع ارتفاع معدل الفائدة ويزيد معا انخفاضه. هذا الترابط بين السوقين يجعل من غير الممكن تحديد مستوى الدخل ومعدل الفائدة الذي يحقق التوازن في أحد السوقين بعيدا عن الآخر، ويجعل من الضروري بناء نموذج يحدد مستوى الدخل ومعدل الفائدة اللذان يحققان التوازن في السوقين في آن واحد.

النموذج الذي يحقق لنا ذلك هو نموذج IS-LM وهو مكون من معادلتين إحداهما معادلة IS وهي معادلة توازن سوق السلع والخدمات النهائية والأخرى معادلة LM أو معادلة توازن سوق النقود الحقيقية.

سنتعرف من خلال هذا المطلب على معادلة سوق السلع والخدمات النهائية وسوق النقود الحقيقية كالتالي:

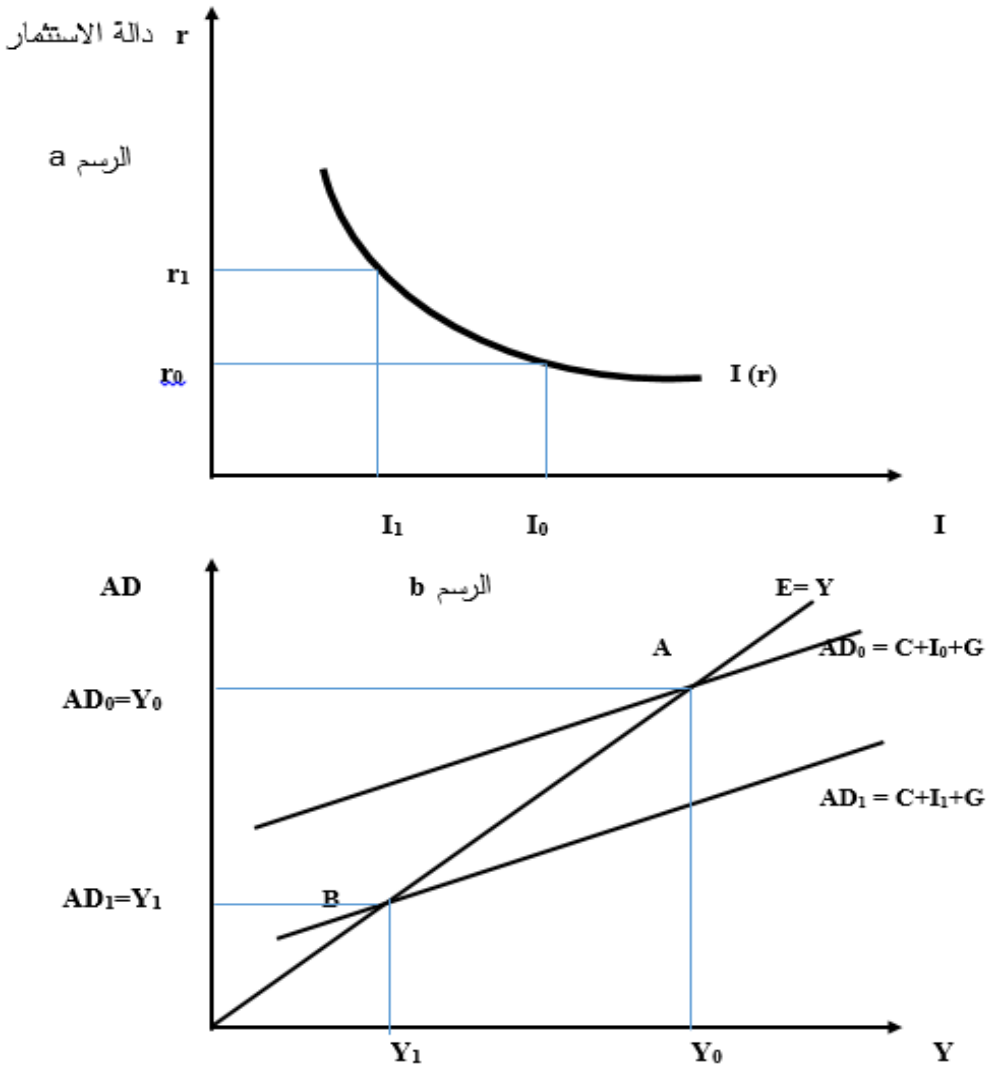
الفرع الأول: توازن سوق السلع والخدمات النهائية واشتقاق منحنى IS.

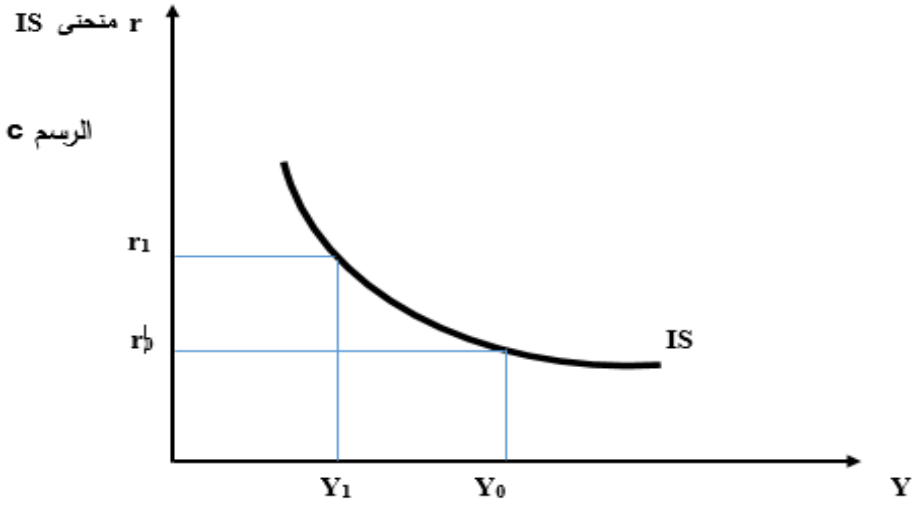
هو عبارة عن مجموعة أسواق للسلع والخدمات المنتجة في بلد ما، والتوازن في هذا السوق يتطلب تساوي الطلب الكلي مع العرض الكلي، وتمثل حالة التوازن في القطاع الحقيقي بالمنحنى IS وإن أي نقطة على هذا المنحنى تمثل توليفة من الدخل وسعر الفائدة وتجعل سوق السلع والخدمات النهائية في حالة توازن (الدعمي، 2010، صفحة 71).

ولهذا المنحنى ميلا سالبا يعبر عن وجود علاقة عكسية بين الدخل وسعر الفائدة، وتعكس العلاقة العكسية بين الدخل وسعر الفائدة العلاقة العكسية بين الاستثمار وسعر الفائدة، وعندما يرتفع سعر الفائدة فإن حجم الاستثمار ينخفض وبالتالي فإن الطلب الكلي ينخفض كذلك باعتبار أن الاستثمار عنصر من عناصر الطلب الكلي وبالتالي ينخفض الدخل، ويتحقق التوازن في سوق السلع والخدمات عندما يكون الطلب الكلي يساوي العرض الكلي (الأفندي، 2018، صفحة 532).

ويمكن تمثيل ذلك بيانيا كالتالي:

الشكل رقم (02-04): اشتقاق منحنى IS.





المصدر: (السلطان، 2018، صفحة 127).

كما يظهر في الشكل رقم (14) فإن ارتفاع معدل الفائدة منه r_0 إلى r_1 يترتب عليه انخفاض الاستثمار المخطط من I_0 إلى I_1، وفي الرسم b في هذا الشكل يترتب على هذا الانخفاض في الاستثمار انتقال خط داله الإنفاق المخطط إلى أسفل من AD_0 إلى AD_1 وينخفض الدخل التوازني من Y_0 إلى Y_1، وهذه العلاقة العكسية بين الدخل ومعدل الفائدة تتمثل في منحنى IS كما هو مبين في الرسم c، والذي ينحدر من اليسار إلى اليمين مظهرا التأثير السلبي لارتفاع معدل الفائدة على مستوى الدخل الذي يحقق توازن سوق السلع والخدمات النهائية، مع ارتفاع معدل الفائدة يتراجع الاستثمار وبالتالي ينخفض الداخل الذي يتحقق عنده توازن هذا السوق.

ويمكن ابراز مجموعة من الملاحظات حول منحنى IS (بلعزوز، 2006، صفحة 90):

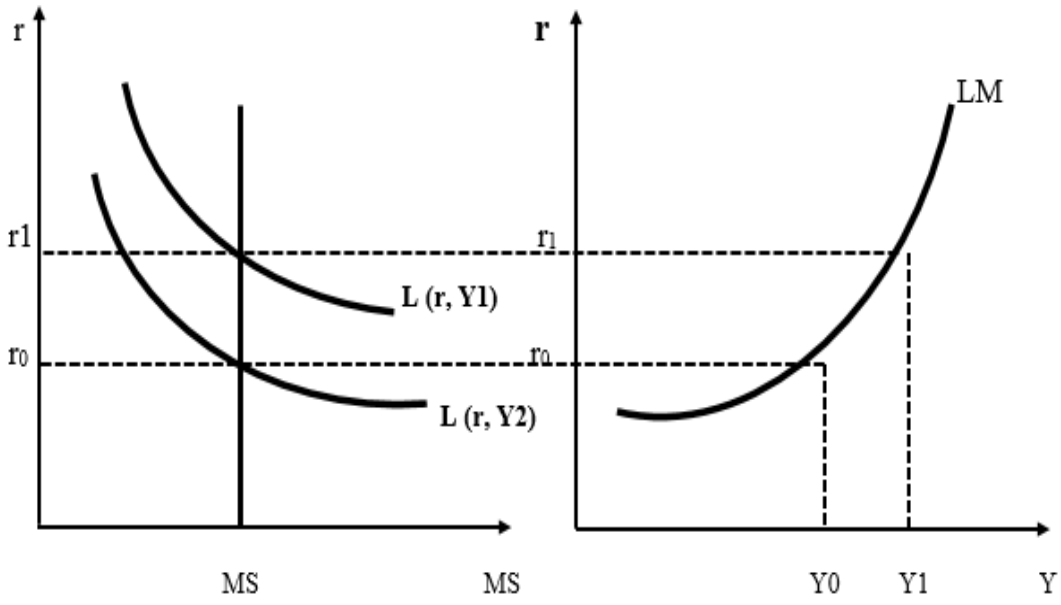
- يفسر منحنى IS على أنه منحنى الطلب الكلي على السلع والخدمات النهائية عند معدلات الفائدة المختلفة في ظل افتراض ثبات المستوى العام للأسعار؛
- يعبر ميل منحنى IS والذي يكون سالبا كما هو مبين في الرسم c من الشكل رقم (14) عن وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة ومستوى الدخل، بحيث كلما انخفض معدل الفائدة كلما زاد الاستثمار المخطط مقابل ذلك مما يؤدي إلى زيادة الدخل عن طريق مضاعف الاستثمار؛
- أن عملية انتقال منحنى IS إلى اليمين واليسار يكون بفعل عمليات السياسة المالية والنقدية للحكومة سواء كانت انكماشية أو توسعية.

الفرع الثاني: توازن السوق النقدية واشتقاق منحنى LM

ويعبر عنه المنحنى LM الذي يصف التوازن في سوق النقد عندما يتساوى عرض النقود مع الطلب عليها، وكل نقطة من المنحنى تمثل نقطة التوازن للدخل عند سعر فائدة معين، ولهذا المنحنى ميلا موجبا يعبر عن العلاقة الطردية بين الدخل ومعدل الفائدة (الأفندي، 2018، صفحة 60).

ويمكن تمثيل ذلك بيانيا كالتالي:

الشكل رقم (02-05): اشتقاق منحنى LM.



المصدر: (السلطان، 2018، صفحة 129).

من أجل تحقيق التوازن في سوق النقود في ظل ثبات المعروض النقدي، يجب أن يرتفع معدل الفائدة من r_0 إلى r_1 وينخفض الطلب على النقود بدافع المضاربة بما يساوي الارتفاع في الطلب الناتج عن زيادة الدخل، الذي ينتقل من Y_0 إلى Y_1 هذه العلاقة بين مستوى الدخل ومعدل الفائدة في سوق النقود يعبر عنها بمنحنى **LM** كما هو مبين في الشكل رقم (15)، وارتفاع منحنى **LM** من اليسار إلى اليمين يظهر علاقة موجبة بين مستوى الدخل ومعدل الفائدة في سوق النقود، لأنه كل ما ارتفع الدخل زاد الطلب على النقود وبالتالي يرتفع معدل الفائدة فيستعيد سوق النقود الحقيقي توازنه في ظل ثبات عرض النقود.

ويمكن إبراز مجموعة من الملاحظات حول منحنى LM (بلعزوز، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، 2006، صفحة 95):

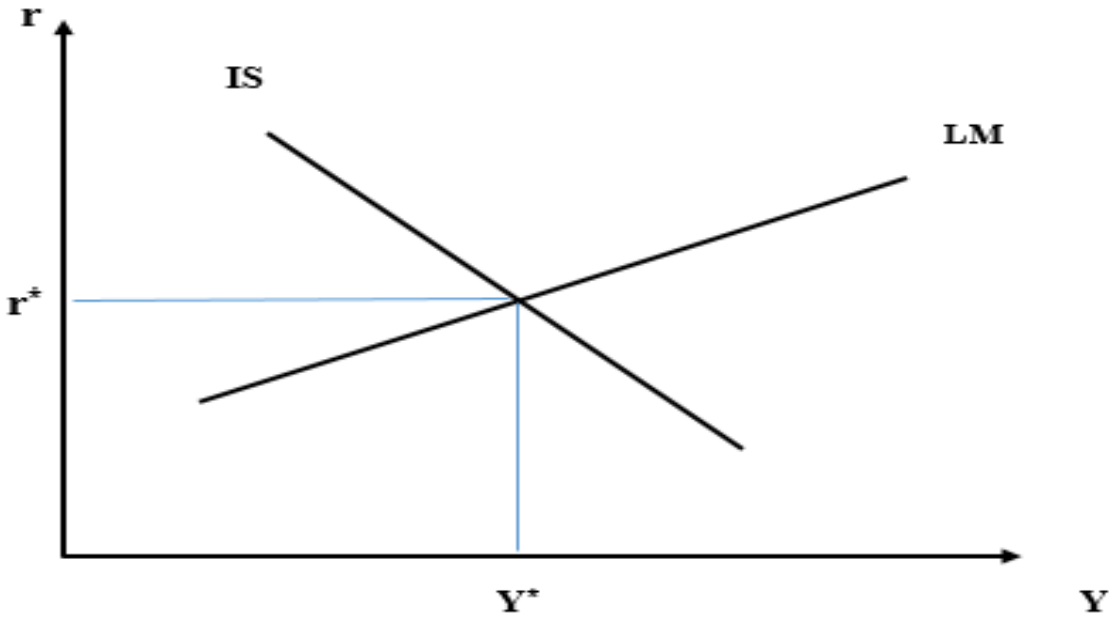
- منحنى LM يعبر عن العلاقة بين الدخل وسعر الفائدة في سوق النقود وميل المنحنى الموجب يوضح العلاقة الطردية بينهما، لأن الزيادة في الدخل تؤدي إلى زيادة في الطلب على النقود بدافع المعاملات والاحتياط وينخفض الطلب على النقود بدافع المضاربة مما يؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة؛

- يعتمد منحنى LM على شكل كل من منحنى الطلب على النقود بدافع المعاملات والاحتياط والطلب على النقود بدافع المضاربة، لذلك يتمتع المنحنى بمرونة لا نهائية فيكون موازيا للمحور الافقي عند المستويات المنخفضة للدخل؛
- عندما تنخفض مستويات الدخل يؤدي ذلك إلى انخفاض الطلب على النقود للمعاملات والاحتياط ويكون الطلب على النقود بدافع المضاربة مرتفعا، هذا يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة حتى نصل إلى نقطة لا يمكن عندها ان ينخفض سعر الفائدة أكثر، تسمى هذه الحالة بمصيده السيولة؛
- أما عند المستويات المرتفعة للدخل يصبح منحنى LM عموديا أكثر، والسبب في ذلك هو أنه لا يمكن لعرض النقود إلا أن يلبي احتياجات الطلب على النقود لغرض الاحتياط والمعاملات، وبالتالي سوف يرتفع سعر الفائدة أكثر حتى يتم التخلص من الأرصدة النقدية المخصصة للمضاربة ويطلق على هذا الجزء من المنحنى بالمنطقة التقليدية.

الفرع الثالث: التوازن العام لسوق السلع والخدمات وسوق النقود في نموذج IS–LM

يعتبر نموذج IS–LM هو نموذج للتوازن المشترك بين سوق السلع والخدمات النهائية والسوق النقدية في الاقتصاد ويمكن شرح عملية التوازن هذه من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (02–06): التوازن العام في نموذج IS–LM



المصدر: (عبد اللاوي ، 2020، صفحة 402)

سنبين العلاقة بين معدل الفائدة ومستوى الدخل الذي يتحقق عنده التوازن في سوق السلع والخدمات النهائية وسوق النقود في آن واحد، فعلى الرغم من وجود عده مستويات من الدخل ومعدلات الفائدة التي تحقق التوازن في كل من سوق السلع والخدمات وسوق النقد، فهنالك مستوى واحد من الدخل ومعدل الفائدة يحقق التوازن في السوقين معا وهذا المستوى يتحدد بنقطة تقاطع منحنى التوازن في سوق السلع IS ومنحنى التوازن النقدي LM (عبد اللاوي ، 2020، صفحة 402).

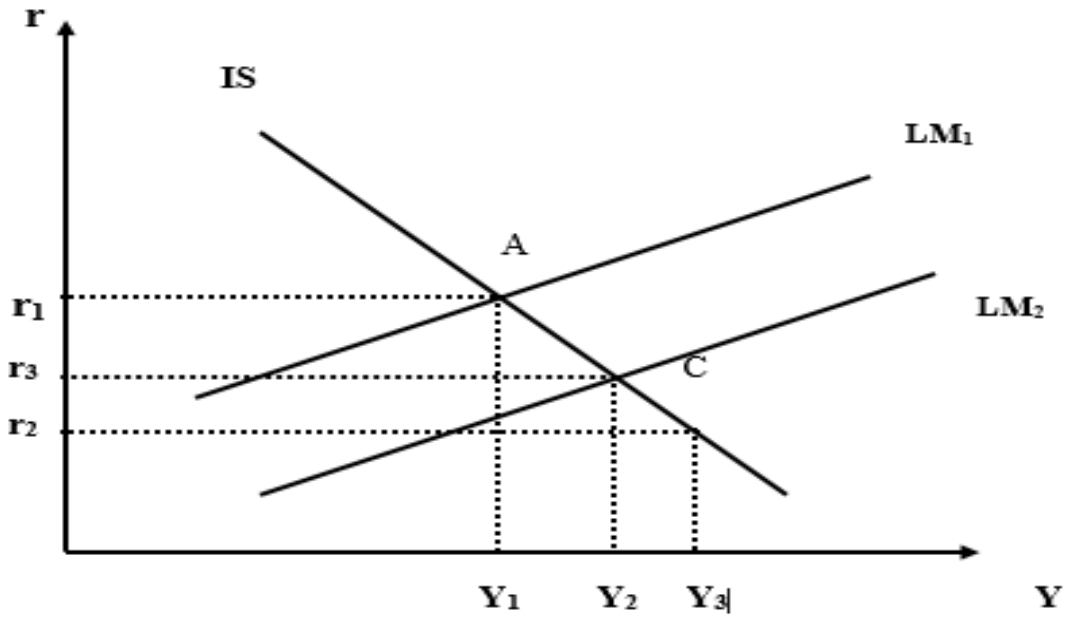
ويتغير مستوى الدخل وسعر الفائدة التوازنيين لما يتحرك منحنى IS أو منحنى LM أو كليهما معا، فمثلا تؤدي الزيادة في معدل الاستثمار المستقل إلى زيادة مستوى الدخل وسعر الفائدة التوازنيين وينتقل منحنى IS لليمين فينتقل التوازن إلى النقطة E، وعلى العموم يتحقق التوازن عندما يكون كل من سوق السلع والخدمات النهائية وسوق النقود في حالة توازن، فمنحنى IS يعطينا التوليفات المختلفة من الدخل ومعدل الفائدة التي تكون عندها سوق السلع والخدمات في حالة توازن، في حين يعطينا منحنى LM التوليفات المختلفة من الدخل ومعدل الفائدة الذي يكون عنده سوق النقود في حالة توازن، وبالتالي فإن النقطة الوحيدة التي يكون عندها التوازن في كلا السوقين هي نقطة تقاطع المنحنيين كما في الشكل (تومي، 2008، الصفحات 275-276).

المطلب الثاني: السياسات النقدية في نموذج IS-LM

إن الفكرة الرئيسية التي تشكل جوهر السياسة النقدية هي أن كل زيادة في كمية النقود المتداولة تؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة، الذي يؤدي بدوره إلى تحفيز وزيادة الاستثمارات ومنه زيادة الإنفاق الاستهلاكي وهو ما يؤدي في النهاية إلى زيادة الدخل (كنعان، 2012، صفحة 483).

فزيادة عرض النقود سواء كانت ناتجة من منطلق توفير موارد إضافية بالقطاع البنكي أو من أجل التوسع في منح التسهيلات الائتمانية أو من أجل الايفاء بالالتزامات الحكومية تجاه سندات سبق أن أصدرتها، ستتسبب في تخفيض الاحتياطي الإلزامي أو تشجيع البنك المركزي والبنوك التجارية على منح التسهيلات الائتمانية، وهو ما يفسر بيانيا انتقال منحنى LM إلى اليمين كما هو موضح في الشكل (02-07).

الشكل رقم (02-07): أثر زيادة عرض النقود في التوازن العام في نموذج IS-LM.



المصدر: (الدعمي، 2010، صفحة 74).

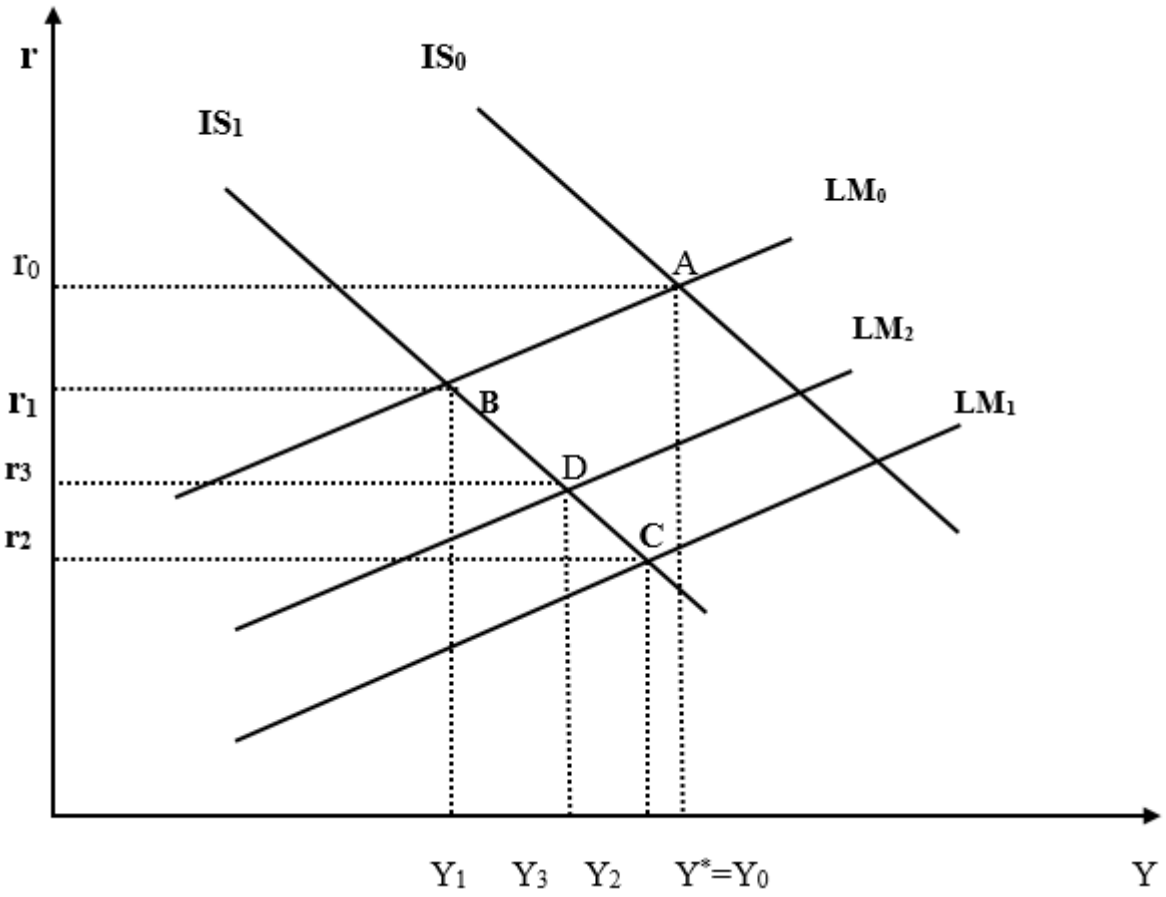
نفترض انخفاض معدل الفائدة من r_1 إلى r_2 نتيجة التغيرات في عرض النقود فإن ذلك سيؤدي إلى توازن في سوق النقود إذ أن المنحنى الذي يعكس الزيادة في عرض النقود ويحقق التوازن في السوق النقدية هو منحنى LM_2، وبالتالي فإن زيادة

عرض النقود تنقل السوق إلى حالة عجز تقدر بانخفاض الدخل من y_3 إلى y_1 وهذا يعني أن طلبا إضافيا على السلع المنتجة في سوق السلع لا يمكن تغطيته في ظل مستوى الإنتاج السابق، الأمر الذي يترتب عليه دفع المستثمرين نحو الاقتراض من القطاع البنكي أو السحب من ودائعهم لمواجهة العجز في سوق السلع والخدمات، وفي ظل سعي البنوك لتقليل حجم الطلب على النقود تبدأ المنافسة على موارد الأفراد من خلال رفع سعر الفائدة على الودائع الادخارية، هذا ما يسهم بدوره في تقليل الاستهلاك الخاص مما يعني ارتفاع سعر الفائدة منه r_2 إلى r_3، إلا أن هذا الارتفاع سوف يؤدي إلى تناقص مستوى الإنتاج نتيجة تناقص الطلب على السلع من جانب الأفراد وبالتالي تناقص حجم الاستثمار جراء ارتفاع تكلفة الاقتراض، وتستمر هذه التغيرات حتى الوصول إلى النقطة c وهي نقطة تساوي الكمية المطلوبة مع الكمية المعروضة في السوقين معا، أي أن التوسع في عرض النقود قد أسهم في تنشيط الاقتصاد القومي والنهوض به (الدعمي، 2010، الصفحات 73-74).

المطلب الثالث: تأثير الأزمة المالية العالمية على نموذج IS-LM

تناولنا سابقا دور السياسة النقدية في إعادة التوازن للنشاط الاقتصادي وفق نموذج IS-LM واتضح لنا أن حالة عدم الاستقرار الاقتصادي تتمثل في تقاطع منحني IS-LM عند نقطة بعيدة عن مستوى التوظيف الكامل، ويمكن الوصول إلى نقطة التوازن من خلال اتخاذ سياسة نقدية توسعية فينتعش الاقتصاد ويعود الاستقرار للنشاط الاقتصادي، ولكن في حالة الركود الاقتصادي تصبح هذه السياسة النقدية عديمة الفعالية كما حدث في الركود الاقتصادي خلال الأزمة المالية العالمية، سندرس كيف أثرت هذه الازمة على سوق السلع والخدمات النهائية وسوق النقود في نموذج IS-LM.

الشكل رقم (02-08): تأثير الأزمة المالية العالمية على التوازن الاقتصادي في نموذج IS-LM.



المصدر: (السلطان، 2018، صفحة 369).

الفرع الأول: تأثير الأزمة المالية على منحنى IS

أدت الأزمة المالية العالمية إلى انخفاض في الاستهلاك وهو ما ترتب عنه انتقال منحنى **IS** إلى اليسار، وفي ضوء الانتقال الكبير لمنحنى **IS** إلى اليمين خلال فترة ظهور فقاعة أسعار العقارات فإن حركة منحنى **IS** إلى اليسار نتيجة انفجار هذه الفقاعة، ستكون حادة وقوية مقارنة بما سيكون عليه الحال لو أننا أمام أزمة ناشئة في الاقتصاد الحقيقي وليس عن أزمة مالية انعكس تأثيرها على الاقتصاد الحقيقي، (السلطان، 2018، صفحة 368) ولنفرض أننا كنا قبل الأزمة المالية عند النقطة **A** في الشكل رقم (18) حيث يعمل الاقتصاد عند التوظيف الكامل $\mathbf{Y}_0$، وبعد الأزمة وبسبب تأثيراتها على الإنفاق الاستهلاكي فقد انتقل منحنى **IS** إلى اليسار من **IS** إلى **IS1** والذي ترتب عليه انخفاض كبير في الدخل إلى $\mathbf{Y}_1$ كما انخفض معدل الفائدة إلى $\mathbf{r}_1$ بحيث اصبحت **B** نقطة التوازن الجديدة، هذا يعني إنعاش الاقتصاد من خلال سياسة مالية توسعية تعيد المنحنى إلى موقعه السابق **IS** يتطلب رفع كبير جدا في الإنفاق الحكومي، وتخفيضات حاده في الضرائب سينتج عنه بالضرورة ارتفاع هائل في عجز الميزانية وفي الدين العام، ما يحد من امكانية استعادة الاستقرار من خلال سياسة مالية توسعية فقط (كنعان، 2012، صفحة 487).

الفرع الثاني: تأثير الأزمة المالية العالمية على منحنى LM

عند تبني سياسة نقدية توسعية بهدف استعادة الاستقرار الاقتصادي واخراج الاقتصاد من حالة الركود، فإن زيادة عرض النقود يترتب عليه انتقال منحنى **LM** إلى اليمين من $\mathbf{LM_0}$ إلى $\mathbf{LM_1}$ مما يؤدي ذلك إلى انخفاض معدل الفائدة إلى $\mathbf{r_2}$ وارتفاع الدخل إلى $\mathbf{y_2}$ عند نقطه التوازن **C**، إلا أنه في ظل أزمة مالية سيكون الوضع مختلفا فتستطيع السلطات النقدية التأثير على معدل الفائدة قصير الأجل لكنه لا يملك القدرة على التحكم بمعدلات الفائدة طويلة الأجل.

يستطيع البنك المركزي أن يقوم بتخفيض معدل الفائدة قصير الأجل في حدود الصفر، لكنه لا يستطيع إلزام البنوك بالإقراض بهذا المعدل لأن البنوك التجارية سوف تفرض علاوة مخاطر عالية وتقلل إقراضها بشكل كبير وذلك لتخوفها من عدم قدرة المقترضين على السداد، ومن ثم فإن السياسة النقدية التوسعية لن تنجح في الواقع في ايصال منحنى LM إلى LM_1 وإنما فقط إلى LM_2 أي أن نقطة التوازن ستكون النقطة D حيث مستوى الدخل Y_3 ومعدل الفائدة r_3.

وحتى المنحنى LM_2 لن يكون ممكن الوصول إليه في الواقع وذلك بسبب علاوة الأجل التي تفرضها البنوك عند منح قروض طويلة الأجل، بحيث أن منحنى LM حتى بعد الزيادة الكبيرة في عرض النقود سيبقى عند LM_0 أو قريب منه ولم ينتقل إلى LM_2 والفرق بين معدل الفائدة r_1 و r_3 يمثل علاوة الأجل التي تفرضها البنوك في قروضها طويلة الأجل، لم تستطع التأثير على مستوى الدخل والفائدة التوازيين حيث سيبقى مستوى الدخل عند y_1 وسيبقى معدل الفائدة عند r_1 وهذا عند نقطة التوازن B، وهوما يعني أن أدوات السياسة النقدية التقليدية قد فقدت فعاليتها في التأثير على معدل الفائدة قصير الأجل وبالتالي لا تملك فرصة كبيرة لإنعاش الاقتصاد وإخراجه من هذه الأزمة الخطيرة في ظل تحفظ البنوك في إقراضها وارتفاع العلاوات التي تفرضها على معدلات فائدة (السلطان، 2018، الصفحات 369-370).

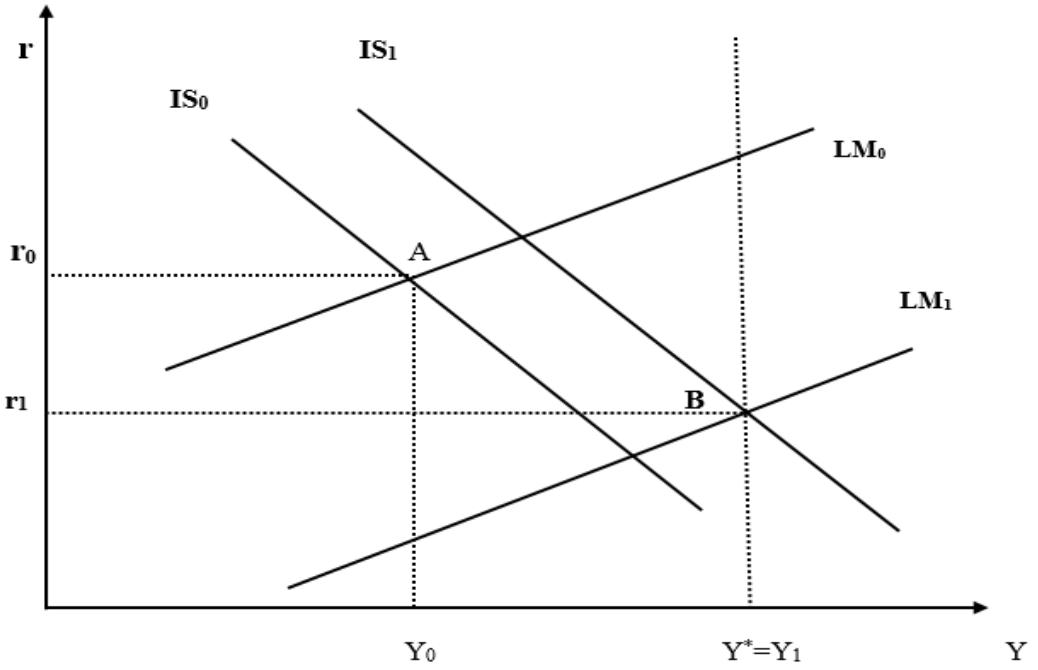
الفرع الثالث: تأثير سياسة التيسير الكمي على التوازن الاقتصادي في نموذج IS-LM

كان بنك الاحتياطي الفيدرالي يهدف من خلال سياسة التيسير الكمي إلى تحقيق هدفين هما (السلطان، 2018، صفحة 375):

- تمكين البنك من تخفيض معدل الفائدة الذي لا يستطيع التحكم به بشكل مباشر وهو معدل الفائدة طويل الأجل، فمن خلال شراء السندات الحكومية طويلة الأجل ترتفع أسعارها وبالتالي ينخفض عائدها؛
- منع انهيار المؤسسات المالية التي تمتلك أوراق مالية تم إصدارها من مؤسسات خاصة وتراجعت أسعارها بسبب انخفاض الطلب عليها مثل السندات المضمونة برهون عقارية متدنية الملاءة.

ولتوضيح كيفية تأثير سياسة التيسير الكمي على التوازن العام للاقتصاد من خلال نموذج IS-LM نستعين بالشكل التالي:

الشكل رقم (02-09): تأثير التيسير الكمي في نموذج IS-LM



المصدر: (السلطان، 2018، صفحة 375)

لنفرض اقتصاد ما بعد الأزمة المالية أصبح عند النقطة A كما في الشكل رقم (19) وبسبب عدم فعالية السياسة النقدية التوسعية التقليدية في تحريك منحنىLM0 بعيدا عن مكانه، نظرا لأن السياسة النقدية التقليدية تستهدف تخفيض معدل الفائدة قصير الأجل وليس لها تأثير على علاوة المخاطر والأجل التي تتحدد من قبل البنوك التجارية، لكن مع تطبيق سياسة التيسير الكمي من خلال شراء البنك المركزي للسندات الحكومية طويلة الأجل والسندات الخاصة التي لا يوجد طلب عليها في السوق، فقد يتمكن من تحريك الاقتصاد على طول منحنى IS_0 إلى جهة اليمين من خلال تحريك منحنى LM إلى LM_1 بسبب فاعلية التيسير الكمي في تخفيض علاوة الأجل وعلاوة المخاطرة في معدلات الفائدة.

إن التأثير الإيجابي لسياسة التيسير الكمي لم تقتصر على منحنى LM فقط وإنما أثر أيضا على منحنى IS، فمع تراجع المخاطر في السوق المالية وتدني معدل الفائدة على السندات الحكومية طويلة الأجل قد أصبح المستثمرون أكثر استعدادا لتقبل المخاطر سعيا لتحقيق عوائد مرتفعة ساهمت في الزيادة في صافي ثروه القطاع العائلي مما أدى إلى ارتفاع في الإنفاق الاستهلاكي أيضا، وهذه الزيادة في الطلب الكلي ساعدت على تحسين مستويات الأرباح والأجور وبالتالي مستويات الدخل، وهو ما دفع باتجاه المزيد من الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري لذلك نجح التيسير الكمي في دفع منحنى IS للانتقال بقوه نحو اليمين من IS_0 إلى IS_1 بحيث أصبح التوازن يتحقق عند النقطة B عند مستوى التوظيف الكامل Y1 (السلطان، 2018، صفحة 377).

خاتمة الفصل الثاني:

يخلص هذا الفصل، الذي تناول الإطار النظري للسياسات الاقتصادية الكلية والمتغيرات المكوّنة لها، إلى أن فهم آليات عمل الاقتصاد الكلي يستوجب الربط بين عدة متغيرات مترابطة ومتداخلة، سواء تعلق الأمر بالأسعار، أو الدخل، أو التوازنات الخارجية، أو الموازنة العامة، أو ديناميكية النمو الاقتصادي. ففي المبحث الأول تم توضيح الأسس النظرية للسياسة الاقتصادية الكلية، من حيث مفهومها وأدواتها وأهدافها وأنواعها، باعتبارها الإطار الذي تعمل من خلاله الدولة لضبط النشاط الاقتصادي وتحقيق الاستقرار والنمو. أما المبحث الثاني فقد ركز على تحليل أهم المتغيرات الاقتصادية الكلية وهي التضخم، النمو الاقتصادي، ميزان المدفوعات، وعجز الموازنة، مبرزًا طبيعة كل متغير وخصائصه وآثاره على الأداء الاقتصادي العام، إضافة إلى آليات قياسه والعوامل المحددة له. وقد أظهر هذا المبحث أنّ هذه المتغيرات لا تعمل بمعزل عن بعضها، بل ترتبط بعلاقات سببية تؤثر على بنية الاقتصاد واستقراره.

وفي المبحث الثالث، تم تقديم تحليل معمق لكيفية تشكل التوازن الاقتصادي العام من خلال نموذجIS-LM ، الذي يجمع بين توازن سوق السلع والخدمات وسوق النقود، مع بيان أثر السياسات النقدية التقليدية في إعادة التوازن، ثم مناقشة حدود فعاليتها خلال فترات الأزمات المالية. وقد تم التطرق إلى الانعكاسات الكبيرة للأزمة المالية العالمية على منحنيي IS وLM، حيث أدت الصدمات إلى انتقالات حادة في الطلب الكلي وارتفاع مستويات عدم اليقين، مما جعل السياسة النقدية التقليدية عاجزة عن تحريك الاقتصاد نحو مستوى التوظيف الكامل. ومن هنا برزت أهمية سياسة التيسير الكمي، التي نجحت في تجاوز القيود المفروضة على أسعار الفائدة قصيرة الأجل، والتأثير في الفائدة طويلة الأجل وعلاوات المخاطر، بما ساعد على دعم الاستثمار وتحفيز الطلب الكلي واستعادة مستويات أعلى من الدخل.

وبناء على ما سبق، يتضح أن فهم التفاعلات بين المتغيرات الاقتصادية الكلية والسياسات النقدية والمالية يشكل شرطًا أساسياً لتحليل ديناميكية الاقتصاد الكلي، وخاصة في ظل الأزمات التي تتطلب أدوات غير تقليدية وجرأة في التدخل. كما يوفر هذا الفصل قاعدة نظرية صلبة لفهم تجربة التمويل غير التقليدي في الجزائر، التي سيتم تحليلها لاحقاً استنادًا إلى الأسس والمعايير النظرية التي تناولها هذا الجزء من الأطروحة.

الفصل الثالث:

تجارب دولية حول

التيسير الكمي

تمهيد:

أفرزت الأزمات المالية والاقتصادية الكبرى التي شهدها الاقتصاد العالمي خلال العقود الأخيرة تحديات غير مسبوقة أمام البنوك المركزية، خاصة بعد وصول أسعار الفائدة إلى حدودها الدنيا وفقدان أدوات السياسة النقدية التقليدية قدرتها على تحفيز النشاط الاقتصادي واستعادة الاستقرار، وفي هذا السياق برزت سياسة التيسير الكمي كأحد أبرز الابتكارات في الفكر والممارسة النقدية الحديثة، حيث تحولت من أداة استثنائية لمواجهة الأزمات إلى عنصر مركزي في إدارة السياسة النقدية داخل الاقتصادات المتقدمة.

يهدف هذا الفصل إلى دراسة وتحليل التجارب التطبيقية لسياسة التيسير الكمي في ثلاث من أكبر الاقتصادات العالمية، وهي اليابان، الولايات المتحدة الأمريكية، والمملكة المتحدة، باعتبارها نماذج رائدة أسهمت في تشكيل الإطار النظري والعملي لهذه السياسة، وتكتسب دراسة هذه التجارب أهمية خاصة لما توفره من فهم معمق لآليات انتقال السياسة النقدية غير التقليدية، وحدود فعاليتها، وانعكاساتها الاقتصادية والمالية داخليا وخارجيا.

يتناول الفصل في مبحثه الأول التجربة اليابانية، بوصفها أول مختبر عملي للتيسير الكمي منذ مطلع الألفية، حيث واجه الاقتصاد الياباني فخ السيولة والانكماش المزمن عقب انفجار فقاعة الأصول، ويحلل هذا المبحث تطور السياسة النقدية اليابانية من سعر الفائدة الصفري إلى التيسير الكمي التقليدي، ثم التيسير الكمي والنوعي(QQE) ، مع تقييم آثارها على النمو والتضخم والاستقرار المالي.

أما المبحث الثاني فيخصص لدراسة التجربة الأمريكية التي جاءت في أعقاب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، عندما تبنى مجلس الاحتياطي الفيدرالي برامج تيسير كمي واسعة النطاق عبر ثلاث مراحل متتالية إضافة إلى عملية تويست، ويركز هذا المبحث على تحليل دوافع اعتماد هذه السياسة، وآليات تنفيذها، وآثارها على المتغيرات الاقتصادية الكلية، والأسواق المالية، وسوق الصرف، مع تقييم مدى نجاحها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي دون التسبب في ضغوط تضخمية حادة.

ويخصص المبحث الثالث لدراسة تجربة المملكة المتحدة في التيسير الكمي، التي انطلقت سنة 2009 في ظل ركود اقتصادي عميق وانهيار فعالية السياسة النقدية التقليدية، ويعرض هذا المبحث الظروف الاقتصادية السابقة لإطلاق البرنامج، ومراحل تطوره المختلفة وصولا إلى التوسع غير المسبوق خلال جائحة كوفيد-19، كما يقدم تقييما شاملا لآثاره على النمو، والتضخم، والمالية العامة، مع إبراز الخصوصية المؤسسية للتجربة البريطانية مقارنة بنظيرتيها الأمريكية واليابانية.

المبحث الأول: تجربة اليابان مع التيسير الكمي.

شهد الاقتصاد الياباني منذ بداية التسعينيات سلسلة من التحديات العميقة التي أعقبت انفجار فقاعة الأصول، ما أدى إلى دخول البلاد في مرحلة طويلة من الانكماش وضعف النمو، وفي ظل محدودية فعالية السياسة النقدية التقليدية واقتراب أسعار الفائدة من الحد الصفري، أصبح لزاما على بنك اليابان البحث عن أدوات غير تقليدية لاستعادة الاستقرار السعري وتحفيز النشاط الاقتصادي، وقد مثل اعتماد سياسة سعر الفائدة الصفري ثم التيسير الكمي بداية تحول جوهري في توجيه السياسة النقدية نحو استخدام القاعدة النقدية بدل سعر الفائدة كأداة تشغيلية، كما استمرت اليابان في تطوير هذه السياسات مع الأزمات اللاحقة لاسيما خلال الأزمة المالية العالمية، وصولا إلى تطبيق التيسير الكمي والنوعي (QQE) سنة 2013 بوصفه أكبر حزمة توسعية في تاريخ البنك المركزي.

المطلب الأول: برنامج التيسير الكمي الأول خلال الفترة (2001-2006).

بعد عقد كامل من الركود والانكماش عقب انهيار فقاعة الأصول في اليابان، وصلت السياسة النقدية التقليدية إلى حدودها الدنيا مع اقتراب سعر الفائدة من الصفر دون تحقيق تعاف اقتصادي واضح، وقد دفع هذا الوضع بنك اليابان إلى البحث عن أدوات غير تقليدية لإيقاف دوامة انخفاض الأسعار ودعم النشاط الاقتصادي، وفي هذا السياق جاءت تجربة التيسير الكمي الأول سنة 2001 كأول محاولة واسعة لتوسيع القاعدة النقدية واستهداف أرصدة الحسابات الجارية بدل سعر الفائدة

الفرع الأول: الأوضاع الاقتصادية في اليابان قبل تنفيذ التيسير الكمي

شهد الاقتصاد الياباني فقاعة في أسعار الأصول خلال الفترة 1985-1990 تميزت بارتفاع حاد في أسعار الأسهم والعقارات والأصول المالية الأخرى، وبلغ سوق الأسهم ذروته في ديسمبر1989 أما سوق العقارات فقد بلغ ذروته هو الآخر في شهر سبتمبر من عام 1991.

ويرجع سبب هذه الفقاعة إلى التسارع المستمر في نمو المعروض النقدي من 8٪ إلى 13٪ بين عامي 1985 و1990 جنبًا إلى جنب مع زيادة موازية في الإقراض المصرفي وغير المصرفي، ويمكن القول كذلك إن سبب التوسع في السيولة والاقراض هو مشاركة اليابان في اتفاقية بلازا* في سبتمبر 1985، واتفاقية اللوفر** في فبراير 1987. أدت هذه التعهدات إلى تعطيل النمو النقدي الياباني المحلي، والذي كان مستقرًا بشكل ملحوظ خلال العقد السابق (Greenwood, 2017, p. 18).

وبعد ذلك شهدت اليابان مرحلة انكماش الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي مما أدى إلى انهيار معدل النمو الاقتصادي بسبب انهيار فقاعة العقارات وأسعار الأسهم في أوائل التسعينيات، والأزمة المالية اللاحقة في النصف الثاني من التسعينيات حيث انخفض معدل نمو مؤشر أسعار المستهلك الرئيسي تدريجيًا وتحول إلى انخفاض مستمر إلى غاية 1998 أين وصل معدل التضخم

* هي عبارة عن معاهدة بين حكومة اليابان، بريطانيا، ألمانيا، أميركا وفرنسا، لتقليل قيمة الدولار أمام الين والمارك من خلال التدخل في أسواق صرف العملات، فقد وقعت حكومات الدول ال 5 على الاتفاق سنة 1985 في فندق بلازا في نيويورك

** هي عبارة عن معاهدة بين حكومة اليابان، بريطانيا، ألمانيا، أميركا وفرنسا، وكندا، لتعزيز ارتفاع قيمة الدولار من خلال التدخل في سوق الصرف الأجنبي، وشراء الدولار الأمريكي وتعزيز خلق الين الياباني وتسريع نمو المعروض النقدي.

إلى أقل من (Shirai, 2013, p. 2)0% . في هذه الحالة خفّض بنك اليابان باستمرار معدل الفائدة الذي كان عند 6 % في 1990، ليقترب من الصفر عند 0.25 % في سبتمبر 1998. ومن ثم فإن الانكماش والحد الأدنى الصفري لأسعار الفائدة الاسمية أصبحت حقيقة واقعة (Kuroda, 2014, p. 1).

علاوة على ذلك، تأثر الاقتصاد سلبا بانفجار فقاعة تكنولوجيا المعلومات الأمريكية في عام 2000. وانخفضت الصادرات والإنتاج بشكل حاد في أوائل عام 2001، بينما ظلت تغيرات الأسعار القائمة على مؤشر أسعار المستهلكين في المنطقة السلبية. في ظل هذه البيئة تبنى البنك إطارًا جديدًا للسياسة النقدية سمي بسياسة التيسير الكمي في مارس 2001 بهدف وقف الانخفاض المستمر في الأسعار ووضع الأساس للنمو الاقتصادي المستدام (Shirai, 2013, p. 1).

الفرع الثاني: سياسة سعر الفائدة الصفري

خلال التسعينيات، اعتمدت السلطات اليابانية أنواعًا عديدة من الإجراءات المضادة لمكافحة الانكماش الاقتصادي، ففي عام 1998 نفذ سلسلة من خطط التوسع المالي وهي محاولة لإعادة رسملة البنوك، وسمح بشكل متقطع للين الياباني بالانخفاض في محاولة لتعزيز النمو الذي تقوده الصادرات ثبت أن كل هذه السياسات غير فعالة. والسبب في ذلك يعود إلى انخفاض عرض النقود (M2) على أساس سنوي بشكل غير مسبوق في اليابان وهو ما أدى بالناتج المحلي الإجمالي الاسمي إلى البقاء في حالة ركود، انعكس في ضعف نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي مقترنًا بالانكماش المستمر (Greenwood, 2017, p. 19).

بالنظر إلى الوضع الذي لم يتحسن فيه النشاط الاقتصادي والتضخم على الرغم من انخفاض معدل الفائدة إلى 0.25 %، قرر بنك اليابان القيام بسلسلة من إجراءات السياسة النقدية غير التقليدية ووضعها موضع التنفيذ على مراحل.

كخطوة أولى في فيفري 1999 أدخل بنك اليابان سياسة سعر الفائدة الصفري والتي وجهت معدل الفائدة لديه إلى حوالي 0٪ من خلال تزويد السوق بأموال أكثر من اللازم للمؤسسات المالية لتلبية متطلبات احتياطاتها. وفي أفريل 1999 ونظرًا لعدم وجود مجال لمزيد من التخفيضات في أسعار الفائدة لدى بنك اليابان تبنى سياسة جديدة تمثلت في تقديم توجيهات نوعية مستقبلية من أجل تسوية منحنى العائد من خلال الإشارة إلى المسار المستقبلي المتوقع لمعدل الفائدة، مشيرًا إلى أنه سيستمر في استخدام سياسة سعر الفائدة الصفري إلى غاية التخلص من حالة الانكماش.

وفي شهر أوت سنة 2000 كان الاقتصاد الياباني قد أظهر علامات واضحة على الانتعاش وأن الانخفاض في الأسعار الناجم عن ضعف الطلب قد انحسر بشكل ملحوظ، اعتبر بنك اليابان أن الاقتصاد قد وصل إلى المرحلة التي تبدد فيها القلق الانكماشي وبالتالي تم التوقف عن استخدام سياسة سعر الفائدة الصفري ومع ذلك وفي نهاية ذلك العام شهد الاقتصاد الياباني تباطؤًا جديدا، ويرجع السبب أساسًا إلى تأثيرات انفجار فقاعة التكنولوجيا في الولايات المتحدة والتي أدت إلى انخفاض شديد في الصادرات اليابانية نحو العالم، وفي مواجهة هذا التراجع الإضافي، خفض بنك اليابان المركزي سعر الفائدة مرة أخرى واتجه أخيرًا إلى اقتراح جديد جذري تمثل في سياسة التيسير الكمي (Kuroda, 2014, p. 2).

الفرع الثالث: سياسة التيسير الكمي (2001–2006).

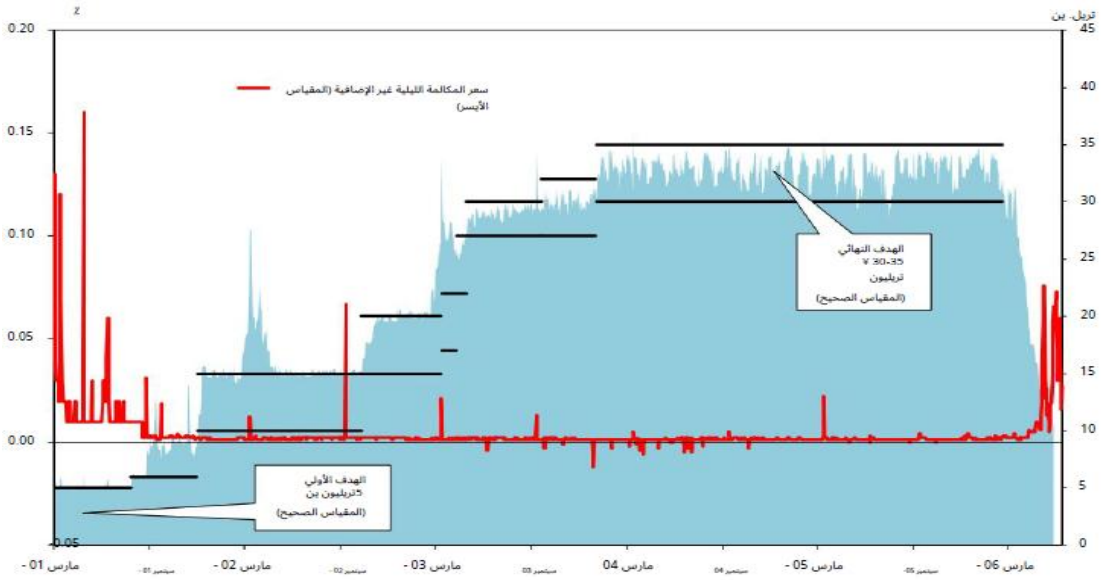
كان الاقتصاد الياباني خلال تلك الفترة يواجه خطرًا متزايدًا يتمثل في دوامة الانكماش لذلك قرر بنك اليابان اتخاذ إجراءات جديدة لتسيير الأوضاع النقدية بما يتجاوز ما يمكن اتخاذه في ظل الظروف العادية، في مارس 2001 غيّر بنك اليابان الهدف التشغيلي الرئيسي لعملياته في السوق المفتوحة من استهداف معدل الفائدة إلى استهداف أرصدة الحساب الجاري لديه، أي استهداف الاحتياطات التي تمثل الخصوم في الميزانية العمومية لدى البنك المركزي، وقد سمي هذا التغيير بالتيسير الكمي (Maeda & Fujiwara, 2005, p. 2). وتتكون سياسة التيسير الكمي من الركائز الثلاث التالية:

أولا: تحويل الهدف التشغيلي الرئيسي من معدل الفائدة إلى رصيد الحساب الجاري في البنك.

وهو تحول من استهداف معدل الفائدة إلى استهداف القاعدة النقدية، حيث تمت زيادة الرصيد المستهدف من القاعدة النقدية تدريجيا عن طريق توسيع الميزانية العمومية لدى بنك اليابان بسبع مرات من 5 تريليون ين إلى حوالي 35 تريليون ين في جانفي 2004 استجابة لتدهور الاقتصاد لترتفع احتياطات البنك من 115.3 ترليون ين إلى 152.3 ترليون ين، تم الحفاظ على نفس المبلغ المستهدف حتى نهاية سياسة التيسير الكمي، وتم الوصول لتحقيق التوسع في القاعدة النقدية بشكل أساسي من خلال عمليات السوق المالي بآجال استحقاق مختلفة مدتها سنة واحدة أو أقل (Shirai, 2013, p. 2).

كان من المفترض أن يؤثر توسيع الميزانية العمومية للبنك أو القاعدة النقدية على الأسواق المالية وأسواق رأس المال من خلال التأثير في إعادة توازن المحفظة، أي خفض أقساط مخاطر الأصول المالية وهي بدائل غير كاملة للقاعدة النقدية، وكذلك خفض التوقعات للمسار المستقبلي لأسعار الفائدة قصيرة الأجل.

الشكل رقم (03–01): تطور القاعدة النقدية لبنك اليابان 2001–2006 (ترليون ين)



المصدر:(Shirai, 2013, p. 25) .

يشير تأثير إعادة توازن المحفظة إلى القناة التي من خلالها يساعد توسيع الميزانية العمومية للبنك على تقليل أقساط المخاطر من الأصول ذات المخاطر العالية، وبالتالي حث المؤسسات المالية والمستثمرين على الاستثمار بنشاط أكبر في تلك الأصول، قد يؤدي هذا الإجراء إلى رفع أسعار تلك الأصول وبالتالي تحفيز الاستثمار والاستهلاك بشكل غير مباشر، وبالتالي رفع المستوى العام للأسعار.

كما يشير تأثير الإشارة إلى الموقف الذي يرسل فيه البنك المركزي إشارة إلى السوق من خلال توسيع الميزانية العمومية، مما يؤدي إلى توقعات بأن المسار المستقبلي لأسعار الفائدة قصيرة الأجل سيظل منخفضًا لفترة أطول، نظرا لأن البنوك المركزية يمكنها التحكم في المسار المستقبلي لأسعار الفائدة الاسمية قصيرة الأجل، فإن التوسع في الميزانية العمومية يشير إلى سلوك السياسة النقدية المستقبلية للبنك، تؤثر هذه التوقعات بعد ذلك على التوقعات المختلفة لأسعار الفائدة طويلة الأجل وعوائد الأصول المالية الأخرى في الأسواق المالية. (Shirai, 2013, pp. 2-3)

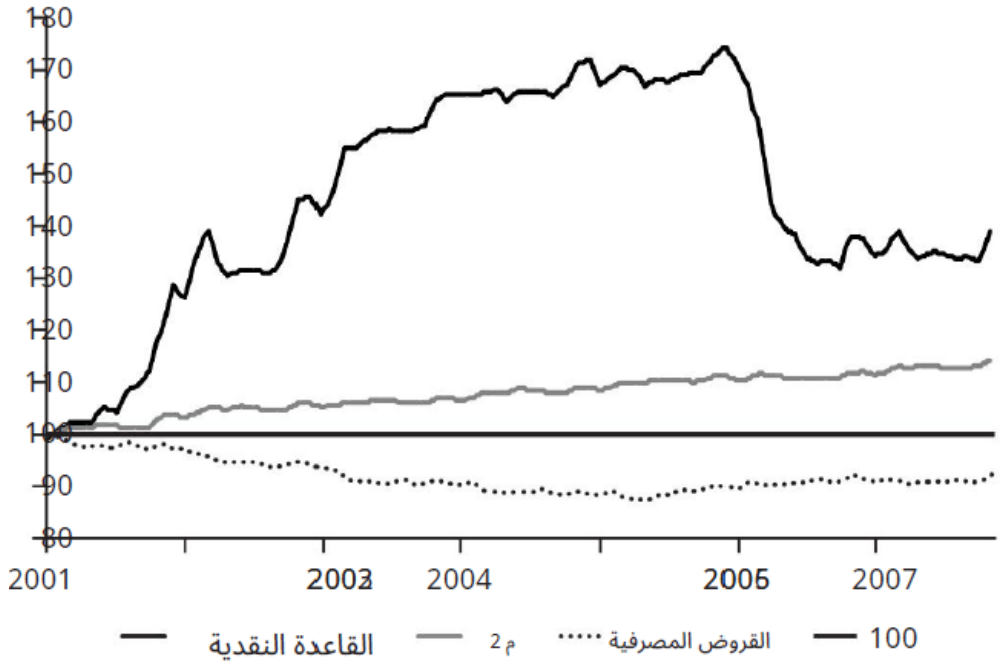
ثانيا: ارتباط التوجيه المستقبلي بتغيرات مؤشر أسعار المستهلكين.

قدم البنك التزاما واضحا بالحفاظ على سياسة التيسير الكمي حتى يتم الوفاء بشرط تسجيل مؤشر أسعار المستهلكين الأساسي لأرقام موجبة، كان من المفترض أن تعمل هذه السياسة على خفض أسعار الفائدة قصيرة الأجل في المستقبل من خلال تعزيز توقعات السوق بأن معدل الفائدة الصفري تقريبًا سيتم الحفاظ عليه لبعض الوقت في المستقبل حتى بعد تحسن الظروف الاقتصادية. (Shirai, 2013, p. 3)

ثالثا: الشراء المباشر لسندات الحكومة طويلة الأجل للرفع من القاعدة النقدية.

ارتفعت كمية السندات الحكومية اليابانية المشترات بشكل كبير ويهدف هذا الإجراء إلى تغيير تكوين الميزانية العمومية للبنك دون تغيير حجمها، وعلى الرغم من أن الزيادة في رصيد الحساب الجاري في البنك تمت بشكل أساسي من خلال عمليات السوق قصيرة الأجل نسبيا من خلال شراء سندات التمويل قصيرة الأجل، أو ما يعرف بالسندات بإذن، فقد تم اعتبار هذا الإجراء كأداة إضافية لضمان الوفاء بالرصيد المستهدف من القاعدة النقدية. (Shirai, 2013, p. 3)

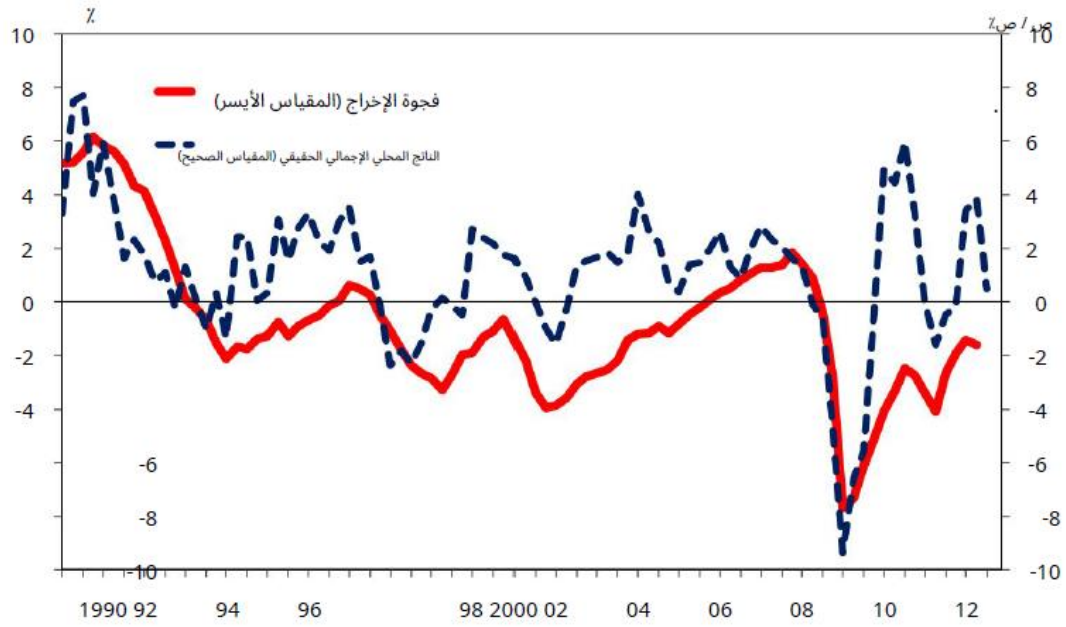
الشكل رقم (03-02): تطور القاعدة النقدية وعرض النقود والقروض المصرفية في اليابان خلال الفترة 2001-2006



المصدر: (Greenwood, 2017, p. 20).

كما يوضح الشكل رقم (03-02) فإن الزيادة في القاعدة النقدية لليابان لم يقابلها أي تغيير كبير في اتجاه العرض النقدي الواسع M2 بين عامي 2001 و2006 حيث توسعت القاعدة النقدية بنسبة 70% بسبب إجراءات التيسير الكمي، ولكن لم يكن هناك أي تغيير فعلي في مسار عرض النقود M2، بينما انخفض الإقراض المصرفي بما يقارب 10% خلال الفترة 2001-2006 (Greenwood, 2017, p. 20).

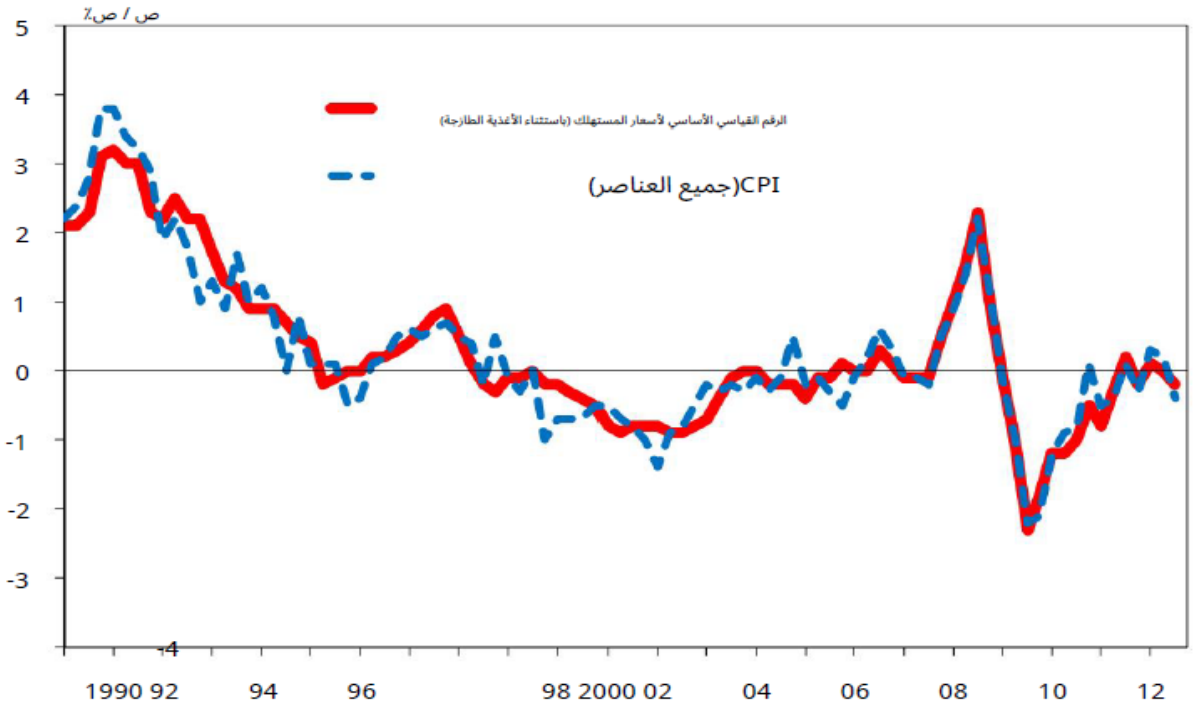
الشكل رقم (03-03): نمو الناتج المحلي الإجمالي وفجوة الإنتاج خلال مرحلة التيسير الكمي 2001-2006.



المصدر:(Shirai, 2013, p. 24) .

بدأت السياسة تحقق بعض النجاح عندما ارتفعت أسعار الأسهم بنسبة 57 في المائة بين مايو 2005 وأفريل 2006، بدأ الاقتصاد أيضا في الأداء بشكل أفضل، حيث سجل زيادات مطردة في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خلال الربع الأول من عام 2005 حتى الربع الثاني من عام 2006 (Shirai, 2013, p. 24).

الشكل رقم (03–04): تطور أسعار المستهلكين خلال مرحلة التيسير الكمي 2001–2006.



المصدر: (Shirai, 2013, p. 24)

بالإضافة إلى ذلك عاد التضخم إلى الاستقرار النسبي للأسعار لذلك يمكن القول إن التيسير الكمي خلال هذه الفترة تم إنهاؤه قبل الأوان (Greenwood, 2017, p. 20).

المطلب الثاني: التيسير الكمي في ظل التيسير النقدي الشامل خلال الفترة (2010-2013).

بعد تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 دخل الاقتصاد الياباني مرحلة جديدة من الركود الحاد، إذ تراجعت الصادرات وضعفت الاستثمارات وازدادت الضغوط الانكماشية رغم انخفاض أسعار الفائدة إلى مستويات شبه صفرية، وفي مواجهة هذه الظروف الاستثنائية انتقل بنك اليابان إلى توسيع نطاق أدواته غير التقليدية عبر اعتماد التيسير النقدي الشامل بداية من 2010، وقد شكل هذا التوجه محاولة لتعزيز الاستقرار المالي وخفض معدلات الفائدة طويلة الأجل من خلال توسيع مشتريات الأصول بأحجام ونوعية أكبر.

الفرع الأول: السياسة النقدية المتبعة خلال الأزمة المالية العالمية 2008.

تدهورت الأوضاع الاقتصادية العالمية في 2008 مع اشتداد الاضطرابات في الولايات المتحدة والأنظمة المالية الأوروبية وكذلك في الأسواق المالية العالمية، مما أدى إلى انخفاض الصادرات اليابانية بشكل كبير بسبب الانكماش الحاد في الاقتصادات الخارجية، كما انخفض مستوى الاستثمار مما يعكس تدهور أرباح الشركات والأوضاع المالية، علاوة على ذلك بدأ الين في الارتفاع مقابل الدولار الأمريكي في صيف 2007، مع ضعف الرغبة في المخاطرة العالمية وتراجع تداول الين الياباني فانخفض سعر صرف الين بشكل كبير (Greenwood, 2017, p. 22).

أما في قطاع العائلات فقد أدى تدهور معنويات المستهلك بسبب الأزمة إلى ضعف الاستهلاك الخاص وبالتالي انهيار العمالة والدخل، لذلك بدا من المحتمل أن يتدهور معدل النمو الاقتصادي لعام 2008 وفي الوقت نفسه ارتفعت معدلات التضخم بشكل سريع، ويعود سبب ذلك بشكل رئيسي إلى الارتفاع الحاد في أسعار السلع الأساسية، في ظل هذه الأوضاع تم تبني سلسلة من تدابير السياسة النقدية من طرف بنك اليابان نلخصها فيما يلي (Shirai, 2013, pp. 2-3):

- تم تخفيض معدل الفائدة من 0.5% إلى حوالي 0.3% في أكتوبر 2008 ثم إلى حوالي 0.1% في ديسمبر 2008.
- اعتمد البنك عملية ضخ الأموال لمدة ثلاثة أشهر بسعر الفائدة الثابت المستهدف 0.1% حيث بلغ المبلغ الإجمالي 10 تريليون ين في ديسمبر 2009، وتهدف هذه العملية إلى تعزيز انخفاض معدلات الفائدة طويلة الأجل، وفي مارس 2010 تم رفع مبلغ هذه العملية إلى 20 تريليون ين ثم في أوت 2010 تم تقديم عملية ضخ أموال إضافية مدتها ستة أشهر بحد أقصى قدره 10 تريليون ين، وبالتالي بلغ إجمالي المبلغ المقدم في إطار هذه العملية 30 تريليون ين.
- تم إنشاء عمليات تمويل الصناديق الخاصة لتسهيل تمويل الشركات في ديسمبر 2008 لضمان الاستقرار في الأسواق المالية وتسهيل تمويل الشركات، حيث قدم بنك اليابان للمؤسسات المالية مبالغ غير محدودة من الأموال على مدار نهاية السنة المالية مقابل قيمة ديون الشركات المتعهد بها كضمان، تم تمديده ثلاث مرات وانتهت فترة التنفيذ في مارس 2010.

- تم تحديد استهداف معدل التضخم في إطار سياسة التوجيه المستقبلي في حدود 2%. ويهدف هذا الإجراء إلى إزالة القلق العام من أن بنك اليابان سيستمر في هذه السياسة إلى غاية بلوغ الهدف المحدد.

الفرع الثاني: الميزات الأساسية للتيسير النقدي الشامل.

بموجب التيسير النقدي الشامل الذي تم تقديمه في أكتوبر 2010 تم تخفيض معدل الفائدة من 0 إلى 0.1% أي اعتماد ما يسمى بسياسة معدل الفائدة الصفري تقريبا، ومع ذلك فإن الهدف الرئيسي في التيسير النقدي الشامل هو توليد ضغط هبوطي على أسعار الفائدة طويلة الأجل عن طريق شراء سندات الحكومة اليابانية وليس على أسعار الفائدة قصيرة الأجل التي كانت قد انخفضت بالفعل بشكل كبير، بالإضافة إلى التأثير على تكلفة التمويل كان من المتوقع أن تولد مشتريات السندات الحكومية اليابانية ضغطا هبوطي على علاوة المخاطر.

قام بنك اليابان أيضا بشراء الأصول ذات المخاطر المختلفة بشكل مباشر، تمت زيادة المبلغ الإجمالي المستحق للبرنامج تدريجيا من 35 تريليون ين مبدئيا إلى 65 تريليون ين في نهاية عام 2012، وكان من المقرر زيادة المبلغ إلى 101 تريليون ين بحلول نهاية عام 2013 وإلى 111 تريليون ين بحلول نهاية عام 2014، بعد ذلك تم الحفاظ على مبلغ 111 تريليون ين لفترة زمنية غير محددة (Shirai, 2013, p. 7).

الفرع الثالث: الفرق بين سياسات التيسير الكمي وسياسة التيسير النقدي الشامل.

يمكن التمييز بين السياستين من خلال النقاط التالية (Shirai, 2013, pp. 12-13):

- يغطي برنامج شراء الأصول مجموعة واسعة من الأصول المالية في سياسة التيسير النقدي الشامل من تلك الخاصة بسياسة التيسير الكمي وتلك الخاصة بالبنوك المركزية الأخرى ذات السياسات النقدية غير التقليدية، وهذا يعكس وجهة النظر القائلة بأن الشراء المباشر لمختلف الأصول المالية قد يشجع على المزيد من الانخفاض في أسعار الفائدة طويلة الأجل وأقساط المخاطر من خلال إعادة توازن المحفظة.
- تهدف سياسة التيسير النقدي الشامل بشكل مباشر إلى خفض أسعار الفائدة طويلة الأجل وأقساط المخاطر من خلال التركيز على شراء الأصول، بينما في سياسة التيسير الكمي كان التركيز الرئيسي على حجم رصيد الحساب الجاري في البنك للتأثير على أسعار الفائدة قصيرة الأجل.
- يظل معدل الفائدة الإيجابي البالغ 0.1 في المائة المطبق على تسهيلات الإيداع التكميلية الذي تم تقديمه في أكتوبر 2008 خاضعًا لسياسة التيسير النقدي الشامل، في حين تم تحديد معدل الفائدة في حدود 0 و0.1 %، هذا يختلف عن سياسة التيسير الكمي حيث لم يكن مثل هذا التسهيل موجودا في ظل بيئة معدل الفائدة الصفرية قصيرة الأجل.

المطلب الثالث: سياسة التيسير الكمي والنوعي (QQE).

مع استمرار الضغوط الانكماشية وضعف الاستجابة للسياسات النقدية التقليدية وغير التقليدية التي سبقتها، اتجه بنك اليابان سنة 2013 إلى اعتماد إطار جديد أكثر شمولا وجرأة تمثل في سياسة التيسير الكمي والنوعي (QQE)، وجاء هذا التحول في محاولة لكسر التوقعات الانكماشية المتجذرة وتحقيق الهدف المعلن لاستقرار الأسعار عند 2%، ويرتكز هذا البرنامج على توسيع غير مسبوق للقاعدة النقدية وتغيير نوعية الأصول المشترات وتعزيز توجيه التوقعات المستقبلية.

الفرع الأول: ماهية التيسير الكمي والنوعي.

قدم بنك اليابان سياسة التيسير الكمي والنوعي (QQE) في أفريل 2013 للتغلب على الضغوط الانكماشية وتحفيز الاقتصاد الياباني الراكد وذلك لتحقيق معدل تضخم مستهدف يبلغ 2٪، حيث بدأ بنك اليابان في توسيع القاعدة النقدية من خلال زيادة مشتريات السندات الحكومية طويلة وقصيرة الأجل وأيضا الأصول الخطرة، مثل الصناديق المتداولة في البورصة وصناديق الاستثمار العقاري اليابانية إلى المستويات المستهدفة، قبل أن تتضح آثار هذه التغييرات على الاقتصاد الحقيقي حيث ارتفعت أسعار الأسهم وانخفضت قيمة الين الياباني مقابل الدولار الأمريكي، إلا أن هبوط أسعار النفط وتباطؤ النمو العالمي وضعف إنفاق المستهلكين بعد زيادة الحكومية اليابانية معدل الضرائب على المبيعات أثر سلبا على نمو الأسعار (Sugimoto & Matsuki, 2015, p. 112).

الفرع الثاني: السمات الرئيسية للتيسير الكمي والنوعي.

تميزت السياسة النقدية الجديدة في اليابان في ذلك الوقت بعدة خصائص نذكرها كما يلي (Iwata, 2013, p. 3):

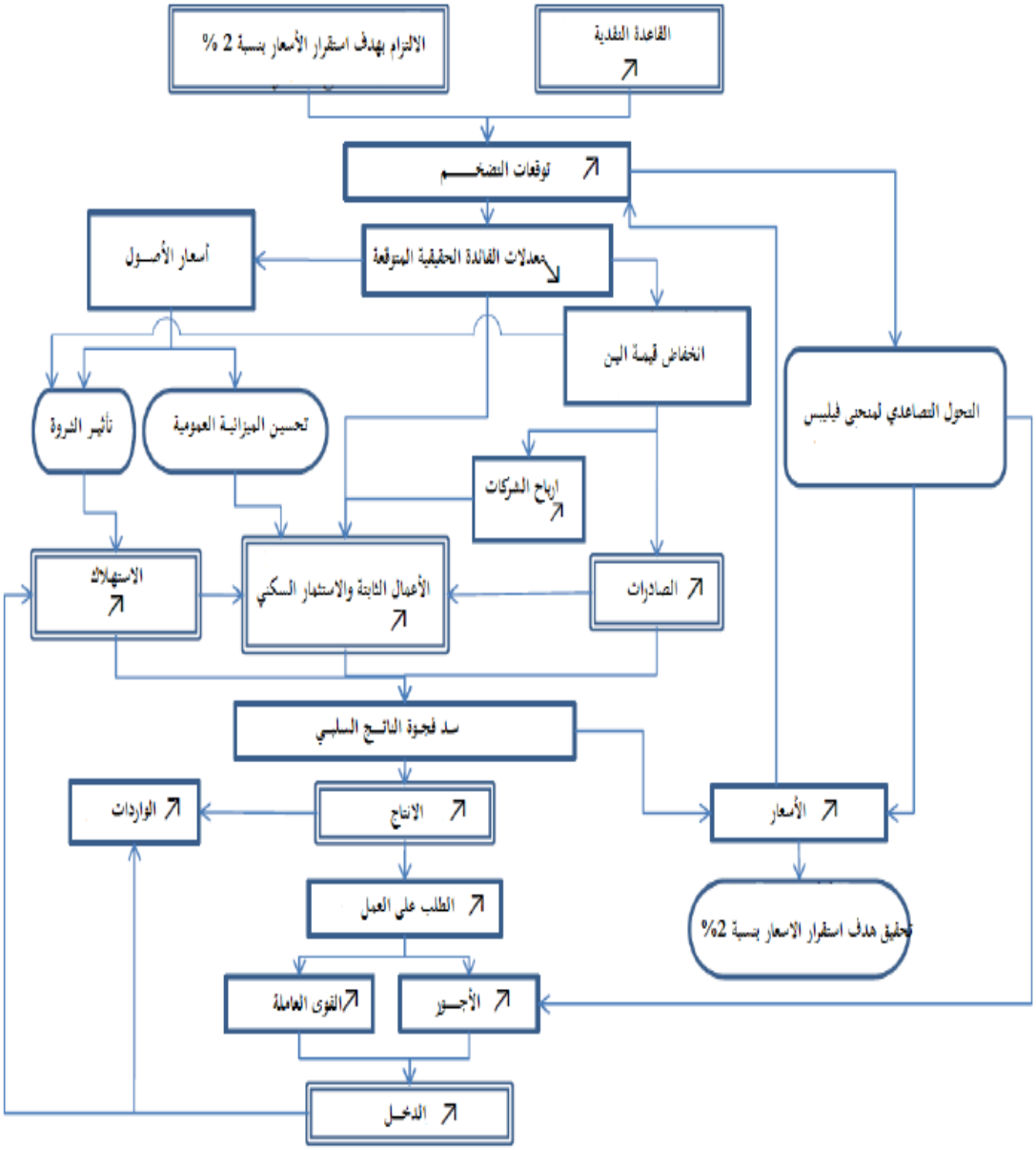
- تعهد البنك بشكل واضح بتحقيق هدف استقرار الأسعار بنسبة 2% في أقرب وقت ممكن مع أفق زمني يبلغ عامين، ولتحقيق ذلك يجب على بنك اليابان المركزي أن يكون مسؤولا على تحقيق هذا الهدف، من خلال الالتزام بتنفيذ تدابير تخفيف نقدية جريئة تستهدف تغيير توقعات الأعوان الاقتصاديين من انكماشية إلى تضخمية بهدف تغيير سلوكياتهم، ومنه تبدأ المؤشرات الاقتصادية ككل في التغير؛
- الهدف التشغيلي الرئيسي لبنك اليابان لعملياته في السوق المالي هو استهداف القاعدة النقدية، وهي اجمالي الأوراق النقدية والعملات المعدنية، أو بعبارة أخرى هي إجمالي المبلغ النقدي والمبلغ القائم للمؤسسات المالية، حيث قرر بنك اليابان إجراء عمليات في السوق المالي بحيث تزداد القاعدة النقدية بوتيرة سنوية تبلغ من 60 إلى 70 ترليون ين، ونتيجة لذلك تضاعف المبلغ المستحق للقاعدة النقدية في غضون عامين من 138 ترليون ين نهاية 2012 إلى 270 ترليون ين في نهاية 2014؛
- قام بنك اليابان بتوسيع القاعدة النقدية من خلال زيادة مشتريات سندات الحكومة اليابانية من خلال الأسواق المالية، بحيث تزيد المبالغ غير المسددة بوتيرة سنوية تبلغ 50 ترليون ين، ونتيجة لذلك من المتوقع ان يتضاعف المبلغ المستحق من حيازة السندات الحكومية للبنك بأكثر من الضعف في غضون عامين، من 89 ترليون ين في نهاية عام 2012 إلى 190 ترليون ين في نهاية 2012؛

- بالإضافة إلى ذلك قرر بنك اليابان تمديد متوسط الاستحقاق المتبقي لمشتريات سندات الحكومة اليابانية من ثلاث سنوات إلى حوالي سبع سنوات، وهو ما يعادل تقريبا متوسط استحقاق المبلغ المستحق من سندات الحكومة الصادرة، بشكل عام كلما طالت فترة آجال الاستحقاق زاد خطر تقلب أسعار سندات الحكومة اليابانية، لذلك من خلال تمديد استحقاق مشترياته من سندات الحكومة فإن بنك اليابان يخاطر بشكل أكبر، تمثل هذه الزيادة في مشتريات سندات الحكومة اليابانية وتمديد مدة استحقاقها تيسيرا نقديا من حيث الكمية والنوعية؛
- بغض النظر عن عمليات الشراء المذكورة أعلاه لسندات الحكومة اليابانية، فقد قرر البنك توسيع نطاق مشتريات الأصول الأخرى ذات المخاطر العالية، وهي الصناديق المتداولة في البورصة وصناديق الاستثمار العقاري اليابانية وصناديق الاستثمار المتداولة، أين قام بنك اليابان بزيادة المبلغ المستحق من ممتلكاته من صناديق الاستثمار المتداولة وصناديق الاستثمار العقاري بوتيرة سنوية تبلغ حوالي 1 تريليون ين وحوالي 30 مليار ين على التوالي، ويرجع سبب قيام بنك اليابان على شرائه لمثل هذه الأصول ذات المخاطر العالية نسبيا أو بعبارة أخرى، إجراء التيسير النقدي من الناحية النوعية، أنه سيشجع أنشطة المخاطرة في الاقتصاد الحقيقي؛

الفرع الثالث: آلية انتقال التيسير الكمي والنوعي

يتكون التيسير الكمي والنوعي من ركيزتين أساسيتين حيث تتمثل الأولى في التزام بنك اليابان بتحقيق هدف استقرار الأسعار عند مستوى 2% مع افق زمني يبلغ حوالي عامين، اما الركيزة الثانية فتتمثل في إظهار مجموعة من الإجراءات الكمية والنوعية التي تمس الميزانية العمومية لبنك اليابان بهدف التوسع في القاعدة النقدية من خلال شراء مجموعة كبيرة متنوعة من الأصول (Iwata, 2013, p. 2). من خلال الشكل رقم (03-05) سنقوم بشرح آلية انتقال أثر هذه الآلية إلى الاقتصاد.

الشكل رقم (03-05): آلية انتقال أثر التيسير الكمي إلى الاقتصاد.



المصدر: (Iwata, 2013, p. 10)

من خلال الشكل يتبين ان آلية التيسير الكمي والنوعي تنتقل إلى الاقتصاد عبر ما يلي (Iwata, 2013, p. 4):

- يؤدي التزام بنك اليابان بالركيزتين السابقتين إلى ارتفاع معدلات التضخم المتوقعة من قبل الاعوان الاقتصاديين، أي مسار التضخم الذي يتوقع الأفراد حدوثه في المستقبل وبالتالي تنخفض أسعار الفائدة الحقيقية باعتبار أن معدل الفائدة الحقيقي هو عبارة عن معدل الفائدة الإسمي مطروح منه معدل التضخم، أي أن العلاقة بين معدل التضخم وأسعار الفائدة الحقيقية هي علاقة عكسية؛
- سيؤدي انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية المتوقعة إلى خفض التكلفة الحقيقية للاقتراض، وبالتالي تحفيز الاستثمار التجاري الثابت والاستثمار في العقارات، بالإضافة إلى ذلك سيصبح عاملا في رفع أسعار الأصول مثل الأسهم والمنازل والأراضي، وبالتالي سيرتفع استهلاك وإنفاق الأفراد الذين ارتفعت قيمة أصولهم وهذا بسبب ما يسمى بتأثير الثروة،

علاوة على ذلك سيؤدي ارتفاع أسعار الأسهم والأراضي إلى تحسين الظروف المالية للأسر والشركات ومن ثم يصبح من الأسهل عليهم اقتراض الأموال، ومن المرجح أن تزيد الأعمال التجارية من الاستثمار الثابت للأعمال وأن تزيد الأسر من الاستثمار في العقارات؛

- إذا أصبحت أسعار الفائدة الحقيقية للين أقل من أسعار العملات الأخرى، فمن المرجح أن تتحرك أسعار الصرف في اتجاه انخفاض قيمة الين. سيصبح تصحيح ارتفاع الين عاملا في تعزيز الصادرات وزيادة الاستثمار الثابت للأعمال من خلال زيادة أرباح الشركات، يمكن للوجهات السياحية جذب المزيد من السياح الأجانب الذين يستفيدون من انخفاض قيمة الين، وسترتفع قيمة الأصول الخارجية إذا أعيد تقييمها بالين مما يؤدي إلى زيادة الاستهلاك بسبب تأثير الثروة؛
- سيؤدي الانخفاض في أسعار الفائدة الحقيقية المتوقعة إلى زيادة ثلاثة مكونات للطلب وهي الاستهلاك والاستثمار والصادرات إلى جانب زيادة الإنفاق الحكومي، أي سيزداد الطلب الكلي للسلع والخدمات تدريجيا، ويوصف هذا بأنه سد فجوة الإنتاج السلبية حيث يلحق إجمالي الطلب بالقدرة على التوريد، ستؤدي الزيادة في إجمالي الطلب على السلع والخدمات إلى إشعال نشاط الإنتاج وزيادة الطلب على العمالة، سيؤدي هذا إلى زيادة القوة العاملة وفي النهاية إلى ارتفاع في الأجور لكل شخص، ونتيجة لذلك فإن دخل القوى العاملة ككل سيرفع من الاستهلاك وينشطه؛

مع زيادة الاستهلاك سيرتفع الاستثمار الثابت للأعمال والاستثمار في العقارات وفقا لذلك، كما ستؤدي زيادة الصادرات على خلفية انخفاض قيمة الين إلى زيادة الاستثمار لزيادة الطاقة الإنتاجية، ستسهم هذه القوة في الاستهلاك والاستثمار في زيادة تضييق فجوة الإنتاج مما سيؤدي إلى زيادة الإنتاج.

يتضح من خلال تحليل التجربة اليابانية أن السياسة النقدية مرت بتحول جذري نتيجة الضغوط الانكماشية الطويلة التي أعقبت انفجار فقاعة الأصول في بداية التسعينيات، وصولا إلى تبني أدوات غير تقليدية ابتداء من سياسة سعر الفائدة الصفري وصولا إلى التيسير الكمي في الفترة 2001–2006، فقد بينت هذه المرحلة أن خفض سعر الفائدة وحده لم يكن كافيا لإعادة تنشيط الاقتصاد، مما دفع بنك اليابان إلى اعتماد استهداف القاعدة النقدية وتوسيع ميزانيته العمومية بشكل غير مسبوق، ورغم أن تأثير التيسير الكمي كان تدريجيا وبطيئا على كل من الأسعار والنشاط الاقتصادي، إلا أنه ساهم في استقرار الأسواق المالية ووضع الأساس للسياسات التوسعية اللاحقة، كما شكلت التجربة اليابانية خلال هذه السنوات أرضية للانتقال إلى مراحل أكثر شمولا من التيسير النقدي عبر برامج شراء الأصول الواسعة خلال العقد التالي، وبذلك يظهر بوضوح أن المزيج بين السياسة التقليدية وغير التقليدية كان ضرورة حتمية لمواجهة الانكماش المزمن ودفع الاقتصاد نحو مسار من التعافي المستدام.

المبحث الثاني: تجربة الولايات المتحدة الأمريكية.

أظهرت الأزمة المالية العالمية لعام 2008 حدود أدوات السياسة النقدية التقليدية في الولايات المتحدة الأمريكية، بعدما تسببت أزمة الرهن العقاري في انهيار واسع للأسواق المالية وتجمد غير مسبوق في الائتمان، ومع وصول سعر الفائدة إلى الصفر بات الاحتياطي الفيدرالي عاجزا عن تنشيط الاقتصاد عبر قنواته المعتادة، مما مهد لظهور الحاجة إلى سياسة نقدية غير تقليدية، وقد جاءت سياسة التيسير الكمي كاستجابة استثنائية لاحتواء الركود العميق وضخ السيولة واستعادة استقرار النظام المالي، ويتناول هذا المبحث الظروف الاقتصادية والمالية التي سبقت الأزمة، واستجابات الاحتياطي الفدرالي بالأدوات التقليدية وحدود فعاليتها، ثم الدوافع التي قادته إلى تبني التيسير الكمي. كما يستعرض مراحل تطبيق هذه السياسة في جولات متتالية (QE1، QE2، QE3) وعمليات تويست، مع تحليل آثارها الاقتصادية والمالية تمهيدا لتقييم نتائجها الشاملة.

المطلب الأول: الإطار العام لاعتماد سياسة التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية.

يمثل هذا المطلب المدخل الرئيسي لفهم الأسباب التي دفعت مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي إلى تبني سياسة نقدية غير تقليدية بعد الأزمة المالية لعام 2008، والمتمثلة فيما عرف بسياسة التيسير الكمي فقد كشفت الأزمة عن حدود أدوات السياسة النقدية التقليدية، خاصة بعدما بلغ سعر الفائدة الرئيسي مستواه الأدنى الصفري، ووجد صانعو القرار أنفسهم أمام اقتصاد يعاني من انكماش عميق وأزمة سيولة خانقة داخل النظام المالي، يهدف هذا المطلب إلى استعراض السياق الاقتصادي والمالي الذي سبق الأزمة، وبيان استجابات الاحتياطي الفيدرالي الأولى بالأدوات التقليدية، ثم تحليل الأسباب الجوهرية التي دفعت إلى الانتقال نحو التيسير الكمي كخيار استثنائي وضروري في تلك المرحلة.

الفرع الأول: الظروف الاقتصادية والمالية السابقة للأزمة المالية لعام 2008.

شهدت الولايات المتحدة قبل أزمة 2008 تراكما متسارعا للمخاطر في الأسواق المالية، خصوصا في سوق الرهن العقاري عالي المخاطر، مما مهد لانفجار أزمة هزت النظام المالي العالمي، سنقوم بإبراز أهم الظروف الاقتصادية والمالية التي سبقت الأزمة لفهم الأساس الذي انطلقت منه سياسة التيسير الكمي لاحقا.

أولا: أزمة الرهن العقاري الأمريكية.

شهدت الولايات المتحدة خلال الفترة الممتدة بين عامي 2000 و2007 توسعا قويا في النشاط الائتماني فبلغت قيمة القروض العقارية الممنوحة في نهاية 2006 حوالي 700 مليار دولار، ورافقه ارتفاع كبير في أسعار الأصول العقارية والأسهم، وقد أدت الطفرة في سوق الرهن العقاري إلى بروز القروض عالية المخاطر، حيث تم منح القروض العقارية لأسر ذات ملاءة مالية ضعيفة مقابل أسعار فائدة مرتفعة، وتم لاحقا توريق هذه القروض وبيعها في الأسواق المالية على شكل أوراق مالية مدعومة بالرهن العقاري، حيث تم تحويل من 60% إلى 80% من القروض العقارية عالية المخاطر إلى سندات يتم تداولها في الأسواق المالية خلال الفترة 2001-2006، وبالتالي لقد ساهم هذا النظام في تضخيم المخاطر المالية داخل القطاع المصرفي، خصوصا في ظل ضعف الرقابة المصرفية وارتفاع معدلات المديونية الخاصة. (دودو و فوزي، 2020، صفحة 359)

بدأت مؤشرات الانهيار بالظهور مع بداية عام 2007، حيث شهد سوق العقار تراجعا حادا في الأسعار وتفاقم حالات التعثر في سداد القروض، مما أدى إلى خسائر جسيمة للمؤسسات المالية الكبرى. ومع انهيار بنك بير ستيرنز في مارس 2008 ثم ليمان براذرز في سبتمبر من العام ذاته، تحولت الأزمة من أزمة قطاع عقاري إلى أزمة مالية شاملة، أدت إلى تجمد أسواق الائتمان وارتفاع حاد في مؤشرات المخاطرة السيادية والمالية (Hausken & Ncube, 2014, pp. 5-9).

ثانيا: تداعيات الأزمة المالية على الاقتصاد الأمريكي.

شهد الاقتصاد الأمريكي خلال الأزمة المالية العالمية تدهورا واسع النطاق مس مختلف المؤشرات الكلية كالتالي (دودو و فوزي، 2020، صفحة 361):

- فقد تفاقم عجز الميزانية سنة 2008 ليبلغ أدنى مستوياته، متراجعا بما يقارب 9.2% من الناتج المحلي الإجمالي، مع توقعات بارتفاع العجز إلى نحو 100 مليار دولار مقارنة بـ 258 مليار دولار سنة 2007، وارتفع إجمالي المديونية إلى حوالي 36 تريليون دولار، حيث شكلت الديون الحكومية قرابة 64% من الناتج المحلي، في حين ارتفعت مديونية الأفراد والشركات إلى 6.27 تريليون دولار، من بينها 2.09 تريليون دولار مرتبطة بالتسهيلات العقارية و4.18 تريليون دولار تخص الشركات.
- سجل النشاط الاقتصادي تراجعا مستمرا منذ يناير 2008، خصوصا في قطاعات الإسكان والتصنيع وحركة البيع، نتيجة ارتفاع أسعار الطاقة والمواد الأساسية، وتجاوز معدل التضخم 5.4% بينما ارتفعت البطالة إلى 1.5% مع فقدان أكثر من ثلاثة ملايين وظيفة، ليصل متوسط الخسارة الشهرية إلى نحو 80 ألف وظيفة حتى ماي 2008.
- تدهور ثقة المستهلك إلى أدنى مستوى منذ 1992، وتراجعت مؤشرات الإنتاج والاستهلاك إلى مستويات لم تسجل منذ 2001، كما انخفضت التدفقات الرأسمالية نحو الولايات المتحدة بنحو 50%، مما جعلها بالكاد تغطي عجز الميزان التجاري البالغ 60 مليار دولار.
- شهد الدولار هبوطا حادا ليصل إلى حدود 100 ين ياباني وهو أدنى مستوى له منذ التسعينيات، بينما تجاوز اليورو حاجز الدولار ونصف لأول مرة، وتراجعت أرباح البنوك الأمريكية بسبب تراكم القروض العقارية الرديئة وانهيار عدد من صناديق التحوط وتسجيل عمليات بيع واستحواذ بأسعار متدنية للغاية.
- كما ارتفعت مشتريات الأجانب لحصص في الشركات الأمريكية إلى نحو 414 مليار دولار خلال الربع الأول من 2008، بزيادة قاربت 90% مقارنة بعام 2006 نتيجة انخفاض أسعار الأسهم والدولار، وقدرت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية خسائر الاقتصاد الأمريكي الناجمة عن أزمة الرهن العقاري بين 350 و540 مليار دولار، في حين رفع صندوق النقد الدولي التقدير إلى حوالي 945 مليار دولار.

الفرع الثاني: استجابة الاحتياطي الفيدرالي بالأدوات التقليدية وحدود فعاليتها

عند انفجار الأزمة المالية العالمية لجأ الاحتياطي الفدرالي الأمريكي إلى أدوات السياسة النقدية التقليدية المعروفة، وعلى رأسها خفض معدلات الفائدة قصيرة الأجل كما يظهره الجدول (03-01).

الجدول رقم (03-01): تطور سعر الفائدة الأساسي في الولايات المتحدة (2006-2008).

السنة	سعر الفائدة الأساسي %	ملاحظات
2006	5.25	استقرار نسبي مع توسع الائتمان
2007	4.25	بداية الأزمة العقارية وتراجع الإقراض
2008	0.25	خفض جذري للفائدة لمواجهة الركود

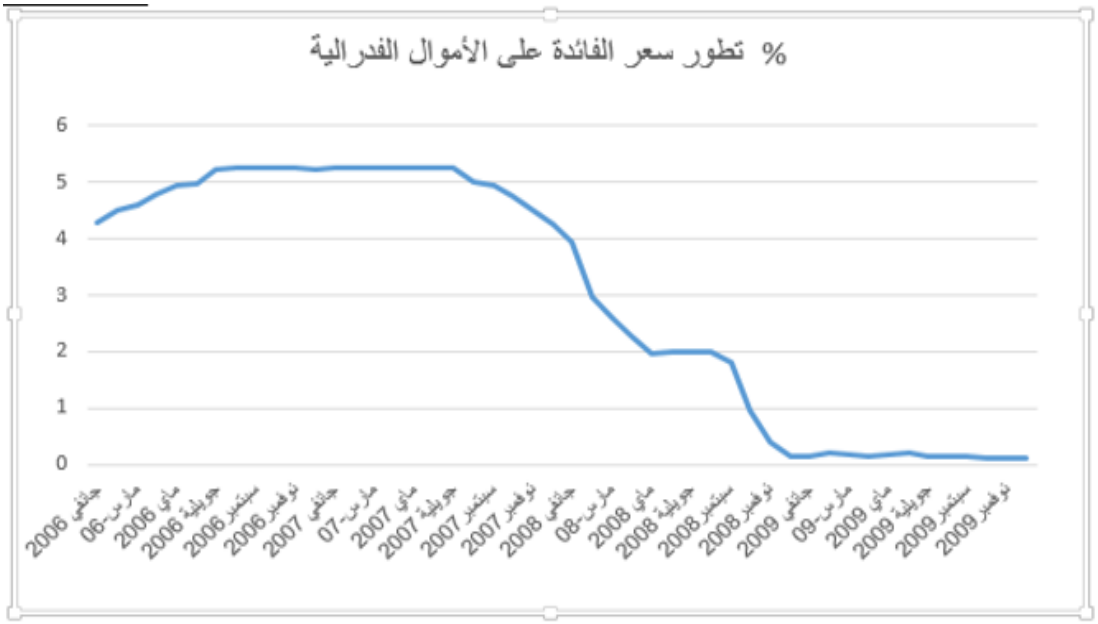
المصدر: (FRED, Historical Data: Federal Funds Rate, 2024)

فقام بخفض تدريجي لسعر الفائدة من 5.25٪ في منتصف عام 2007 إلى نطاق يتراوح بين 0 و0.25٪ في ديسمبر 2008، حيث ثبت أن استخدام الأدوات التقليدية للسياسة النقدية غير كاف، باعتبار أن معدل الفائدة الإسمي لا يمكن أن ينخفض إلى أقل من 0% (عز الدين و عولمي، 2020، صفحة 156).

كما أطلق عددا من برامج الإقراض الطارئة مثل "برنامج تسهيلات المزاد الآجل" و "برنامج تسهيلات الإقراض للمؤسسات المالية"، بهدف توفير السيولة للبنوك والمؤسسات المالية المتعثرة (Brett & Neely, 2013, pp. 51-53).

ورغم هذه التدخلات ظل الاقتصاد الأمريكي في حالة ركود عميق، إذ تراجعت معدلات الاستثمار والاستهلاك وارتفعت البطالة إلى مستويات غير مسبوقة منذ الثمانينيات، ويعزى ذلك إلى وقوع الاقتصاد فيما يعرف بـ فخ السيولة، أي حالة يكون فيها سعر الفائدة قريبا من الصفر دون أن يؤدي ذلك إلى تحفيز النشاط الاقتصادي، كما أن القنوات التقليدية لانتقال السياسة النقدية تعطلت بسبب ارتفاع درجة التخوف من المخاطرة لدى البنوك وتراكم الأصول السامة في ميزانياتها. (Hausken & Ncube, 2014, pp. 10-14)

الشكل رقم (03-06): تطور سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية شهريا (2006-2009).



المصدر: (FRED, Historical Data: Federal Funds Rate, 2024)

الفرع الثالث: الدوافع الأساسية للانتقال إلى سياسة التيسير الكمي.

أمام محدودية فعالية الأدوات التقليدية، وجد مجلس الاحتياطي الفيدرالي نفسه مضطرا لتبني سياسة التيسير الكمي التي تقوم على شراء الأصول المالية طويلة الأجل، وعلى رأسها سندات الخزانة والأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري. تهدف هذه السياسة إلى تحقيق هدفين رئيسيين (Brett & Neely, 2013, p. 54):

1-خفض العوائد طويلة الأجل وتشجيع الاستثمار الخاص.

2-ضخ السيولة مباشرة في النظام المالي من خلال توسيع القاعدة النقدية وزيادة حجم ميزانية البنك المركزي.

الجدول رقم (03-02): تطور إجمالي أصول الاحتياطي الفيدرالي (2007-2009).

السنة	اجمالي الأصول تريليون دولار	معدل النمو %
2007	**0.9**	**-**
2008	**2.2**	**144**
2009	**2.3**	**4.5**

المصدر: (FRED, Factors Affecting Reserve Balances, 2024)

يظهر الجدول توسعا غير مسبوق في ميزانية الاحتياطي الفيدرالي خلال الفترة 2007–2009، حيث ارتفع إجمالي الأصول من 0.9 تريليون دولار في 2007 إلى 2.2 تريليون دولار في 2008 بمعدل نمو استثنائي بلغ 144%، وهو ما يعكس التدخلات الطارئة واسعة النطاق التي اعتمدها الفيدرالي لاحتواء الانهيار المالي عقب أزمة الرهن العقاري، وفي سنة 2009 استمرت الميزانية في الارتفاع لكن بوتيرة أبطأ بلغت 4.5% فقط، مما يشير إلى انتقال السياسة من مرحلة الاستجابة الإنقاذية العاجلة إلى مرحلة أكثر استقرارا ركزت على دعم التعافي الاقتصادي وتثبيت الأسواق.

المطلب الثاني: مراحل تطبيق سياسة التيسير الكمي وأدواتها الرئيسة.

بعد أن اتضح سابقا أن الأدوات التقليدية للسياسة النقدية فقدت فعاليتها في مواجهة الأزمة المالية لسنة 2008، لجأ مجلس الاحتياطي الفيدرالي إلى تطبيق سياسة التيسير الكمي، وهي سياسة غير تقليدية تقوم على شراء الأصول طويلة الأجل من السوق المفتوحة، بهدف خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل وضخ السيولة في الاقتصاد.

مع تفاقم الأزمة المالية العالمية في أواخر سنة 2008 وجد مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي نفسه أمام مأزق تاريخي، فقد بلغت أسعار الفائدة قصيرة الأجل الصفر تقريبا وفقدت أدوات السياسة النقدية التقليدية فعاليتها، عند هذه النقطة برزت فكرة التيسير الكمي بوصفها تدخلا غير تقليدي يرمي إلى خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل عبر شراء الأصول المالية واسعة النطاق.

اتخذ التيسير الكمي ثلاث مراحل رئيسة (QE1، QE2، QE3) بالإضافة إلى عملية خاصة سميت "عمليات تويست"، شكلت جميعها تجربة غير مسبوقة في تاريخ السياسة النقدية الأمريكية.

الفرع الأول: المرحلة الأولى (QE1) (2008-2010).

جاء إطلاق برنامج التيسير الكمي الأول في سياق أزمة مالية خانقة عطلت آليات انتقال السياسة النقدية التقليدية وأفقدت أسواق المال سيولتها، ومع بلوغ أسعار الفائدة قصيرة الأجل حدودها الدنيا وجد الاحتياطي الفيدرالي نفسه أمام ضرورة اللجوء إلى أدوات غير تقليدية، تقوم على شراء واسع النطاق للأصول المالية بغرض خفض تكاليف الاقتراض واستعادة الثقة في النظام المالي.

أولا: التدخل في السوق العقاري.

أعلن الاحتياطي الفيدرالي في نوفمبر 2008 عن نيته شراء ما يصل إلى 100 مليار دولار من ديون المؤسسات الحكومية الداعمة للقطاع السكني، وما يصل إلى 500 مليار دولار من الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية، وقد استهدف هذا القرار تخفيض تكاليف الاقتراض العقاري وتخفيف الضغوط في سوق الإسكان باعتباره البؤرة الأولى للأزمة، وقد انعكس هذا الإعلان فورا على الأسواق حيث انخفضت عوائد سندات الخزانة بشكل حاد عبر جميع الآجال تقريبا، كما تراجعت أسعار مبادلات الفائدة بنسب مماثلة، ما يشير إلى أن الانخفاض كان مدفوعا بعامل مشترك يتمثل في انخفاض توقعات السوق لمسار أسعار الفائدة المستقبلية، وفي المقابل ارتفعت هوامش العائد بين سندات الخزانة وأسعار مبادلات الفائدة بشكل طفيف، دون ظهور أدلة على تأثير قوي لقناة إعادة موازنة المحافظ في هذه المرحلة المبكرة (Brett & Neely, 2013, p. 60).

وفي ديسمبر 2008 صرح رئيس الاحتياطي الفدرالي الأمريكي بأن البنك يدرس شراء كميات كبيرة من سندات الخزانة طويلة الأجل أو الأوراق المالية التابعة للوكالات الحكومية، في محاولة لدفع الطلب الكلي وتحسين شروط التمويل، وقد أدى هذا التصريح إلى مزيد من التراجع الواسع في العوائد وأسعار مبادلات الفائدة عبر جميع الآجال، مع تغيرات هامشية فقط في الفروق بينهما، بما يعكس تعديل الأسواق توقعاتها نحو مسار أكثر انخفاضا للفائدة (Hausken & Ncube, 2014, p. 29).

ثانيا: إدراج سندات الخزينة طويلة الأجل.

شكل بيان لجنة السوق المفتوحة الصادر في ديسمبر 2008 أول إشارة رسمية لاعتزام الاحتياطي الفيدرالي شراء سندات خزانة طويلة الأجل، وأكد البيان أن اللجنة تقيم فوائد هذا التوجه في ضوء اضطرابات الأسواق، وقد أدى هذا الإعلان إلى تراجع إضافي في عوائد السندات وأسعار مبادلات الفائدة، خاصة في الآجال التي تتجاوز 5 سنوات، ما يعكس حساسية السندات طويلة الأجل لسلوك السياسة النقدية غير التقليدية. (Blinder, 2010, p. 8)

وفي يناير 2009، أعلنت اللجنة استعدادها لتوسيع برامج شراء ديون الوكالات الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري، والشروع في شراء السندات طويلة الأجل. وعلى غير المتوقع، سجلت الأسواق ارتفاعا ملحوظا في عوائد السندات عبر جميع الآجال، في إشارة إلى أن المشاركين في السوق قد أعادوا تقييم توقعاتهم بشأن أسعار الفائدة قصيرة الأجل، مرجحين مسارا مستقبليا أقل توسعية مما كان متوقعا، أما فروق عوائد السندات وأسعار مبادلات الفائدة فقد انخفضت بشكل طفيف، ما يشير إلى تأثير محدود لقناة إعادة موازنة المحافظ. (Brett & Neely, 2013, p. 60)

ثالثا: الإعلان الرسمي عن بدأ المرحلة الأولى من التيسير الكمي.

أعلنت اللجنة في 18 مارس 2009 إطلاق واحد من أكبر برامج شراء الأصول في تاريخ الاحتياطي الفيدرالي، إذ تقرر (Hausken & Ncube, 2014, p. 34):

- شراء 300 مليار دولار من سندات الخزانة طويلة الأجل خلال الأشهر الستة التالية،
- رفع مشتريات الأوراق المالية المدعمة بالرهن العقاري من 500 مليار دولار إلى 1.25 تريليون دولار،
- زيادة مشتريات ديون الوكالات من 100 مليار دولار إلى 200 مليار دولار.

ورغم أن الأسواق كانت تتوقع هذه الخطوة، فقد أدى الإعلان إلى هبوط حاد في عوائد السندات عبر جميع الآجال، بلغ في السندات المتوسطة والطويلة الأجل نحو 47 نقطة أساس. كما انخفضت أسعار مبادلات الفائدة ولكن بمقادير أقل، ما أدى إلى اتساع الفروق بينهما. ويعكس هذا التفاعل تأثيرا مزدوجا للتيسير الكمي عبر (Blinder, 2010, p. 9):

1–قناة الإشارة: تعديل التوقعات نزولا بشأن أسعار الفائدة المستقبلية؛

2–قناة إعادة موازنة المحافظ: زيادة الطلب على السندات طويلة الأجل نتيجة توسع ميزانية الاحتياطي الفيدرالي.

وفي أغسطس 2009، أعلنت اللجنة تباطؤ وتيرة مشترياتها لتيسير انتقال الأسواق، عبر تمديد فترة الشراء إلى نهاية أكتوبر 2009. وقد تبع ذلك تراجع إضافي متوسط في العوائد وأسعار مبادلات الفائدة، مع بقاء الفروق شبه ثابتة. كما كررت اللجنة التوجه نفسه في سبتمبر 2009 بالنسبة لمشتريات الأوراق المالية المدعمة بالرهن العقاري وديون الوكالات بتمديدها إلى الربع الأول من 2010، ما أدى إلى انخفاض جديد في العوائد وارتفاع طفيف في الفروق، وفي نوفمبر 2009 أعلنت اللجنة خفض سقف مشتريات ديون الوكالات من 200 مليار دولار إلى 175 مليار دولار بسبب محدودية العرض المتاح، وهو إعلان لم يكن له تأثير كبير على مجمل منحنى العائد، باستثناء اختلاف بسيط في تفاعل الآجال، حيث انخفضت العوائد القصيرة وارتفعت العوائد الطويلة بشكل طفيف (Hausken & Ncube, 2014, p. 34).

الجدول رقم (03–03): حجم الأصول المشترات في إطار برنامج التيسير الكمي الأول (QE1).

نوع الأصول	القيمة المشترات (مليار دولار)	النسبة من الاجمالي %
سندات الخزانة طويلة الأجل	300	17.1
أوراق مالية مدعومة بالرهن العقاري	1250	71.4
سندات مؤسسات حكومية	200	11.5
الاجمالي	1750	100

المصدر: من إعداد الباحث بناء على: (FRED, 2024)

ساهمت المرحلة الأولى QE1 في تهدئة الأسواق وخفض فروق العوائد، كما ساعدت على تحسين ميزانيات البنوك، كما تميزت كونها كانت استجابة إنقاذية آنية أكثر منها سياسة تحفيزية، إذ ركزت على إعادة السيولة للنظام المالي قبل التفكير في دعم النمو.

الفرع الثاني: المرحلة الثانية (QE2) (2010-2011).

بعد انتهاء برنامج QE1 لاحظ الاحتياطي الفيدرالي أن الانتعاش الاقتصادي لا يزال هشا، وأن معدلات البطالة بقيت مرتفع لذلك أعلن عن المرحلة الثانية من التيسير الكمي، في نوفمبر 2010.

أولا: الإشارات الأولى لبرنامج QE2 وتفاعل الأسواق المالية.

بدأت بوادر الجولة الثانية من التيسير الكمي في الظهور خلال عام 2010 مع تزايد المخاوف المتعلقة بالاتجاه الانكماشي الذي بات يهدد استقرار الأسعار، ففي 27 أغسطس 2010 أكد رئيس الاحتياطي الفيدرالي بن برنانكي في خطاب رسمي أن خيارات إضافية للتيسير النقدي لا تزال متاحة، وأن الاحتياطي الفدرالي مستعد لاستخدامها للحفاظ على استقرار الأسعار وتوفير دعم إضافي للنشاط الاقتصادي عند الضرورة، غير أن هذه الإشارة لم تحدث تفاعلا ملحوظا في أسواق السندات أو عقود مقايضات أسعار الفائدة، وهو ما يدل على أن الجولة الثانية من التيسير الكمي كانت متوقعة مسبقا في ظل توالي البيانات الاقتصادية السلبية بداية 2010.

وقد أعادت لجنة السوق المفتوحة الفدرالية في بيانها الصادر بتاريخ 21 سبتمبر 2010 تأكيد نيتها إعادة استثمار مدفوعات أصول محفظتها من الأوراق المالية، وهو ما مثل إشارة واضحة إلى استمرار السياسة النقدية التيسيرية، وقد أدى هذا الإعلان إلى انخفاض إضافي في عوائد سندات الخزانة وأسعار مبادلات الفائدة لا سيما بالنسبة للآجال التي تتجاوز 5 سنوات، إن صياغة البيان حملت نبرة جديدة أوحت للسوق بأن الاحتياطي الفيدرالي يتجه نحو توسيع مشترياته من سندات الخزانة طويلة الأجل، مما عزز التوقعات بتحفيز إضافي قادم (Hausken & Ncube, 2014, p. 35).

ثانيا: الإعلان الرسمي عن QE2 وضعف تأثيره على منحنى العائد.

تم الإعلان الرسمي عن الجولة الثانية من التيسير الكمي عقب اجتماع لجنة السوق المفتوحة في 3 نوفمبر 2010، وقد تضمن القرار شراء 600 مليار دولار من سندات الخزانة طويلة الأجل بمعدل يقارب 75 مليار دولار شهريا، في محاولة صريحة لخفض أسعار الفائدة طويلة الأجل وتعزيز الشروط الائتمانية، ومع ذلك جاء تأثير الإعلان محدودا نظرا لأن الأسواق كانت قد استوعبت بالفعل احتمال توسيع برنامج شراء السندات، فقد أظهرت الدراسات أن خبراء الاقتصاد كانوا يتوقعون برنامجا بحجم يصل إلى 750 مليار دولار، وهو ما جعل القرار الفعلي أقل من توقعات السوق، وبالتالي أدى إلى ارتفاع معتدل في عوائد السندات وأسعار OIS للآجال التي تفوق عشر سنوات (Kirchner, 2019, p. 4).

ورغم أن QE2 ساهم في تحسين أوضاع الأسواق المالية ورفع أسعار الأسهم والسندات، إلا أن أثره على الاقتصاد الحقيقي ظل محدودا إذ لم يتحقق تحسن كبير في التوظيف أو في معدلات التضخم، كما واجه البرنامج انتقادات من بعض الاقتصاديين الذين رأوا أنه ساهم في تضخيم فقاعات الأصول ورفع أسعار السلع الأولية دون أثر ملموس على النشاط الإنتاجي (Brett & Neely, 2013, p. 57).

الشكل رقم (03-07): تطور إجمالي أصول الاحتياطي الفيدرالي خلال برنامج QE2 (2010-2012).



المصدر: (FRED, Assets: Total Assets, 2024)

يظهر الشكل تطور الميزانية العمومية للاحتياطي الفدرالي الأمريكي خلال فترة تنفيذ برنامج التيسير الكمي الثاني، ويلاحظ من المنحنى أن إجمالي الأصول بدأ عند مستوى يقارب 2.25 تريليون دولار مطلع سنة 2010، ثم عرف اتجاها تصاعديا واضحا منذ بداية تنفيذ البرنامج في نوفمبر 2010، الذي تزامن مع شروع الفدرالي في شراء سندات الخزانة طويلة الأجل بقيمة 600 مليار دولار.

يتبين من المنحنى أن إجمالي الأصول بقي شبه مستقر خلال الأشهر الأولى من سنة 2010، قبل أن ينطلق في مسار ارتفاع حاد مع بداية 2011، ليصل إلى حدود 2.8 تريليون دولار منتصف السنة نفسها وهو ما يعكس وتيرة توسع سريعة في عمليات شراء الأصول، وتعد هذه القفزة من أبرز آثار برنامج التيسير الكمي الثاني الذي استهدف ضخ سيولة نوعية في الأسواق المالية، بهدف خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل وتحفيز النشاط الاقتصادي في ظل تباطؤ التعافي بعد أزمة الرهن العقاري.

بعد الوصول إلى الذروة الأولى منتصف 2011، يظهر الشكل حركة تصحيحية طفيفة وانخفاضا محدودا في إجمالي الأصول خلال النصف الثاني من 2011، وهو ما يعود سببه إلى انتهاء الجزء الأكبر من البرنامج الأساسي واستقرار عمليات الشراء الإضافية، ومع ذلك بقي مستوى الأصول مرتفعا مقارنة ببداية الفترة، ما يبرز أن الفدرالي حافظ على الحجم الموسع لميزانيته كجزء من سياسته لدعم الاستقرار المالي.

الفرع الثالث: المرحلة الثالثة (QE3) (2012-2014).

على الرغم من الجهود السابقة ظل معدل البطالة مرتفعا ويتوقع العديد من أعضاء لجنة السوق المفتوحة أن يبقى معدل البطالة أعلى بكثير من تقديراتهم لمستواه الطبيعي على المدى الطويل، ولذلك تشير محاضر اللجنة إلى أن مزيدا من التيسير النقدي سيكون ضروريا قريبا لتحسين أوضاع سوق العمل، وقد أعقب نشر محاضر اللجنة في أوت 2012 انخفاض معتدل بنحو 10 نقاط أساس في عوائد سندات الخزانة متوسطة وطويلة الأجل، وسجلت أسعار مقايضات أسعار الفائدة النمط نفسه، مما جعل فروق العوائد بين السندات وأسعار مقايضات أسعار الفائدة عبر الآجال المختلفة تبقى تقريبا دون تغيير.

وبعد اجتماعها بتاريخ 13 سبتمبر 2012 أعلنت لجنة السوق المفتوحة برنامجا جديدا لشراء 40 مليار دولار شهريا من الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية التابعة للوكالات الحكومية، ويتميز هذا البرنامج بأنه مفتوح المدة، أي أنه سيستمر في ظل استقرار الأسعار إلى حين حدوث تحسن كبير في أوضاع سوق العمل، ونظرا لأن هذا التيسير النقدي الإضافي كان متوقعا على نطاق واسع، فإن الإعلان الفعلي عن برنامج التيسير الكمي الثالث لم يؤد إلى انخفاض إضافي في أسعار الفائدة، بل على العكس فقد ارتفعت عوائد سندات الخزانة وأسعار مقايضات أسعار الفائدة عبر معظم الآجال عقب الإعلان (Kirchner, 2019, p. 5).

ولتعزيز التقدم نحو تحقيق أقصى مستوى للتوظيف واستقرار الأسعار، قررت اللجنة مواصلة شراء سندات الخزانة طويلة الأجل بوتيرة 45 مليار دولار شهريا، وكما هو الحال في مشتريات الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية، ستستمر مشتريات سندات الخزانة طويلة الأجل بهذا الحجم إلى أن يزداد قوة التعافي الاقتصادي، وبذلك سيقوم الاحتياطي الفيدرالي في إطارQE3 بشراء 85 مليار دولار من الأصول شهريا لفترة غير قصيرة.

الجدول رقم (03-04): تطور حجم المشتريات الشهرية خلال برنامج (QE3) (2012-2014).

السنة	الخزانة (مليار دولار)	مشتريات سندات الرهن العقاري (مليار دولار)	الاجمالي الشهري
2012	0	40	40
2013	45	40	85
2014	35	35	70

المصدر: من إعداد الباحث بناء على (Hausken & Ncube, 2014, p. 57)

وعلى الرغم من ضخامة حجم الأصول التي سيجري شراؤها، لم يتمكن الإعلان عن QE3 من خفض عوائد سندات الخزانة بشكل فعال، فقد سجلت العوائد طويلة الأجل وأسعار مقايضات أسعار الفائدة المقابلة لها ارتفاعا تراكميا طفيفا عبر مجموعة الأحداث المرتبطة بـ هذه المرحلة من البرنامج، وهو أمر مفاجئ بالنظر إلى أن الهدف الأساسي للبرنامج يتمثل في خفض العوائد طويلة الأجل لتحفيز الاقتصاد (Hausken & Ncube, 2014, p. 37).

الفرع الرابع: عمليات تويست.

تشير المؤشرات الاقتصادية التي صدرت خلال صيف 2011 إلى استمرار الضعف في النمو الاقتصادي وتدهور أوضاع سوق العمل، استجابة لذلك قرر الاحتياطي الفيدرالي تمديد متوسط آجال استحقاق محفظته من الأوراق المالية، من خلال شراء 400 مليار دولار من سندات الخزانة التي تتراوح آجال استحقاقها المتبقية بين 6 و30 سنة، مقابل بيع كمية مماثلة من سندات الخزانة التي تقل آجالها المتبقية عن ثلاث سنوات، ويهدف هذا الإجراء المعروف باسم عملية تويست إلى ممارسة ضغوط هبوطية على أسعار الفائدة طويلة الأجل وتقليل الفجوة بينها وبين أسعار الفائدة قصيرة الأجل.

وعلى الرغم من أن عملية تويست لا تؤدي إلى توسيع القاعدة النقدية، فإن الإعلان عنها نجح في خفض أسعار الفائدة طويلة الأجل بشكل واضح، فقد انخفضت عوائد سندات الخزانة الأمريكية لأجل 20 و30 سنة بشكل كبير بمقدار 34 و42 نقطة أساس على التوالي، كما انخفضت عوائد السندات متوسطة الأجل التي تتراوح آجالها بين 5 و10 سنوات بشكل ملحوظ عقب الإعلان (Hausken & Ncube, 2014, p. 36).

وتشير عملية تفكيك مكونات هذه التغيرات، إلى أن الانخفاض في أسعار الفائدة طويلة الأجل يعود أساسا إلى تراجع توقعات الأسواق بشأن أسعار الفائدة قصيرة الأجل المستقبلية، وليس إلى انخفاض علاوة الأجل.

وفي محاولة لجعل الأوضاع المالية أكثر تيسيرا بشكل عام قرر الاحتياطي الفيدرالي تمديد برنامج عملية تويست، من خلال إضافة مشتريات ومبيعات إضافية بقيمة 267 مليار دولار وبذلك امتد البرنامج طوال عام 2012، إلا أن تمديد البرنامج لم يكن بفعالية الإعلان الأول من حيث خفض أسعار الفائدة طويلة الأجل، إذ بقيت كل من عوائد سندات الخزانة وأسعار مقايضات أسعار الفائدة دون تغير يذكر عند صدور الخبر (Kirchner, 2019, p. 4).

وبصورة إجمالية، أدت الأحداث المرتبطة بعملية تويست إلى خفض عوائد السندات الأمريكية طويلة الأجل بنحو 40 نقطة أساس، والسندات متوسطة الأجل بنحو 20 نقطة أساس، دون أن تتسبب في ارتفاع يذكر في عوائد السندات قصيرة الأجل، وتظهر الأدلة أن قناة الإشارة كانت هي الآلية الأساسية لانتقال أثر البرنامج، في حين لا يوجد دليل يدعم تأثير قناة إعادة توازن المحافظ.

الجدول رقم (03-05): ملخص جولات التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية (2009-2014).

الفترة	مشتريات الأصول (مليار دولار أمريكي)	المساهمة في الناتج الداخلي الخام %
المرحلة الأولى Q1	1750	%12
المرحلة الثانية Q2	600	%4
المرحلة الثالثة Q3	1500	%9

عمليات تويست	667	%4
المجموع	4517	%29

المصدر: (Kirchner, 2019, p. 5)

يظهر ملخص برامج التيسير الكمي في الولايات المتحدة خلال الفترة 2009-2014 أن الحجم الإجمالي لمشتريات الأصول خلال مختلف الجولات والبرامج بلغ حوالي 4.5 تريليون دولار، وهو ما يعادل نحو 29% من الناتج الداخلي الخام الأمريكي، وتبرز المرحلة الأولى QE1 باعتبارها الأكثر توسعا والأقوى تأثيرا حيث مثلت وحدها شراء أصول بقيمة 1.75 تريليون دولار، أي ما يعادل 12% من الناتج الداخلي الخام، وهو ما يعكس الطابع الاستعجالي للتدخل الذي جاء في ذروة الأزمة المالية بهدف استعادة استقرار الأسواق وتخفيف الانكماش الحاد في السيولة.

أما المرحلة الثانية QE2 فتميزت بحجم أقل بكثير (600 مليار دولار)، وبمساهمة لا تتجاوز 4% من الناتج الداخلي الخام، وهو ما يفسر التأثير المحدود لهذه الجولة على عوائد السندات ومستويات الفائدة مقارنة بالجولة الأولى، ورغم توسع المشتريات في QE3 لتبلغ 1.5 تريليون دولار (حوالي 9% من الناتج الداخلي الخام)، إلا أن تأثيرها الفعلي على خفض العوائد كان متواضعا نسبيا، بسبب استيعاب الأسواق المسبق لهذه السياسة وتراجع فعالية قنوات انتقالها.

وتشير نتائج عملية تويست التي بلغت قيمتها 667 مليار دولار دون توسع في الميزانية العمومية، إلى أن عمليات إعادة تركيب محفظة السندات وحدها قادرة على التأثير في الأجل الطويل لكنها تبقى أقل فعالية من التوسع المباشر في الأصول، وهو ما يؤكده انخفاض محدود بلغ 4% فقط من الناتج الداخلي الخام، وبشكل عام تظهر البيانات أن المرحلة الأولى QE1 كانت مسؤولة عن الجزء الأكبر من تخفيف الضغوط المالية وخفض العوائد طويلة الأجل، بينما كانت مساهمة المراحل اللاحقة تدريجية وضعيفة مما يعكس تآكل فعالية التيسير الكمي بمرور الوقت نتيجة تعود الأسواق وتراجع عنصر المفاجأة.

المطلب الثالث: آثار سياسة التيسير الكمي وتقييم نتائجها الاقتصادية

أحدثت سياسة التيسير الكمي التي تبناها مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي منذ أواخر سنة 2008 تحولا عميقا في طريقة إدارة السياسة النقدية داخل الاقتصاد الأكبر في العالم، وبعد ثلاث مراحل رئيسية من التطبيق (QE1)، (QE2)، (QE3) إلى جانب عملية تويست، أصبح من الممكن تقييم هذه التجربة من حيث نتائجها الاقتصادية والمالية ومدى تحقيقها لأهدافها المعلنة في استعادة الاستقرار والنمو.

الفرع الأول: الآثار على المتغيرات الاقتصادية الكلية (النمو، البطالة، التضخم)

أحد الأهداف الرئيسة للتيسير الكمي كان تحفيز الطلب الكلي ودفع الاقتصاد إلى التعافي وتشير بيانات صندوق النقد الدولي إلى أن معدل النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي ارتفع من -2.6 % في 2009 إلى 2.5 % في 2010 ثم 2.9 % في 2015 (البنك الدولي، 2024).

كما تراجع معدل البطالة من 9.3 % في 2009 إلى 5.3 % في 2015 نتيجة التحفيز الائتماني وتحسن النشاط في القطاعات الإنتاجية والخدمية (البنك الدولي، 2024).

الجدول رقم (03–06): تطور معدل نمو إجمالي الناتج المحلي للولايات المتحدة (2008–2015).

السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
المعدل	0.1	2.6-	2.7	1.6	2.3	2.1	2.5	2.9

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على (البنك الدولي، 2024).

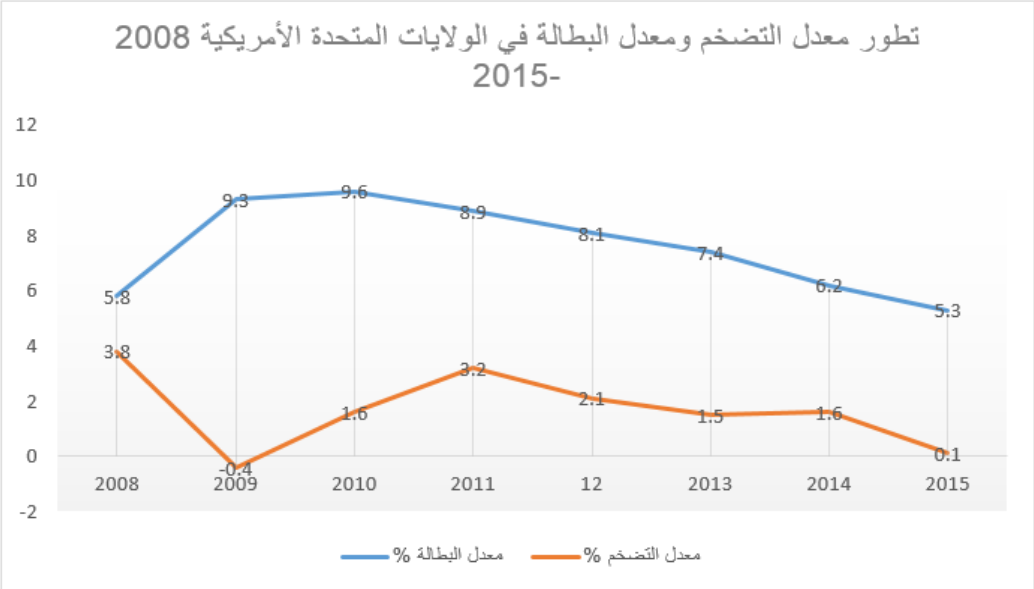
يعكس الجدول تذبذبا واضحا في معدل الأداء الاقتصادي خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى 2015، بما يعكس تأثيرات الأزمة المالية العالمية ثم مسار التعافي التدريجي، فقد بدأ المعدل عند 0.1% في 2008 وهو مستوى شبه راكد يعكس بداية الأزمة المالية العالمية وتباطؤ النشاط الاقتصادي، وفي 2009 سجل المعدل انكماشا حادا بلغ –2.6% وهو أدنى مستوى في السلسلة، نتيجة الانهيار الكبير في الطلب الكلي وتراجع الاستثمار وتجميد أسواق الائتمان خلال ذروة الأزمة المالية.

ومع اعتماد برامج التحفيز المالي والتيسير الكمي في الولايات المتحدة وغيرها من الاقتصادات المتقدمة، بدأ النمو في 2010 يسجل انتعاشا ملحوظا بلغ 2.7%، ما يشير إلى التعافي الأولي المستند إلى سياسة نقدية توسعية وضخ سيولة كبيرة في الأسواق، إلا أن هذا التعافي فقد بعض زخمه في 2011 حيث تراجع المعدل إلى 1.6%.

وفي الفترة 2012–2014 يلاحظ تحسن تدريجي ومستقر في النمو، حيث ارتفع المعدل من 2.3% إلى 2.5%، وهو ما يعكس أثر استمرار السياسات التوسعية للاحتياطي الفيدرالي (QE2، QE3، عمليات تويست) وتحسن الثقة في الأسواق، إضافة إلى إعادة هيكلة القطاع المالي وعودة النشاط الاستثماري تدريجيا، ليصل معدل النمو في 2015 إلى 2.9% وهو أعلى مستوى في السلسلة، بما يدل على دخول الاقتصاد في مرحلة تعاف أقوى.

في المقابل بقي معدل التضخم دون المستوى المستهدف (2٪)، ما يعكس أن التوسع النقدي الكبير لم يؤد إلى ضغوط تضخمية ملموسة بل ساهم في تثبيت الأسعار ومنع الانكماش السعري، وهو ما يدل على أن الفيدرالي نجح في تحقيق الاستقرار السعري مع استعادة النمو، وهو مزيج نادر في ظروف أزمات مالية عميقة (Brett & Neely, 2013, p. 63).

الشكل رقم (03–08): تطور معدلات البطالة والتضخم في الولايات المتحدة (2008–2015).



المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على (البنك الدولي، 2024)

يبرز الشكل مسارين مختلفين بوضوح وهما تراجع البطالة من 9.3% في 2009 إلى نحو 5% في 2015، مقابل بقاء التضخم مستقرا ضمن نطاق 1.5 إلى 2% في أغلب الفترات، هذا الاتجاه يعكس نجاح السياسة النقدية في تحقيق هدف مزدوج يتمثل في دعم التشغيل مع الحفاظ على استقرار الأسعار.

يظهر المنحنى أن زيادة القاعدة النقدية لم تؤد إلى تضخم مفرط كما كان يخشى بعض الاقتصاديين، بل سمحت بتجنب دوامة انكماش الأسعار، إن هذا التوازن يؤكد فعالية التيسير الكمي كأداة استقرار قصيرة الأمد رغم محدودية أثره في تحفيز الإنتاجية على المدى الطويل.

الفرع الثاني: الآثار على الأسواق المالية وسوق الأصول.

أثر التيسير الكمي بعمق على الأسواق المالية الأمريكية من خلال خفض العوائد طويلة الأجل ورفع أسعار الأصول، فقد تراجعت عوائد سندات الخزانة لعشر سنوات من حوالي 4٪ سنة 2008 إلى أقل من 2٪ سنة 2012، في حين ارتفع مؤشر S&P 500بأكثر من 200٪ بين 2009 و2015، كما تحسنت مستويات السيولة في أسواق المال وارتفع الإقراض بين البنوك ما ساهم في استعادة الأداء الطبيعي للأسواق المالية، هذه التطورات حسنت الثروة المالية للأسر ودفعت الاستهلاك، لكنها أثارت أيضا مخاوف من تضخم فقاعات أصول (Federal Reserve, 2024).

الجدول رقم (03–07): أثر التيسير الكمي على مؤشرات الأسواق المالية الأمريكية.

المؤشر	2009	2015	التغير %
عائد سندات 10 سنوات	4.0	1.9	52.5–

مؤشر S&P 500	735	2100	210
السيولة المصرفية (مليار دولار)	900	2600	188

المصدر: (Federal Reserve, 2024)

تظهر هذه المؤشرات أن السياسة ساعدت على تحسين الثروة المالية للأسر والشركات، وهو ما انعكس إيجابيا على الاستهلاك والاستثمار.لكن في المقابل، أثارت هذه الزيادات السريعة في أسعار الأصول مخاوف من تكون فقاعات مالية جديدة في أسواق الأسهم والعقارات. (Olsen, 2014)

الشكل رقم (03–09): تطور مؤشر S&P 500 قبل وبعد تطبيق برامج التيسير الكمي (2008–2015).



المصدر: (Federal Reserve, 2024)

يظهر الشكل ارتفاعا تدريجيا لمؤشر S&P 500 من نحو 735 نقطة في مارس 2009 إلى أكثر من 2100 نقطة سنة 2015، ما يعكس تحسنا كبيرا في تقييمات الأسهم، وقد تزامن هذا الاتجاه مع توسع برامج شراء الأصول وضخ السيولة في الأسواق المالية، كما يشير المنحنى إلى أن سياسة التيسير الكمي أسهمت في إعادة تسعير المخاطر المالية وخفض العوائد البديلة مما حفز المستثمرين على التوجه نحو الأسهم، لكن الانتعاش في أسواق الأصول كان ذا طابع مالي أكثر منه إنتاجي ما ساهم في زيادة التفاوت في توزيع الثروة بين الفئات الاجتماعية (Olsen, 2014).

الفرع الثالث: الانعكاسات الخارجية للتيسير الكمي على سعر الصرف:

يوضح الجدول رقم (03–08) تأخر ظهور آثار البرنامج الأول للتيسير الكمي حتى منتصف عام 2009، كما سجلت مؤشرات سعر صرف الدولار الثلاثة انخفاضا ملحوظا ابتداء من الربع الثاني لعام 2009، واستمر هذا الانخفاض خلال الربعين الثالث والرابع من السنة نفسها، وظهر الانخفاض الأكبر في مؤشر سعر الصرف أمام العملات الرئيسية بنحو 12%، ويعود

سبب ذلك إلى ضخامة حجم برنامج التيسير الكمي في الولايات المتحدة مقارنة بنظيراتها في بريطانيا والاتحاد الأوروبي واليابان، مما جعل تأثيره واضحا على قيمة الدولار مقابل العملات الرئيسة (دبا، أثر إجراءات التيسير الكمي للولايات المتحدة في الأسواق الناشئة (رسالة ماجستير)، 2018، صفحة 88).

الجدول رقم (03-08): الأرقام القياسية لمؤشرات سعر صرف الدولار الأمريكي 2008-2015

العام	الربع	مؤشر سعر صرف الدولار			العام	الربع	مؤشر سعر صرف الدولار		
		أمام الشركاء التجاريين	أمام العملات الرئيسية	الواسع			أمام الشركاء التجاريين	أمام العملات الرئيسية	الواسع
2008	Q1	124.7194	72.0506	97.4606	2012	Q1	126.9459	72.8818	98.8701
	Q2	122.6422	70.8479	95.8365		Q2	129.5290	73.9529	100.6386
	Q3	123.3558	73.4995	97.8535		Q3	129.2500	74.0425	100.5683
	Q4	136.4144	81.5149	108.3642		Q4	127.2266	73.2049	99.1846
2009	Q1	140.9904	82.9466	111.1223	2013	Q1	126.4006	74.8575	99.7705
	Q2	136.2069	79.5737	106.9985		Q2	126.6896	76.4875	100.8288
	Q3	134.3594	75.3304	103.5505		Q3	129.0976	76.5217	101.9383
	Q4	131.9577	72.8593	100.9785		Q4	128.8347	75.7867	101.3998
2010	Q1	131.6728	74.8551	102.1113	2014	Q1	130.7854	76.9268	102.9307
	Q2	131.1947	77.6275	103.5668		Q2	130.2856	76.3913	102.3992
	Q3	130.8834	75.8692	102.3829		Q3	130.3499	77.8663	103.2675
	Q4	127.6611	72.9436	99.2241		Q4	134.9317	82.6131	108.0313
2011	Q1	125.8453	71.8636	97.7913	2015	Q1	140.5613	89.4930	114.4352
	Q2	123.3019	69.5283	95.2843		Q2	140.7998	89.9598	114.8020
	Q3	124.4350	69.7452	95.9042		Q3	147.6433	91.7993	118.9837
	Q4	129.3932	72.3504	99.6202		Q4	150.2392	93.1124	120.9141

المصدر: (دبا، 2018، صفحة 89).

عام الأساس:

- 1997 بالنسبة لمؤشر سعر صرف الدولار أمام الشركاء التجاريين.
- 1973 بالنسبة لمؤشر سعر صرف الدولار أمام العملات الرئيسية.
- 1997 بالنسبة لمؤشر سعر صرف الدولار الواسع.

أما مؤشر سعر الصرف أمام الشركاء التجاريين فكان الأقل انخفاضا بنسبة 6.4% فقط خلال الفترة ذاتها، وهو ما يعكس تأثر عملات الشركاء التجاريين بالأزمة المالية العالمية بصورة أكبر، إضافة إلى احتمال قيام بعض هذه الدول بتبني إجراءات نقدية خاصة أثرت في أسعار صرف عملاتها، وهو ما بدا واضحا في تلك المرحلة.

وفيما يتعلق بالبرنامج الثاني للتيسير الكمي الذي أطلق أواخر عام 2010 فقد كانت آثاره أقل مقارنة بالبرنامج الأول، إذ بدأت مؤشرات سعر الصرف بالتراجع خلال الربع الأخير من 2010 واستمر الانخفاض خلال الربعين الأول والثاني من 2011، ومرة أخرى كان مؤشر سعر الصرف أمام العملات الرئيسية الأكثر انخفاضا بنسبة بلغت نحو 8%، ويرجع هذا الانخفاض إلى أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو التي ضغطت على قيمة اليورو والجنيه الإسترليني، بينما تراجع مؤشر سعر الصرف أمام الشركاء التجاريين بنسبة 5.7% فقط وهي نسبة مقاربة لما حدث بعد البرنامج الأول، الأمر الذي يعكس استمرار حرب العملات ومحاولات الشركاء التجاريين مجاراة تراجع الدولار من خلال اتخاذ إجراءات نقدية مقابلة، خصوصا الدول التي ترتبط عملاتها به.

أما البرنامج الثالث للتيسير الكمي الذي انطلق أواخر عام 2012 فقد كانت آثاره على سعر صرف الدولار محدودة نسبيا، وذلك بسبب صغر حجم عمليات الشراء وانتظامها، حيث بلغ متوسطها نحو 85 مليار دولار شهريا، وبعد انتهاء برامج التيسير الكمي الثلاثة شهدت مؤشرات سعر الصرف الاسمية للدولار ارتفاعات كبيرة تراوحت بين 15% و20% خلال الفترة الممتدة من الربع الرابع لعام 2014 إلى الربع الرابع لعام 2015، تزامنا مع التخفيض التدريجي لحجم الأصول المشترات وبدء انتشار التوقعات حول رفع الاحتياطي الفيدرالي لأسعار الفائدة، مما عزز جاذبية الدولار ودفعه إلى الارتفاع (دبا، 2018، الصفحات 88-89).

لقد كانت التجربة الأمريكية بمثابة المختبر الأول لسياسة التيسير الكمي على الصعيد العالمي، إذ تحولت من استجابة وطنية لأزمة محلية إلى نموذج يحتذى به من قبل العديد من البنوك المركزية حول العالم، ومن بين أبرز من اقتبسوا هذه التجربة بنك إنجلترا، الذي سارع إلى اعتماد سياسة مماثلة مطلع سنة 2009 مع تعديلات تتلاءم مع طبيعة الاقتصاد البريطاني.

المبحث الثالث: تجربة بريطانيا في التيسير الكمي.

شهدت المملكة المتحدة خلال الأزمة المالية العالمية 2008 واحدة من أعقد المراحل الاقتصادية في تاريخها الحديث، حيث تزامن انهيار النشاط الاقتصادي مع اضطراب عميق في أسواق المال وتراجع غير مسبوق في فعالية السياسة النقدية التقليدية، ومع دخول الاقتصاد البريطاني مرحلة ركود حاد وبلوغه الحد الأدنى الفعال لسعر الفائدة، وجد بنك إنجلترا نفسه أمام تحد استثنائي استدعى تبني أدوات غير تقليدية لإنقاذ الاقتصاد ودعم النظام المالي، وفي هذا السياق برزت سياسة التيسير الكمي كأحد أهم التدخلات النقدية التي شكلت منعطفا في توجهات البنك المركزي.

المطلب الأول: الظروف الاقتصادية السابقة لإطلاق برنامج التيسير الكمي في بريطانيا (2008–2009).

مع اندلاع الأزمة المالية العالمية في 2008 دخل الاقتصاد البريطاني مرحلة حساسة اتسمت بتراجع الثقة في النظام المصرفي وتباطؤ حاد في مؤشرات النشاط الاقتصادي، وقد كشفت هذه التطورات هشاشة البنية المالية القائمة واعتمادها المفرط على الائتمان والقطاع المصرفي، مما أدى إلى انتقال سريع للأزمة من الولايات المتحدة إلى المملكة المتحدة، وفي ظل تفاقم الانكماش الائتماني وبلوغ أسعار الفائدة مستويات غير فعالة، برزت الحاجة الملحة إلى تبني أدوات نقدية جديدة وهو ما مهد الطريق لاعتماد برنامج التيسير الكمي كاستجابة استثنائية للظروف الاقتصادية الطارئة.

الفرع الأول: السياق الاقتصادي والمالي قبل الأزمة.

شهدت المملكة المتحدة خلال النصف الأول من العقد الأول من الألفية الثالثة فترة توسع اقتصادي ملحوظ، اتسم بنمو قوي في القطاع المالي والعقاري وارتفاع ملحوظ في معدلات الاقتراض الأسري وتزايد الاعتماد على الخدمات المالية كمحرك رئيسي للنمو، غير أن هذا النمو كان هشا بطبيعته إذ ارتكز على مستويات مفرطة من المديونية الخاصة والابتكارات المالية عالية المخاطر التي ربطت النظام المالي البريطاني ارتباطا وثيقا بالأسواق الأمريكية.

في عام 2007 بدأ التباطؤ الاقتصادي يظهر تدريجيا مع تفاقم أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة، والتي سرعان ما انتقلت إلى بريطانيا من خلال انكشاف المؤسسات المصرفية البريطانية على الأصول الأمريكية السامة، وقد مثل انهيار بنك " نورثرن روك "في سبتمبر 2007 أول صدمة مالية محلية عميقة منذ عقود، أعقبها تراجع حاد في الثقة داخل القطاع المصرفي ما دفع الحكومة والبنك المركزي إلى اتخاذ إجراءات استثنائية لتأمين الودائع وضمان السيولة (Joyce & Tong, 2011, p. 200).

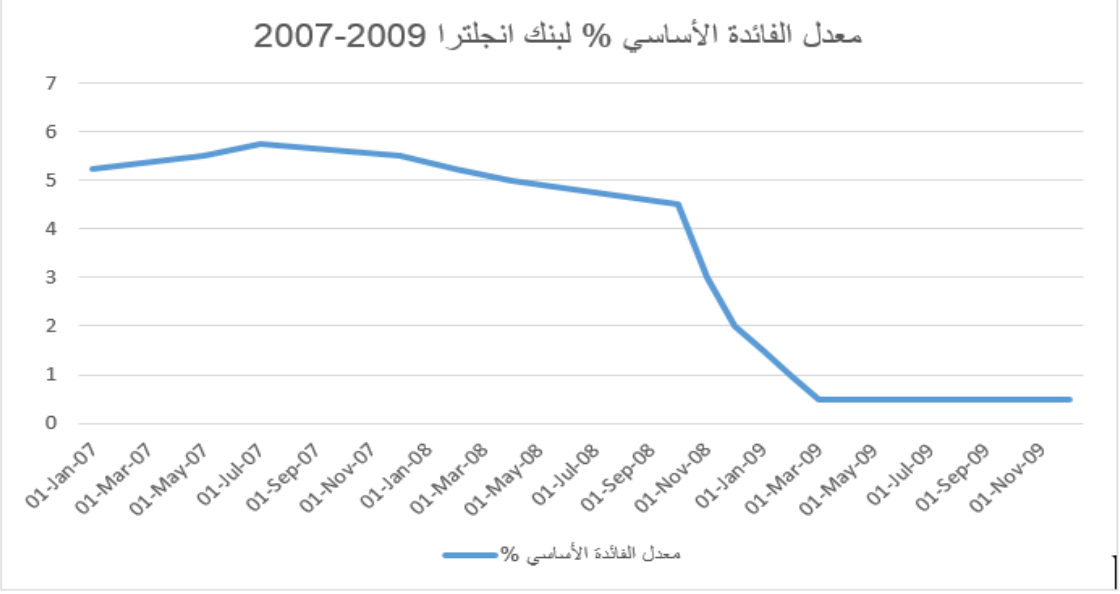
بلغ الناتج المحلي الإجمالي ذروته في الربع الأول من عام 2008 قبل أن يبدأ في الانكماش المستمر خلال الأرباع التالية، ومع نهاية العام نفسه دخل الاقتصاد البريطاني رسميا في حالة ركود، إذ انكمش الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنحو 2.1% مقارنة بالسنة السابقة، ظل الناتج المحلي البريطاني في ارتفاع مستمر حتى منتصف عام 2008، حيث بلغ نحو 520 مليار جنيه إسترليني قبل أن يشهد انخفاضا حادا خلال العام 2009 إلى ما دون 500 مليار جنيه، هذا التراجع الحاد يعكس انتقال الأزمة المالية إلى الاقتصاد الحقيقي من خلال تقلص الاستثمار وانخفاض الصادرات وضعف الطلب الاستهلاكي الداخلي (Bridges & Thomas, 2012, p. 6).

الفرع الثاني. ضعف أدوات السياسة النقدية التقليدية.

مع تفاقم الأزمة لجأ بنك إنجلترا إلى خفض سعر الفائدة الأساسي بشكل حاد وتدريجيا من 5.75% في منتصف 2007 إلى 0.5% في مارس 2009، حيث تم تخفيضه بمقدار 3نقاط مئوية سنة 2008، وبمقدار 1.5 نقطة مئوية سنة 2009، وهو أدنى مستوى تاريخي منذ تأسيس البنك ومع ذلك لم تنجح هذه السياسة في إعادة النشاط الاقتصادي، لأن النظام

المصرفي كان يعاني من أزمة ثقة حادة حالت دون انتقال أثر خفض الفائدة إلى الاقتصاد الحقيقي، إضافة إلى ذلك فقد شهدت الأسواق المالية البريطانية تجمدا شبه كامل في أسواق الإقراض ما بين البنوك، وارتفاعا في فروقات العوائد بين السندات الحكومية والخاصة ما أدى إلى شلل شبه تام في عملية خلق الائتمان (Fatouh & al, 2019, pp. 1-2).

الشكل رقم (03-10): تطور سعر الفائدة الأساسي لبنك إنجلترا (2007-2009).



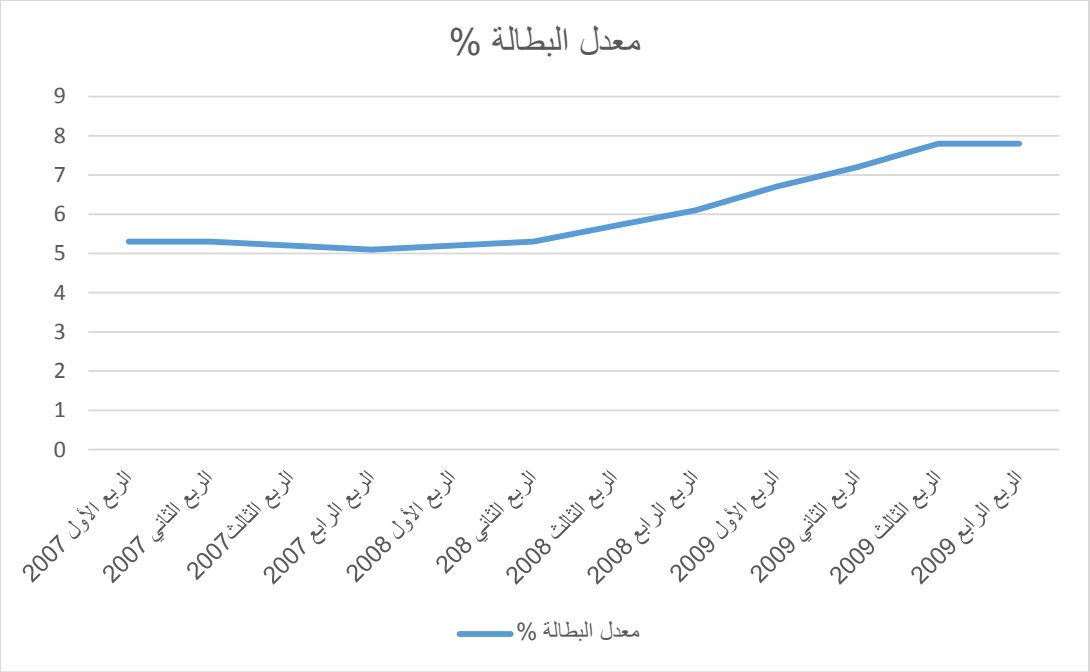
المصدر: (Bank of England, 2024)

يبين المنحنى الانحدار السريع في معدل الفائدة الرسمي لبنك إنجلترا من 5.75% سنة 2007 إلى 0.5% سنة 2009، هذا الانخفاض الكبير يعكس محاولة بنك إنجلترا احتواء التراجع الحاد في النشاط الاقتصادي، إلا أن ما يلاحظ هو فقدان فعالية السياسة النقدية التقليدية بسبب دخول الاقتصاد منطقة "فخ السيولة"، حيث يصبح خفض الفائدة غير كاف لتحفيز الاقتراض أو الإنفاق (Joyce & Tong, 2011, p. 201).

تزامن الركود الاقتصادي مع ارتفاع حاد في البطالة من 5.3% سنة 2007 إلى 7.6% سنة 2009، وهو ما يعادل فقدان أكثر من مليون وظيفة خلال عامين فقط (ONS, 2023).

كما تقلص الإقراض الموجه للشركات الصغيرة والمتوسطة بنحو 20%، في حين ارتفعت معدلات التخلف عن السداد في القطاع العقاري، وأدى ذلك إلى موجة من الانكماش الائتماني دفعت السلطات البريطانية إلى التفكير في أدوات غير تقليدية لإعادة تنشيط النظام المالي.

الشكل رقم (03-11): تطور معدل البطالة في المملكة المتحدة (2007-2009).



المصدر: (ONS, 2023).

من الشكل يتضح أن معدل البطالة بدأ يرتفع بسرعة منذ الربع الثالث من 2008 متأثرا بانكماش القطاعات الصناعية والخدمية،

وقد ساهم ضعف الطلب الكلي وانكماش الائتمان في تعميق الركود، مما جعل بنك إنجلترا يقر بأن السياسات النقدية التقليدية فقدت فاعليتها، وأن الحل يكمن في ضخ السيولة بشكل مباشر في الأسواق من خلال برنامج شراء الأصول.

يتضح من التحليل السابق أن بريطانيا كانت في نهاية عام 2008 تواجه أزمة مركبة من ركود اقتصادي، انكماش ائتماني، بطالة مرتفعة، وأسواق مالية مشلولة، هذه الظروف مجتمعة دفعت بنك إنجلترا إلى إطلاق أول برنامج تيسير كمي في مارس 2009 كوسيلة غير تقليدية لتوسيع القاعدة النقدية وخفض العوائد طويلة الأجل، وتحفيز الطلب الكلي بعد استنفاد أدوات السياسة التقليدية.

الفرع الثالث: الدوافع المباشرة لإطلاق التيسير الكمي في بريطانيا.

بحلول الربع الأول من عام 2009 أصبح واضحا لصانعي القرار في بنك إنجلترا أن الاقتصاد البريطاني يواجه ركودا عميقا غير مسبوق منذ ثلاثينيات القرن الماضي، فقد انهارت الثقة في النظام المصرفي وتراجعت أسعار الأصول وأصبح عرض النقود يتقلص بوتيرة خطيرة، وفي ظل وصول سعر الفائدة إلى الحد الأدنى الممكن (0.5%)، لم يعد أمام السلطات النقدية سوى اللجوء إلى سياسات غير تقليدية أبرزها التيسير الكمي كوسيلة مباشرة لزيادة السيولة وتحفيز الإقراض. (Joyce & Tong, 2011, p. 201)

أعلن بنك إنجلترا في مارس 2009 عن إطلاق برنامج شراء الأصول بمبلغ مبدئي قدره 75 مليار جنيه إسترليني، تركزت مشترياته على السندات الحكومية البريطانية طويلة الأجل، وقد أشار التقرير الرسمي الصادر آنذاك إلى أن الهدف من البرنامج هو زيادة كمية النقود المتداولة في الاقتصاد البريطاني، وتشجيع البنوك على زيادة الإقراض للأسر والشركات، بهدف دعم النشاط الاقتصادي العام واستقرار الأسعار على المدى المتوسط، وقد مثل هذا الإعلان تحولا جذريا في فلسفة السياسة النقدية البريطانية، إذ انتقلت من إدارة سعر الفائدة إلى إدارة الكتلة النقدية مباشرة من خلال ميزانية بنك إنجلترا (Hausken & Ncube, 2014, p. 43).

جرى تنفيذ برنامج التيسير الكمي ضمن إطار مؤسسي محدد يجمع بين بنك إنجلترا ووزارة الخزانة في المملكة المتحدة، حيث أنشئ ما يعرف بـ برنامج شراء الأصول كمكون منفصل داخل ميزانية البنك المركزي، تكفلت الخزانة البريطانية بتوفير الضمانات المالية للبرنامج، بينما تولى بنك إنجلترا إدارة المشتريات وتحديد آجالها الزمنية وأنواع الأصول المقبولة، وقد ساهم هذا التنسيق المؤسسي في تعزيز مصداقية السياسة النقدية وتقليل المخاطر على الميزانية العمومية للبنك المركزي، كما وفر الإطار الجديد للبنك مرونة في التوسع المستقبلي للبرنامج حسب تطور الأوضاع الاقتصادية (Murphy, 2020).

وتشير الدراسات إلى أن هذا التصميم المؤسسي ساعد على ضمان استقلالية القرار النقدي مع الحفاظ على الانسجام بين السياسة النقدية والمالية العامة، وهو ما ميز التجربة البريطانية عن نظيرتها الأمريكية، حيث تمت عمليات الشراء مباشرة من قبل الاحتياطي الفيدرالي دون ضمان حكومي صريح.

استندت توقعات بنك إنجلترا في نجاح التيسير الكمي إلى ثلاثة رهانات رئيسة (Bridges & Thomas, 2012, p. 3):

- **رهان السيولة**: ضخ كميات ضخمة من النقود سيعيد الثقة إلى الأسواق ويخفض العوائد طويلة الأجل؛
- **رهان الإقراض**: تحسن السيولة سيدفع البنوك إلى استئناف الإقراض للقطاع الخاص؛
- **رهان الثقة**: استقرار الأسواق المالية سيؤدي إلى تحسن توقعات المستثمرين والمستهلكين على حد سواء.

غير أن العديد من الاقتصاديين آنذاك أبدوا تشككهم في قدرة هذه السياسة على تحفيز الاقتصاد الحقيقي، محذرين من أن الجزء الأكبر من الأموال قد يبقى محصورا في النظام المالي دون أن يصل إلى الشركات والأسر.

وقد أكدت المؤشرات الأولية لسنة 2009 صحة هذا التحليل جزئيا، إذ لوحظ أن البنوك استخدمت جزءا كبيرا من السيولة الجديدة في إعادة هيكلة ميزانياتها بدلا من توسيع الإقراض الإنتاجي، ومع ذلك ساعد البرنامج على تهدئة الأسواق المالية وخفض فروقات العوائد بشكل واضح، ويمكن القول إن الظروف التي سبقت إطلاق برنامج التيسير الكمي في بريطانيا كانت استثنائية في تاريخ السياسة النقدية البريطانية، فقد وجد الاقتصاد في حالة شلل نقدي ناتج عن انهيار الثقة بين البنوك وفشل آليات انتقال السياسة النقدية التقليدية (Breedon, 2012, p. 704).

وقد دفعت هذه التطورات بنك إنجلترا إلى تبني سياسة التيسير الكمي في مارس 2009 كخيار ضروري وليس تجريبيا، إذ كانت تهدف إلى إعادة تنشيط الأسواق المالية أولا، ومن ثم تحفيز الطلب الكلي والنمو الاقتصادي على المدى المتوسط.

المطلب الثاني: آليات تنفيذ سياسة التيسير الكمي في بريطانيا وتطور مراحلها (2009–2021)

بعد أن تبين لبنك إنجلترا محدودية أدوات السياسة النقدية التقليدية خلال مرحلة ما بعد الأزمة، اتجهت السياسة النقدية نحو تبني آليات غير تقليدية لزيادة فعالية التدخل في الأسواق، ويأتي برنامج التيسير الكمي على رأس هذه الآليات حيث شكل الإطار المركزي لعمليات شراء الأصول وتوسيع القاعدة النقدية.

الفرع الأول: مراحل التيسير الكمي في المملكة المتحدة.

كان ينظر إلى التيسير الكمي في المملكة المتحدة عند طرحه لأول مرة في عام 2009، كإجراء قصير الأجل لدعم الاقتصاد خلال الأزمة المالية العالمية، وخلال العقد الماضي توسع البرنامج بشكل كبير وأصبح أداة السياسة النقدية الرئيسية لبنك إنجلترا، ويمكن تقسيم برنامج التيسير الكمي لبنك إنجلترا إلى ثلاث مراحل رئيسية هي:

أولا: التيسير الكمي الأول (QE1) (2009–2012).

كان الهدف من التيسير الكمي الأول تعزيز الإنفاق الاسمي وتوفير السيولة للبنوك والمؤسسات المالية خلال الأزمة المالية، وخلال هذه الفترة نفذ البنك سبع جولات من التيسير الكمي بلغ مجموعها 375 مليار جنيه إسترليني بحلول يوليو 2012، تم الإعلان عن سياسة التيسير الكمي لأول مرة في مارس 2009، وشملت قيام بنك إنجلترا بشراء أصول أغلبها سندات حكومية بريطانية (Gilts) ممولة من خلال إصدار أموال البنك المركزي، أدى تأثير هذه المشتريات إلى خفض عوائد هذه السندات وتحفيز الطلب من خلال عدة قنوات، ففي الظروف العادية كان خفض سعر الفائدة هو الأداة المفضلة للتعامل مع صدمات الطلب، ولكن مع وصول سعر الفائدة إلى الحد الأدنى الفعال والمقدر بـ 0.5% رأت لجنة السياسة النقدية في بنك إنجلترا أنه من الضروري اللجوء إلى أدوات غير تقليدية لتخفيف الأوضاع النقدية بشكل إضافي، فقررت لجنة السياسة النقدية أن يقوم البنك بعمليات شراء أصول بقيمة 75 مليار جنيه إسترليني، ثم جرى لاحقا توسيع البرنامج ليصل إلى 125 مليار جنيه في مايو 2009، ثم إلى 175 مليار جنيه في أغسطس 2009، وأخيرا إلى 200 مليار جنيه في نوفمبر 2009، وقد شكلت قيمة هذه المشتريات ما يعادل نحو 14% من الناتج المحلي الإجمالي السنوي للمملكة المتحدة (Kapetanios & al, 2012, p. 8).

استهدفت المشتريات السندات الحكومية البريطانية طويلة الأجل (Gilts) بآجال تتراوح بين خمسة وعشرين سنة، وكان الهدف المباشر هو خفض العوائد طويلة الأجل عبر آليتين رئيسيتين (Kapetanios & al, 2012, p. 4):

- **قناة إعادة توازن المحافظ المالية**: إذ أدى ارتفاع أسعار السندات إلى تحويل المستثمرين نحو الأصول الأعلى مخاطرة مثل الأسهم والسندات الخاصة؛
- **قناة الإشارة التوجيهية**: التي عملت على تثبيت توقعات السوق بشأن استمرار السياسة التيسيرية لفترة ممتدة.

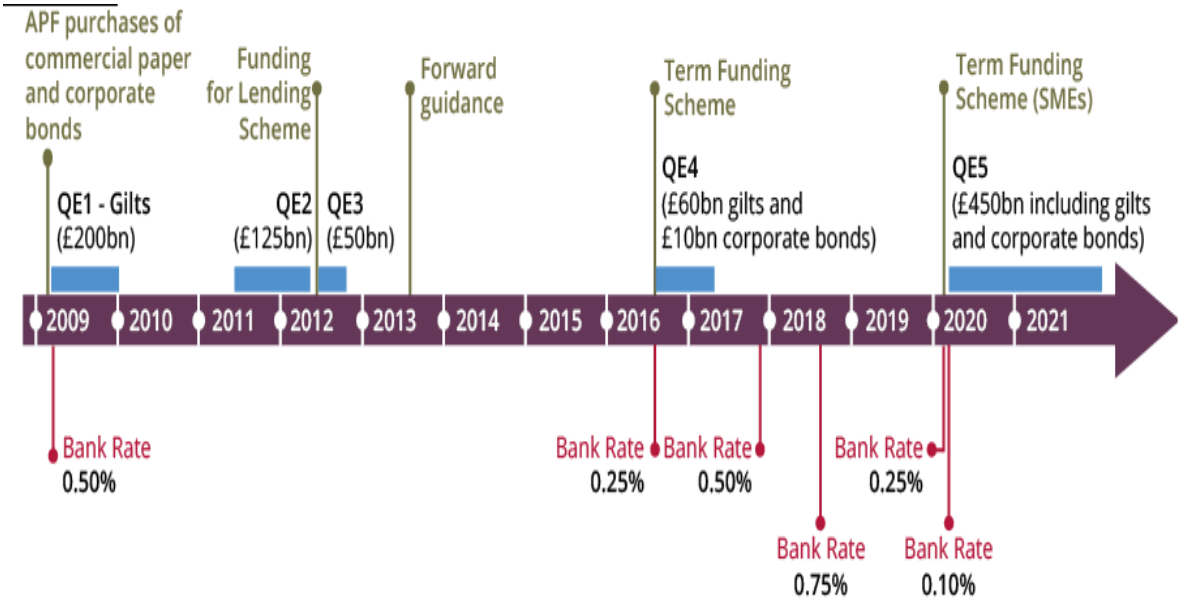
وقد أثبتت دراسات بنك إنجلترا أن المرحلة الأولى من البرنامج خفضت العوائد على السندات الحكومية بنحو 100 نقطة أساس، وأسهمت في رفع الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة تتراوح بين 1.5% و2%، مع زيادة طفيفة في التضخم في حدود 1%، ومع تفاقم أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو وتزايد المخاوف من تباطؤ اقتصادي جديد، قرر بنك إنجلترا في أكتوبر 2011 إطلاق جولة ثانية من التيسير الكمي بقيمة 125 مليار جنيه إسترليني إضافية، وفي جويلية 2012 بقيمة 50 مليار جنيه لتصل المشتريات الإجمالية إلى 375 مليار جنيه إسترليني في نهاية هذه المرحلة، التي تميزت بتركيز السياسة على إعادة الثقة للأسواق المالية أكثر من تحفيز الإقراض البنكي المباشر. (Fatouh & al, 2019, p. 3)

لقد عززت هذه المرحلة أسعار الأسهم بنحو 10% مقارنة بما كانت عليه قبل الإعلان، بينما تراجعت العوائد طويلة الأجل بنحو 50 نقطة أساس إضافية، كما عززت الناتج المحلي الإجمالي بنسب تتراوح بين 0.5% و0.8%، لكن رغم النجاح المالي بقي أثر السياسة على الائتمان ضعيفا إذ ظلت البنوك تميل إلى تقييد الإقراض للقطاع الخاص بسبب متطلبات رأس المال الصارمة بعد الأزمة (Churm & al, 2015, p. 2).

ثانيا: التيسير الكمي الثاني (QE2) (2016–2017).

أما المرحلة الثانية التي بدأت في أغسطس 2016 فكانت استجابة لحالة عدم اليقين في الأسواق بعد تصويت المملكة المتحدة لصالح مغادرة الاتحاد الأوروبي، ما تسبب في ظهور صدمة جديدة للاقتصاد البريطاني تمثل في تراجع الثقة الاستثمارية وتباطؤ الطلب الداخلي، تم خفض سعر الفائدة إلى 0.25%، ووسع بنك إنجلترا برنامج التيسير الكمي بإضافة 70 مليار جنيه إسترليني من مشتريات الأصول، بما في ذلك 10 مليارات جنيه من سندات الشركات، لتصل في نهاية 2017 إلى 435 مليار جنيه إسترليني، وقال بنك إنجلترا إن مشتريات الأصول ستدفع المشاركين في السوق إلى "إعادة موازنة" استثماراتهم نحو أصول أكثر مخاطرة، الأمر الذي سيؤدي إلى خفض التكلفة الحقيقية للاقتراض للأسر والشركات، وقد صممت مشتريات سندات الشركات لتشجيع بائعي ديون الشركات على إعادة استثمارها في أصول شركات أخرى (Economic Affairs Committee, 2021, p. 11).

الشكل رقم (03–12): برامج التيسير الكمي ومعدلات الفائدة المرافقة لها (2009–2021).



المصدر: (Economic Affairs Committee, 2021, p. 12)

من الشكل نرى تطور برامج التيسير الكمي لبنك إنجلترا منذ عام 2009 وحتى 2021، إلى جانب التغيرات في سعر الفائدة الأساسي، يظهر أن البنك أطلق خمس جولات من التيسير الكمي بدأت خلال الأزمة المالية العالمية وتوسعت بشكل ملحوظ خلال جائحة كوفيد-19، كما يتضح إدخال برامج تمويل مختلفة مثل برنامج التمويل مقابل الإقراض Funding for Lending Scheme وTerm Funding Scheme لدعم الإقراض والنشاط الاقتصادي، يبين الشكل أيضا الانخفاضات الكبيرة في سعر الفائدة الذي هبط من 0.50% عام 2009 إلى 0.10% في 2020 كجزء من السياسة النقدية التحفيزية، ويعكس هذا التسلسل الزمني اعتماد البنك المتزايد على شراء السندات كأداة رئيسية لدعم الاستقرار الاقتصادي.

ثالثا: التيسير الكمي الثالث (QE3) (2020-2021).

المرحلة الثالثة من التيسير الكمي وهي الأكبر منذ انطلاق برامج التيسير الكمي وقد أطلقت استجابة لجائحة كوفيد-19، أعلن بنك إنجلترا عن ثلاث جولات من مشتريات الأصول في مارس ويونيو ونوفمبر 2020، بلغ مجموعها 450 مليار جنيه إسترليني من السندات الحكومية، بالإضافة إلى 10 مليارات جنيه من سندات الشركات ذات التصنيف الاستثماري لغير المؤسسات المالية، أي ما يقرب من ضعف عدد الأصول التي تم شراؤها في المرحلتين الأولى والثانية مجتمعتين، وقال بنك إنجلترا إن الجولات الثلاث صممت لمساعدته في تحقيق هدف التضخم، وذكر أنه لتحقيق هذا الهدف صممت جولة مارس 2020 لدعم سوق السندات الحكومية (Gilt)، وما يميز هذه المرحلة ليس أن بنك إنجلترا اشترى أصولا أكثر بكثير من المرحلتين السابقتين فقط، بل فعل ذلك أيضا في ظل سياسة مالية توسعية للغاية. (Economic Affairs Committee, 2021, p. 11)

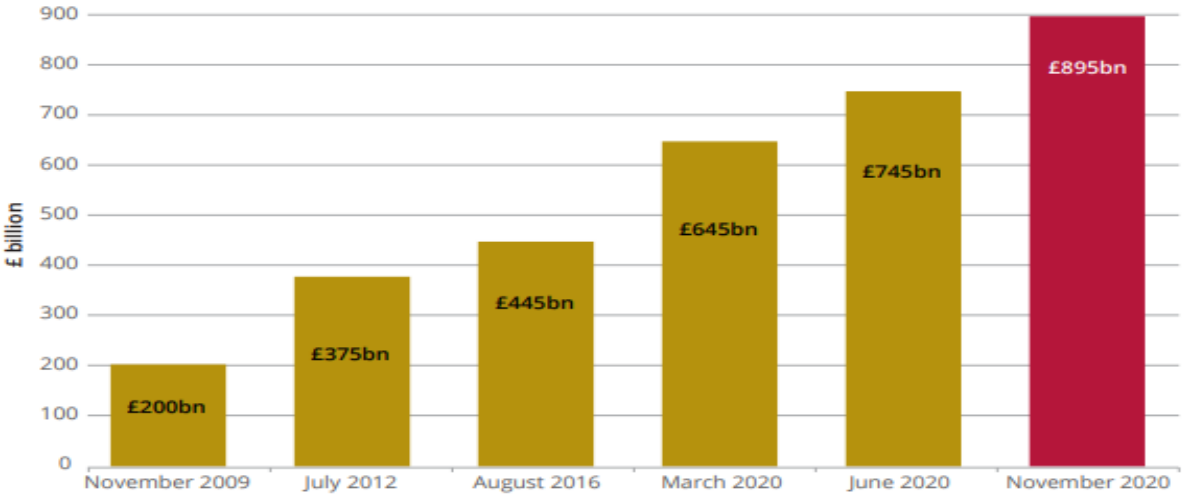
الجدول رقم (03-09): أهم المحطات التاريخية في مسار التيسير الكمي في المملكة المتحدة (2009-2021).

التاريخ	الحدث الرئيسي
19 يناير 2009	إعلان وزير المالية عن نية الحكومة إنشاء برنامج لشراء الأصول.
29 يناير 2009	تأسيس صندوق برنامج شراء الأصول عقب تبادل الرسائل بين بنك إنجلترا ووزارة الخزانة.
9 نوفمبر 2012	قرار وزارة الخزانة نقل مدفوعات كوبونات السندات الحكومية (gilts) من مرفق APF إلى الخزانة العامة.
4 أغسطس 2016	توسيع مرفق شراء الأصول APF عبر إطلاق برنامج التمويل لأجل (TFS) وبرنامج شراء السندات الشركاتي (CBPS).
21 يونيو 2018	تفاق جديد بين بنك إنجلترا والخزانة بشأن إطار رأس المال والدخل، بموجب مذكرة تفاهم محدثة.
21 يناير 2019	نقل عمليات السحب من برنامج التمويل لأجل (TFS) — والضمانات المرتبطة بها — من APF إلى ميزانية بنك إنجلترا.
19 مارس 2020	زيادة رصيد مشتريات APF بمقدار 200 مليار جنيه إسترليني، ليرتفع الإجمالي إلى 645 مليار جنيه.
18 يونيو 2020	زيادة إضافية بمقدار 100 مليار جنيه إسترليني في مشتريات السندات الحكومية، ليصل الإجمالي إلى 745 مليار جنيه.
5 نوفمبر 2020	زيادة جديدة بمقدار 150 مليار جنيه إسترليني في مشتريات السندات الحكومية، ليصل إجمالي البرنامج إلى 895 مليار جنيه.

المصدر: (Bank of England, 2022)

بشكل إجمالي اشترى بنك إنجلترا 875 مليار جنيه إسترليني من السندات الحكومية و20 مليار جنيه إسترليني من سندات الشركات، ليصل مجموع الأصول إلى 895 مليار جنيه إسترليني بحلول نهاية عام 2021. يوضح الشكل (03-13) كيف نما حجم الأصول التي اشتراها بنك إنجلترا منذ عام 2009.

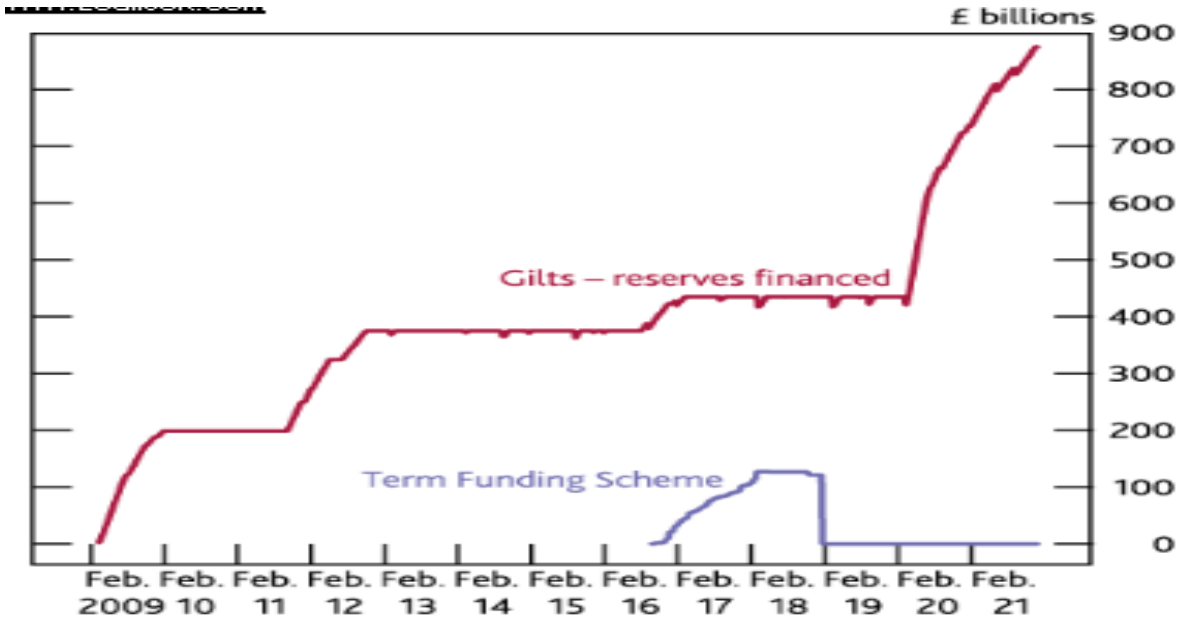
الشكل رقم (03-13): مشتريات بنك إنجلترا حسب الشهر المعلن عنه بالمشتريات الجديدة في إطار التيسير الكمي.



المصدر: (Economic Affairs Committee, 2021, p. 12)

يوضح الشكل الزيادة التدريجية والكبيرة في حجم الأصول التي اشتراها بنك إنجلترا عبر برنامج التيسير الكمي بين عامي 2009 و2020، فقد ارتفعت المشتريات من 200 مليار جنيه إسترليني في نوفمبر 2009 إلى 375 مليار في يوليو 2012، ثم إلى 445 مليار في أغسطس 2016، ومع بداية جائحة كوفيد-19 تسارعت هذه الزيادات بشكل واضح لتصل إلى 645 مليار في مارس 2020 ثم 745 مليار في يونيو 2020، قبل أن تبلغ ذروتها عند 895 مليار جنيه إسترليني في نوفمبر 2020، يعكس هذا النمو المتسارع اعتماد البنك على التيسير الكمي كأداة رئيسية لدعم الاقتصاد خلال الأزمات.

الشكل رقم (03-14): تطور المشتريات الكلية لبرامج التيسير الكمي في المملكة المتحدة (2009-2021).



المصدر: (Bank of England, 2022)

يظهر المنحنى الارتفاع الكبير في إجمالي مشتريات بنك إنجلترا ضمن برامج QE1 وQE2 وQE3، حيث ارتفعت من نحو 75 مليار جنيه سنة 2009 إلى 895 مليار جنيه سنة 2021، ويلاحظ أن الزيادة الكبرى حدثت خلال برنامج QE3 عقب جائحة كوفيد-19، ما يعكس توسعا غير مسبوق في السياسة النقدية التيسيرية.

الفرع الثاني: برنامج التمويل مقابل الإقراض (FLS).

جاء برنامج التمويل مقابل الإقراض (FLS) كإحدى الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية التي اعتمدتها السلطات النقدية البريطانية لمعالجة اختلالات سوق الائتمان في مرحلة ما بعد الأزمة المالية، وقد مثل هذا البرنامج تحولا في آليات تدخل البنك المركزي من خلال التركيز المباشر على دعم الإقراض المصرفي، وفي هذا الإطار سيتم التطرق إلى خلفية إطلاق البرنامج وأهدافه العامة.

أولا: خلفية إطلاق البرنامج وأهدافه العامة.

أطلق بنك إنجلترا برنامج التمويل مقابل الإقراض FLS في يونيو 2012 في سياق من الضغوط التمويلية الشديدة على الجهاز المصرفي، وهي الضغوط التي تفاقمت بفعل تداعيات أزمة منطقة اليورو وارتفاع تكاليف التمويل البنكي رغم انخفاض أسعار الفائدة الخالية من المخاطر، وقد جاء البرنامج كأحد أدوات السياسة النقدية غير التقليدية التي استحدثت بعد الأزمة إلى جانب التيسير الكمي، لكنه تميز عنه بتركيزه المباشر على قناة الائتمان المصرفي، أي تحسين انتقال السياسة النقدية عبر تخفيض تكاليف التمويل للبنوك وضمان تمرير ذلك إلى القطاع الحقيقي من خلال زيادة الإقراض للشركات والأسر (obr.uk, 2012).

كان الهدف المركزي للبرنامج هو تحفيز البنوك على زيادة الإقراض للاقتصاد الحقيقي عبر ربط كمية التمويل ومعدل الفائدة عليه بأداء البنك في الإقراض، وعلى عكس التيسير الكمي الذي يعمل عبر أسواق الأصول، فإن برنامج التمويل مقابل الإقراض FLSاستهدف تسهيل انتقال السياسة النقدية عبر القناة المصرفية مباشرة، وقد وفر البرنامج مصدرا مستقرا ومنخفض التكلفة للتمويل متوسط الأجل، مما أدى إلى مساهمته سريعا في خفض تكاليف التمويل في السوق بعد إطلاقه، وإن كان من الصعب فصل أثر البرنامج عما حدث في الأسواق الأوروبية في الفترة نفسها، فيما يخص الإجراءات التي تؤدي إلى تخفيض فروق العوائد في المنطقة بأكملها. (Havrylchyk, 2016, p. 6)

ثانيا: آلية عمل البرنامج ووسائله التحفيزية.

1-تصميم برنامج التمويل مقابل الإقراض FLS:

امتدت المرحلة الأولى من الربع الثالث لسنة 2012 إلى غاية الربع الرابع لسنة 2013، وتم خلالها منح البنوك تمويلا لمدة تصل إلى أربع سنوات مقابل توفير ضمانات مؤهلة، تشمل القروض والأوراق المالية المغطاة وغيرها، يتكون مقدار التمويل المسموح به للبنك من عنصرين:

- **البدل الأولي**: 5% من رصيد القروض القائم بنهاية يونيو 2012.
- **بدل إضافي**: يعادل صافي الإقراض الإضافي خلال فترة مرجعية محددة.

فعلى سبيل المثال، إذا كان لدى بنك ما رصيد قروض للاقتصاد الحقيقي قدره 100 مليار جنيه إسترليني، فإنه يحق له في البداية الحصول على 5 مليارات جنيه من التمويل، وإذا قام ذلك البنك لاحقا بتقديم 7 مليارات جنيه أخرى من صافي الإقراض خلال الفترة المرجعية، فإنه يصبح قادرا على اقتراض 7 مليارات جنيه إضافية، ليصل مجموع ما يمكنه اقتراضه إلى 12 مليار جنيه.

إذا، كل جنيه إسترليني من صافي الإقراض الجديد كان يسمح للبنك بالحصول على جنيه مماثل من التمويل، يهدف هذا الارتباط الخطي إلى ضمان علاقة مباشرة بين ارتفاع الإقراض وارتفاع مقدار التمويل منخفض التكلفة المتاح للبنك. (Havrylchyk, 2016, p. 7)

2-الحوافز السعرية للبرنامج:

تضمن البرنامج حوافز قائمة على السعر للإقراض، إذ كان على البنوك التي تقترض من FLS أن تدفع رسما يعتمد على صافي إقراضها كالتالي:

الجدول رقم (03-10): الحوافز السعرية للإقراض لبرنامج التمويل مقابل الإقراض (2012-2013).

نسبة الاقراض	الرسوم المفروضة
المحافظة على الإقراض	25 نقطة أساس كرسوم مرجعية
انخفاض الإقراض بـ: 1%	25 نقطة أساس إضافية عن كل نقطة مئوية في حدود 5%
انخفاض الإقراض بأكثر من: 5%	150نقطة أساس كرسوم قصوى

المصدر: (Havrylchyk, 2016, p. 8)

وبذلك أصبح الحفاظ على الإقراض شرطا مباشرا للحصول على تمويل رخيص، ناقلا الحافز من مجرد توفير للتمويل إلى تعزيز السلوك الائتماني للبنك.

يظهر التحليل أن هذا البرنامج لم يكن بديلا عن التيسير الكمي بل كان مكملا له إذ وفر قناة انتقال مباشرة نحو الاقتصاد الحقيقي، ومع ذلك بقيت فعاليته محدودة بسبب ضعف الطلب على الائتمان وتزايد الميل إلى الادخار خلال فترة عدم اليقين الاقتصادي المصاحبة للأزمة.

مع نهاية عام 2021 اكتمل عقد من الزمن على استخدام التيسير الكمي كأداة دائمة في السياسة النقدية في المملكة المتحدة، وتطورت خلال هذه الفترة التجربة من تدخل طارئ إلى إطار مؤسسي راسخ ضمن أدوات بنك إنجلترا، غير أن الجدل بقي قائما حول مدى استدامة هذه السياسة وآثارها على توزيع الدخل وأسعار الأصول.

المطلب الثالث: تقييم نتائج التيسير الكمي على الاقتصاد البريطاني.

بعد عرض الظروف التي أدت الى اعتماد سياسة التيسير الكمي وآليات تطبيقه في المملكة المتحدة، سنتطرق الى تقييم الآثار التي خلفتها هذه السياسة على الاقتصاد البريطاني خلال الفترة (2009-2021)، فقد أثار التيسير الكمي نقاشا واسعا حول فعاليته في دعم النمو والحفاظ على استقرار الأسعار إضافة إلى تأثيره على المالية العامة ومخاطر الدين، ويهدف هذا المطلب إلى تحليل النتائج الاقتصادية المترتبة عن البرنامج، من خلال دراسة تطورات النمو والتضخم والمالية العامة، وبيان مدى نجاح هذه الأداة النقدية في تحقيق أهدافها.

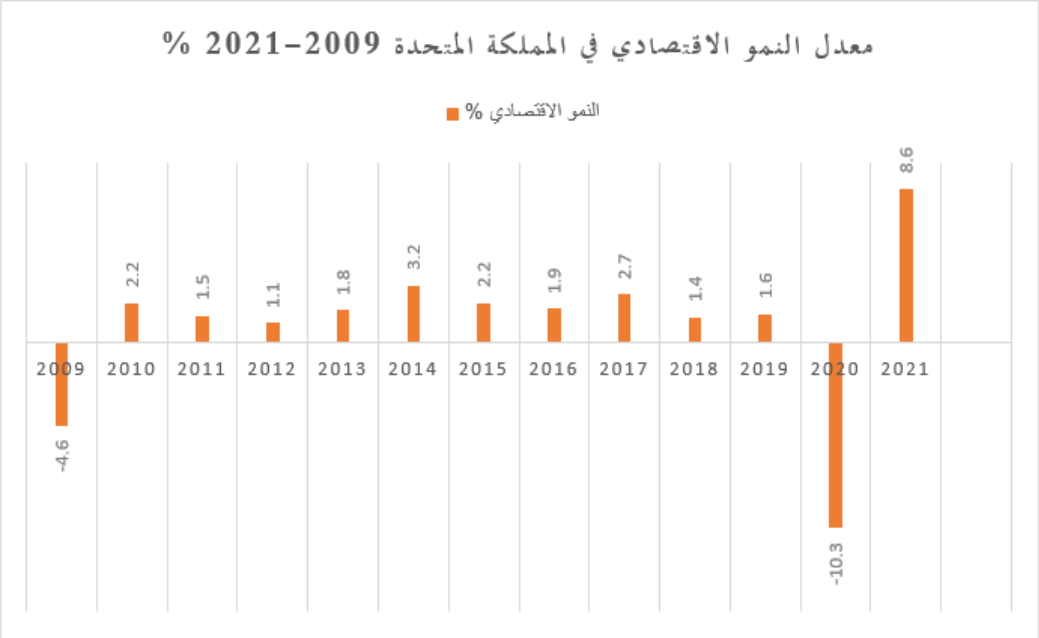
الفرع الأول: تأثير سياسة التيسير الكمي على النمو الاقتصادي 2009-2021.

شهد الاقتصاد البريطاني خلال الفترة 2009–2021 تطبيق ثلاث موجات رئيسية من التيسير الكمي ارتبطت كل منها بمرحلة مختلفة من الوضع الاقتصادي، وقد ساعدت هذه السياسة في دعم النمو خلال فترات الأزمات عندما فقدت السياسة النقدية التقليدية فعاليتها بسبب بلوغ أسعار الفائدة مستويات متدنية للغاية، وتشير الأدبيات إلى أن دور التيسير الكمي كان محوريا في الحفاظ على استقرار النشاط الاقتصادي خلال هذه الفترة، خصوصا منذ بداية الأزمة المالية ثم خلال جائحة كورونا.

في الموجة الأولى (2009–2012) كان تأثير التيسير الكمي على النمو الاقتصادي هو الأقوى، فقد أدى شراء بنك إنجلترا نحو 200 مليار جنيه من السندات الحكومية إلى خفض العوائد طويلة الأجل، وهو ما انعكس في تحسين شروط الاقتراض ورفع معدلات الاستثمار والاستهلاك، وتقدر الدراسات أن الناتج المحلي الإجمالي ارتفع بما يقرب من 1.5% مقارنة بالمسار الذي كان سيشهده الاقتصاد من دون هذه السياسة، وهو ما يعكس فعالية البرنامج في فترة ركود حاد تميزت بتعطل القنوات الائتمانية وانخفاض مستويات الثقة (Kapetanios & al, 2012, p. 4).

يظهر الشكل (03-14) الاتجاهات الرئيسية للنمو الاقتصادي في المملكة المتحدة خلال الفترة الممتدة بين (2009-2021)، وهي فترة تتزامن مع ثلاث موجات رئيسية من التيسير الكمي التي اعتمدها بنك إنجلترا، وبالنظر إلى البيانات المعروضة يمكن ملاحظة أن التطور الزمني لمعدلات النمو يعكس بشكل واضح تأثير هذه السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي خلال مختلف مراحلها.

الشكل رقم (03-15): تطور معدل النمو الاقتصادي في المملكة المتحدة 2009-2021.



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على (مجموعة البنك الدولي، نمو الناتج المحلي الإجمالي % السنوي – المملكة المتحدة، 2023)

سجل الاقتصاد انكماشا حادا في سنة 2009 حيث بلغ النمو نحو –4.6%، وهي السنة التي أعقبت مباشرة الأزمة المالية العالمية ما دفع بنك إنجلترا إلى إطلاق أولى برامج التيسير الكمي، وقد ساعدت هذه السياسة في تحقيق انتعاش تدريجي خلال السنوات اللاحقة (2010–2013)، حيث ارتفع معدل النمو إلى 2.2% في 2010 ثم ظل في نطاق النمو الإيجابي بين 1.1% و2.2% خلال 2011–2013، هذا التحسن يتماشى مع التقديرات الأكاديمية التي تشير إلى أن التيسير الكمي ساهم في رفع الناتج المحلي الإجمالي بنحو 1.5% مقارنة بالمسار المتوقع دون تدخل، وهو ما يفسر سرعة استعادة الاقتصاد لزخمه بعد الانكماش الأولي (Kapetanios & al, 2012, p. 4).

ويظهر الشكل كذلك أن سنة 2014 كانت من بين أقوى سنوات النمو حيث بلغ معدل النمو حوالي 3.2%، وهو أعلى مستوى مسجل في العقد، هذا الارتفاع يعكس استفادة الاقتصاد من أثر التيسير الكمي الأول، إلى جانب تحسن الأوضاع المالية العالمية واستقرار قطاع الائتمان داخليا.

أما خلال الفترة (2015–2019) يتضح من الشكل أن معدل النمو استقر عند مستويات متوسطة لم تتجاوز 2.7% في أفضل حالاته مع اتجاه عام نحو التباطؤ، هذا الانخفاض النسبي يفسر بضعف الإنتاجية البريطانية من جهة، وتراجع فعالية التيسير الكمي في تحفيز النمو على المدى المتوسط من جهة أخرى، كما ساهمت صدمة استفتاء بريكست في 2016 في زيادة حالة عدم اليقين وتقييد قرارات الاستثمار، وهو ما يظهر في تباطؤ النمو إلى 1.9% في 2017 و1.4% في 2018.

أما سنة 2020 فقد مثلت نقطة انقلاب حادة في المسار الاقتصادي، إذ سجل الاقتصاد انكماشا غير مسبوق بلغ –10.3% بسبب جائحة كورونا، وعلى الرغم من توسع برنامج التيسير الكمي إلى نحو 895 مليار جنيه، إلا أن الإجراءات

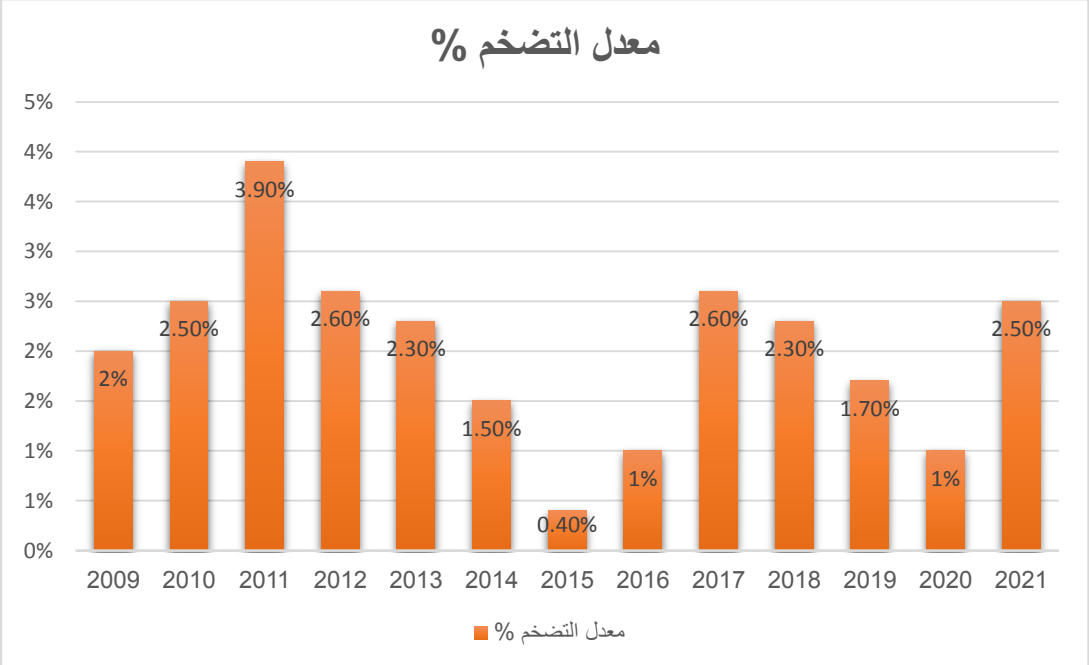
الصحية والإغلاق الكامل حدت من قدرة السياسة النقدية على تحفيز النشاط الحقيقي، كان دور التيسير الكمي في تلك المرحلة يتجلى أساسا في منع انهيار مالي شامل والحفاظ على قدرة الحكومة على التمويل، وليس في رفع النمو مباشرة.

ثم يعاود النمو الارتفاع في 2021 ليبلغ 8.6% وهو أعلى معدل نمو في السلسلة المعروضة، هذا الارتفاع القوي يعكس مفعول إعادة فتح الاقتصاد وتحسن الطلب واستمرار الدعم النقدي والمالي الذي وفره التيسير الكمي، ورغم هذا الانتعاش يبقى النمو في هذه السنة تعويضا للانكماش الحاد في 2020 أكثر من كونه توسعا مستداما.

الفرع الثاني: تأثير التيسير الكمي على التضخم في المملكة المتحدة (2009–2021).

شهد التضخم في المملكة المتحدة خلال الفترة (2009–2021) تقلبات واسعة ارتبطت بتغيرات هيكلية في الاقتصاد البريطاني وبالأزمات التي واجهته، وقد لعب التيسير الكمي دورا محوريا في الحد من مخاطر الانكماش، خصوصا بعد الأزمة المالية العالمية وفي أثناء جائحة كورونا، فعلى الرغم من أن الهدف الأساسي للتيسير الكمي هو دعم النمو، إلا أن تأثيره على التضخم ظل من أبرز القضايا التي أثارت جدلا واسعا خلال العقد الماضي، ويظهر من تحليل الوثائق الرسمية والتقييمات المستقلة أن أثر هذه السياسة على التضخم كان متباينا عبر الزمن، إذ كان قويا نسبيا خلال المراحل الأولى 2009–2012، ثم تراجع بشكل ملحوظ خلال الفترة 2013–2019، قبل أن يصبح محدودا جدا خلال أزمة كوفيد-19 رغم الحجم غير المسبوق للتيسير الكمي.

الشكل رقم (03–16): تطور معدل التضخم في المملكة المتحدة 2009–2021.



المصدر: (مجموعة البنك الدولي، 2023).

يعرض الشكل تطور التضخم في المملكة المتحدة بين (2009-2021)، ويظهر تغيرات واضحة مرتبطة بالظروف الاقتصادية الكبرى وبمراحل التيسير الكمي، نلاحظ ارتفاعا ملحوظا في التضخم خلال الفترة 2009-2012 وهي مرحلة تميزت بعودة التضخم إلى القيمة المستهدفة من قبل بنك إنجلترا من حوالي 2% في 2009 إلى الذروة بـ 3.9% في 2011، هذا الارتفاع المبكر يتوافق مع النتائج التي توصل اليها بعض الاقتصاديين والتي تشير إلى أن الموجة الأولى من التيسير الكمي رفعت التضخم بما يقارب 1 نقطة مئوية مقارنة بالسيناريو الذي لم يكن فيه تدخل نقدي. (Kapetanios & al, 2012, p. 4)

التيسير الكمي في هذه المرحلة منع الانكماش وساهم في رفع التضخم نحو الهدف 2%وأحيانا فوقه.

أما خلال المرحلة الثانية 2013-2016 فيلاحظ انخفاض في منحنى التضخم تدريجيا من 2.5% في 2012 إلى ما يقارب 0.5% فقط في 2015، وهنا يتطابق الشكل تماما مع ما ورد في تقرير بنك إنجلترا الذي أكد ضعف العلاقة بين التيسير الكمي والتضخم في هذه المرحلة، ورغم استمرار برنامج التيسير الكمي إلا أن التضخم ظل منخفضا للغاية ما يدل على أن التيسير الكمي كان يفقد فعاليته تدريجيا في رفع التضخم (Economic Affairs Committee, 2021, p. 38).

يرتفع التضخم في الشكل خلال الفترة 2016-2019 من 0.5% في 2015 إلى حوالي 2.6% في 2017، قبل أن يعود للانخفاض تدريجيا، تفسير هذا الارتفاع مذكور بشكل صريح في تقرير بنك إنجلترا الذي أكد أن الارتفاع لم يكن نتيجة للتيسير الكمي، بل بسبب الانخفاض الحاد في قيمة الجنيه الإسترليني بعد استفتاء بريكست مما رفع أسعار الواردات، ووفق التقرير فإن تأثير التيسير الكمي خلال هذه المرحلة كان ثانويا وغير مرتبط مباشرة بالتضخم، وارتفاع التضخم خلال هذه المرحلة كان صدمة سعر صرف وليس نتيجة سياسة نقدية توسعية (Economic Affairs Committee, 2021, pp. 35-36).

يبين المنحنى انخفاض التضخم إلى حدود 1% في 2020 رغم قيام بنك إنجلترا بأكبر برنامج تيسير كمي في تاريخه بمقدار 895 مليار جنيه، ويعود سبب ذلك لأن الجائحة سببت صدمة عرض وانخفاض القدرة الإنتاجية للاقتصاد وصدمة طلب والانخفاض المفاجئ والكبير في حجم الطلب والاستهلاك معا، وانهيار النشاط الاقتصادي حد من أي أثر تضخمي لمشتريات الأصول، ثم ارتفع التضخم في 2021 نحو 2.5% (Bank of England , 2021, p. 14).

الفرع الثالث: أثر التيسير الكمي على المالية العامة

كان لسياسة التيسير الكمي التي اعتمدها بنك إنجلترا منذ مارس 2009 أثر بالغ على المالية العامة البريطانية عبر ثلاث قنوات رئيسية تمثلت في هيكل الدين العام؛ وتكلفة خدمة الدين؛ والتدفقات المالية بين الخزانة البريطانية وصندوق شراء الأصول(APF)، ففي البداية أعلن البنك عن برنامج لشراء 75 مليار جنيه إسترليني من السندات الحكومية في 2009، ثم توسعت هذه المشتريات تدريجيا لتصل إلى 895 مليار جنيه إسترليني بحلول نوفمبر 2020، وهو ما يعادل أكثر من 40% من الناتج المحلي الإجمالي البريطاني (Bank of England , 2021, p. 5).

هذا الحجم الضخم من المشتريات يعني فعليا أن الحكومة البريطانية حولت جزءا كبيرا من دينها العام من الصيغة التقليدية ذات العائد الثابت إلى دين فعلي بعائد عائم يدفع على الاحتياطيات التي خلقها البنك المركزي لتمويل مشترياتAPF ، تدفع على احتياطيات البنك المركزي فائدة عند سعر الفائدة الأساسي، ما يجعل المالية العامة أكثر حساسية لأي رفع للفائدة في المستقبل (Tucker , 2022, p. 3).

وفيما يخص التدفقات المالية مع الخزانة البريطانية يتضح أن صندوق شراء الأصول APF كان يحقق فائضا نقديا صافيا يحول بشكل ربع سنوي إلى وزارة الخزانة منذ عام 2012، وتقدر البيانات أن صافي هذه التدفقات بلغ نحو 110 مليارات جنيه إسترليني حتى أكتوبر 2020، وقد ساهمت هذه التدفقات بشكل مباشر في تخفيف الضغط المالي على الحكومة وتقليص العجز خلال الفترة الممتدة بين 2009 و2020 (Bank of England , 2021, p. 25).

وهكذا يتضح أن التيسير الكمي خلال 2009–2021 كان ذا تأثير مزدوج على المالية العامة البريطانية: فمن جهة، حققت الحكومة وفورات ضخمة عبر تدفقات APF الإيجابية وانخفاض تكاليف الاقتراض، ومن جهة أخرى تراكمت مخاطر مالية كبيرة قد تظهر مع ارتفاع أسعار الفائدة نتيجة العائد العائم على الاحتياطيات التي تمول البرنامج، فقد أكد مكتب الميزانية البريطاني أن رفع الفائدة 1% يؤدي إلى زيادة 11 مليار جنيه إسترليني في خدمة الدين (Tucker , 2022, p. 18).

يتضح من خلال دراسة تجربة المملكة المتحدة في التيسير الكمي أن هذه السياسة شكلت أحد أهم التحولات في مسار عمل السياسة النقدية الحديثة، بعدما بلغت أسعار الفائدة مستوياتها الدنيا ولم تعد قادرة على مواجهة الركود العميق الذي أعقب الأزمة المالية العالمية، وقد مكن التيسير الكمي بنك إنجلترا من ضخ سيولة استثنائية في النظام المالي، الأمر الذي ساعد على استعادة الاستقرار في الأسواق وخفض العوائد طويلة الأجل، كما وفر دعما مهما للنشاط الاقتصادي خلال المراحل الحاسمة، خاصة بين 2009 و2012 ومع بداية جائحة كوفيد-19.

ورغم النتائج الإيجابية على مستوى استعادة النمو ومنع الانكماش، إلا أن فعالية التيسير الكمي كانت متفاوتة عبر الزمن، إذ ظل تأثيره على الإقراض البنكي محدودا بفعل ضعف الطلب على الائتمان وتشدد البنوك في إدارة ميزانياتها، كما برزت تحديات متنامية على المالية العامة بفعل زيادة ارتباط الدين الحكومي باحتياطيات البنك المركزي، ما جعل الموازنة أكثر حساسية لارتفاع أسعار الفائدة مستقبلا.

ويمكن القول إن التيسير الكمي كان ضرورة ملحة في مواجهة أزمات غير مسبوقة، ونجح في حماية الاقتصاد من انكماش أعمق لكنه خلق في المقابل تداعيات طويلة الأجل، تتطلب إدارة دقيقة وتنسيقا وثيقا بين السياسة النقدية والمالية لضمان استدامة الاستقرار الاقتصادي.

خلاصة الفصل الثالث:

أظهر تحليل تجارب اليابان والولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة أن التيسير الكمي مثل تحولا جوهريا في أدوات السياسة النقدية الحديثة، بعدما بلغت أسعار الفائدة حدودها الدنيا وفقدت الأدوات التقليدية فعاليتها أمام أزمات مالية واقتصادية غير مسبوقة، فقد شكلت التجربة اليابانية منذ بداية الألفية المختبر الأول لهذه السياسة، حيث اعتمد بنك اليابان التيسير الكمي كرد مباشر على الانكماش المزمن وفخ السيولة مركزا على توسيع القاعدة النقدية وتغيير توقعات السوق، ورغم أن النتائج جاءت تدريجية وبطيئة إلا أنها مهدت لبرامج أكثر قوة مثل التيسير الكمي والنوعي (QQE) سنة 2013.

أما التجربة الأمريكية فقد مثلت نقطة الانعطاف العالمية في تطبيق السياسة بعد أزمة 2008، إذ استخدم الاحتياطي الفيدرالي التيسير الكمي على نطاق واسع عبر ثلاث جولات متتالية وبرامج مكملة، بهدف إعادة السيولة للنظام المالي وخفض العوائد طويلة الأجل، وقد أسهمت هذه التدخلات في وقف الانهيار الاقتصادي، وتحسين مؤشرات سوق العمل واستعادة الثقة المالية رغم الجدل حول آثارها الجانبية على أسعار الأصول وتوزيع الثروة.

وفي المملكة المتحدة شكلت الأزمة المالية بدورها فرصة لإعادة صياغة دور السياسة النقدية، حيث اعتمد بنك إنجلترا التيسير الكمي مبكرا سنة 2009 ثم وسعه عبر عدة مراحل لاحقة، لا سيما بعد صدمة بريكست وجائحة كوفيد-19، وقد نجحت هذه السياسة في خفض تكاليف الاقتراض وحماية النظام المالي من الانهيار كما ساهمت في دعم النمو ومنع الانكماش، لكنها في المقابل خلقت ارتباطا كبيرا بين المالية العامة وميزانية البنك المركزي، ما رفع مخاطر الدين العام مع أي ارتفاع مستقبلي في أسعار الفائدة.

وعلى ضوء هذه التجارب الثلاث يتضح أن التيسير الكمي لم يعد أداة ظرفية فحسب، بل أصبح جزءا من الإطار الحديث للسياسات النقدية، خصوصا في الاقتصادات المتقدمة التي تواجه بيئات منخفضة الفائدة وتهديدات انكماشية متكررة، ومع ذلك فإن نجاحه يظل مرهونا بقدرته على التوازن بين دعم النشاط الاقتصادي من جهة، وتجنب الآثار الجانبية طويلة الأجل مثل تضخم أسعار الأصول، زيادة عدم المساواة وتنامي حساسية المالية العامة من جهة أخرى.

الفصل الرابع:

تجربة الجزائر مع التمويل غير التقليدي

تمهيد:

يكتسي موضوع التمويل غير التقليدي أهمية بالغة في تحليل السياسات الاقتصادية الحديثة، لاسيما في الدول الريعية التي تعتمد بشكل كبير على الموارد الطبيعية لتمويل نفقاتها العمومية، كما هو الحال بالنسبة للاقتصاد الجزائري. ففي ظل الصدمة النفطية التي عرفتها الجزائر ابتداءً من سنة 2014، وما ترتب عنها من تراجع حاد في الإيرادات العمومية واستنفاد موارد صندوق ضبط الإيرادات، وجدت السلطات العمومية نفسها أمام تحديات تمويلية معقدة، دفعتها إلى تبني آلية التمويل غير التقليدي ابتداءً من نهاية سنة 2017 كخيار استثنائي لتفادي أزمة سيولة خانقة وضمان استمرارية تمويل الدولة دون اللجوء إلى الاقتراض الخارجي.

يهدف هذا الفصل إلى تحليل تجربة التمويل غير التقليدي في الجزائر من خلال الوقوف على انعكاساتها على التوازنات الاقتصادية الكلية خلال الفترة (2017–2022)، وذلك عبر دراسة آثارها على المؤشرات النقدية والمالية، والنشاط الاقتصادي الحقيقي، إضافة إلى التوازنات المالية والخارجية. كما يسعى إلى تقييم مدى فعالية هذه الآلية في تحقيق أهداف الاستقرار الاقتصادي وتحفيز النمو، ومدى قدرتها على تعويض الاختلالات البنيوية التي يعاني منها الاقتصاد الوطني.

وانطلاقا من ذلك، تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث رئيسية كالتالي:

المبحث الأول: تطور السياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة 1990–2017.

المبحث الثاني: تطور سياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر.

المبحث الثالث: أثر انعكاس التمويل غير التقليدي على التوازنات الاقتصادية الكلية خلال الفترة (2017–2022).

المبحث الأول: تطور السياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة 1990-2017.

شهدت الجزائر منذ بداية التسعينيات تحولات عميقة مست مختلف جوانب المنظومة الاقتصادية، وكان من أبرزها إصلاح الإطار التشريعي والتنظيمي للسياسة النقدية، في ظل الانتقال من اقتصاد موجه مركزيا إلى اقتصاد قائم على آليات السوق، وقد شكل صدور قانون النقد والقرض 90-10 محطة مفصلية في هذا المسار الإصلاحي، إذ أسس لمرحلة جديدة قوامها تحديث النظام المصرفي وتعزيز استقلالية السلطة النقدية، وفصل وظائف الخزينة عن وظائف البنك المركزي بما يسمح بترسيخ أسس تسيير نقدي أكثر فعالية وشفافية، ومع تعمق التحديات الاقتصادية خلال العقدين التاليين خاصة مع اهتزاز أسعار النفط والأزمات المالية الدولية، برزت الحاجة إلى تطوير أدوات السياسة النقدية وتكييفها مع متطلبات الاستقرار الاقتصادي الكلي، وهو ما تجسد في سلسلة من التعديلات والإصلاحات أبرزها الأمران 01-01 لسنة 2001 و03-11 لسنة 2003، وما تلاهما من تحديثات هدفت إلى دعم الرقابة المصرفية وتعزيز دوره في ضبط السيولة والأسعار ورفع كفاءة الجهاز البنكي، يهدف هذا المبحث إلى دراسة تطور السياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة 1990-2017، من خلال تحليل الأسس القانونية للإصلاح، واستعراض أهداف وأدوات السياسة النقدية، ثم التطرق إلى أهم محطات الإصلاحات الكبرى التي شكلت الإطار العام لمسار تحديث النظام النقدي والمصرفي في الجزائر.

المطلب الأول: السياسة النقدية في إطار قانون النقد والقرض.

يعد قانون النقد والقرض 90-10 الإطار التشريعي الأبرز الذي أسس لمسار إصلاح عميق في النظام النقدي والمصرفي الجزائري في سياق التحول نحو اقتصاد السوق، فقد جاء هذا القانون ليضع مبادئ جديدة للتحرير المالي ويفصل بين مجالات التسيير النقدي والمالي ويعيد تنظيم العلاقة بين البنك المركزي والخزينة والمؤسسات البنكية، كما شكل نقطة انطلاق لاعتماد سياسة نقدية أكثر استقلالية وفعالية، من خلال تحديد أهداف واضحة وتعزيز آليات الرقابة والتنظيم داخل القطاع المصرفي.

الفرع الأول: المبادئ الأساسية لقانون النقد والقرض (90-10).

يعتبر القانون 90-10 المتعلق بالنقد والقرض نصا تشريعيا يعكس حق الاعتراف بأهمية المكانة التي يجب أن يكون عليها النظام المصرفي، ويعتبر من القوانين التشريعية الأساسية للإصلاحات. وقد حمل القانون في طياته الكثير من الأفكار الجديدة فيما يتعلق بتنظيم النظام المصرفي وأدائه، كما أن المبادئ التي يقوم عليها وآليات العمل التي يعتمدها، تعكس إلى حد كبير الصورة التي سوف يكون عليها هذا النظام في المستقبل. (بلعزوز، 2006، صفحة 186)

ويمكن اختصار أهم مبادئه الأساسية فيما يلي:

أولا: الفصل بين الدائرة النقدية والدائرة الحقيقية.

كان النظام الاقتصادي السابق لقانون (90-10) يعتمد على التخطيط المركزي للاقتصاد وكانت القرارات النقدية تتبع القرارات الحقيقية، أي تلك القرارات التي تتخذ على أساس كمي حقيقي في هيئة التخطيط. وفي هذا النمط للاقتصاد لم تكن هناك اهداف نقدية بالمفهوم التقليدي، حيث ان الهدف الأساسي كان يتمثل في تعبئة الموارد اللازمة لتمويل البرامج المخططة.

حمل قانون النقد والقرض مبدأ الفصل بين الدائرتين الحقيقية والنقدية، ويعني ذلك أن القرارات النقدية لم تعد تابعة للقرارات المتخذة على أساس كمي حقيقي في هيئة التخطيط، بل أصبحت تتخذ على أساس الأهداف النقدية التي تحددها السلطة النقدية انطلاقا من الوضع النقدي الذي يتم تقديره من طرفها. (لطرش، 2015، صفحة 344)

ثانيا: الفصل بين الدائرة النقدية ودائرة ميزانية الدولة:

كانت الخزينة في النظام السابق تلعب دورا أساسيا في تدبير التمويل اللازم لتمويل الاستثمارات المخططة وذلك باللجوء إلى الإصدار النقدي الجديد عند عجز الادخار الميزاني للقيام بذلك لاسيما أمام تزايد الحاجيات التمويلية بالتوازي مع تزايد أهمية الاستثمارات المبرمجة، سمح لها التنظيم الإداري للعلاقات المالية بين المؤسسات من جهة والتدفقات الحقيقية والمالية من جهة ثانية اللجوء بسهولة نسبية إلى هذه الموارد المتأتية عن طريق الإصدار النقدي الجديد لتمويل عجز الخزينة. وقد خلق هذا الأمر تداخلا بين صلاحيات الخزينة وصلاحيات بنك الجزائر كما خلق تداخلا بين أهدافهما التي لا تكون دوما متجانسة. (لطرش، 2015، صفحة 345)

لم تعد الخزينة حرة في اللجوء إلى بنك الجزائر في عملية القرض لتمويل العجز، وجاء هذا القانون ليفصل بين الدائرتين النقدية والمالية، فأصبح تمويل الخزينة قائم على بعض القواعد كما لم يعد هذا التمويل يتم بلا حدود. (بلعزوز، 2006، صفحة 187)

ثالثا: الفصل بين دائرة ميزانية الدولة ودائرة القرض.

كما أن الخزينة العمومية في النظام النقدي السابق كانت تلعب الدور الأساسي في تمويل الاستثمارات المخططة للمؤسسات العمومية، حيث همش النظام البنكي الذي كان دوره يقتصر في كونه محطة تمر عبرها موارد التمويل من دائرة الخزينة إلى المؤسسات، مما أدى إلى ظهور غموض كبير على مستوى نظام التمويل نظرا للتداخل الكبير بين الوظيفة التمويلية للخزينة العمومية ووظيفة البنوك في هذا المجال، لهذا تضمن قانون النقد والقرض 90-10 مبدأ يتم بموجبه الفصل بين الدائرتين عن طريق القيام بإبعاد الخزينة عن منح القرض للاقتصاد ليبقى دورها يقتصر على ضمان تمويل الاستثمارات الاستراتيجية المخططة منة طرف الدولة وبالتالي فتح هذا المبدأ الباب أمام النظام البنكي الذي استعاد مسؤوليته في منح القروض في إطار مهامه التقليدية. (لطرش، 2015، صفحة 346)

رابعا: إنشاء سلطة نقدية وحيدة ومستقلة.

كانت السلطة النقدية سابقا مشتتة عمليا في مستويات عديدة حيث كانت وزارة المالية تتصرف على أساس أنها هي السلطة النقدية، كما كانت الخزينة تلجأ في أي وقت وبدون حدود تقريبا إلى البنك المركزي لتمويل عجزها، وعلى هذا الأساس كانت تتصرف كما لو كانت هي السلطة النقدية، وكان البنك المركزي يمثل سلطة نقدية أيضا لاحتكاره امتياز إصدار النقود، لذلك جاء قانون النقد والقرض ليلغي هذا التشتت في مراكز السلطة النقدية، حيث كان ذلك انعكاسا منطقيا للتحولات التي تم تسجيلها على مستوى الفصل بين الدوائر السابقة، وبالتالي تم انشاء سلطة نقدية وحيدة تتمتع بالاستقلالية مقارنة مع مراكز القرار الاقتصادي الأخرى، بحيث تم وضع هذه السلطة النقدية في الدائرة في الدائرة النقدية بشكل يخدم الاقتصاد الوطني. (لطرش، 2015، صفحة 347) أطلق على هذه الهيئة الجديدة اسم مجلس النقد والقرض. (ج.ر.ج.ج، 1990)

الفرع الثاني: أهداف قانون النقد والقرض 90-10.

يمكن التعرض بإيجاز لأهم أهداف قانون النقد والقرض 90-10 في النقاط التالية (بلعزوز، 2006، صفحة 188):

- وضع حد لكل تداخل إداري في القطاع المالي والمصرفي؛
- رد الاعتبار لدور البنك المركزي في تسيير النقد والقرض؛
- إعادة تقييم العملة الوطنية بما تخدم الاقتصاد الوطني؛
- تشجيع الاستثمارات والسماح بإنشاء مصارف وطنية خاصة أو أجنبية؛
- إنشاء سوق نقدية حقيقية؛
- إيجاد مرونة نسبية في تحديد سعر الفائدة من قبل البنوك.

يمكن القول إن قانون النقد والقرض قد وضع بشكل تام المنظومة المصرفية والنظام النقدي في مسار الانتقال من اقتصاد مسير مركزيا إلى اقتصاد موجه بآليات السوق.

الفرع الثالث: مضمون قانون النقد والقرض 90-10.

يعتبر قانون النقد والقرض 90-10 نصا تشريعيا، يعكس حق الاعتراف بأهمية المكانة التي يجب أن يكون عليها النظام المصرفي، ويعتبر من القوانين التشريعية الأساسية للإصلاحات، بالإضافة إلى أنه أخذ بأهم الأحكام التي جاء بها قانون الإصلاح النقدي لسنة 1986 والقانون المعدل والمتمم لسنة 1988.

ومن أهم النقاط التي جاء بها قانون 90-10 ما يلي: (بن طالبي ، 2013، صفحة 205)

- ارجاع الوظائف التقليدية للدينار الجزائري؛
- ارجاع ديون الخزينة المتراكمة تجاه البنك المركزي لتمويل عجز الموازنة وفق جدول زمني مدته 15 سنة ابتداء من سنة 1990؛

- الغاء الاكتتاب الاجباري في سندات الخزينة العمومية من قبل البنوك التجارية؛
- وضع سقف اقصى لتسبيقات لتمويل عجز الميزانية• مع استرجاعها اجباريا كل سنة؛
- خروج الخزينة من دائرة الائتمان وعودة البنوك التجارية لتأدية وظائفها التقليدية؛
- انشاء مراكز المخاطر يكلف بجمع أسماء المستفيدين من القروض وطبيعة القروض الممنوحة وسقوفها والمبالغ المسموحة والضمانات المعطاة لكل قرض من جميع البنوك والمؤسسات المالية، وعلى هذا الأساس أوجب بنك الجزائر على كل الهيئات المتعاطية للقروض المتواجدة على التراب الوطني الانضمام إلى المركز، واحترام قواعده بحيث لا يمكن لأي هيئة مصرفية منح قروض مصرح بها لدى مركز المخاطر إلا بعد استشارته؛
- فتح المجال لإقامة فروع لبنوك ومؤسسات مالية أجنبية على التراب الجزائري؛
- انشاء لجنة للرقابة المصرفية مكلفة بمراقبة حسن تطبيق القوانين والأنظمة المصرفية،
- وضع مجلس النقد والقرض كأعلى هيئة هرمية للسلطة النقدية في الجزائر، بحيث يتمتع بصلاحياته كمجلس إدارة وصلاحياته كسلطة نقدية؛
- إعطاء مكانة هامة للسياسة النقدية كأداة ضبط اقتصادي تحت اشراف بنك الجزائر، بهدف الفصل بين السياسة النقدية والسياسة المالية؛
- وضع القانون 90-10 مرتكزات أساسية لتحقيق استقلالية السلطة النقدية، كما أصبح البنك يتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي.

المطلب الثاني: أهداف وأدوات السياسة النقدية في الجزائر.

يقصد بالسياسة النقدية مجموع الإجراءات التي تتخذها السلطة النقدية من أجل ضبط كمية النقد المتداول في الاقتصاد بغية تحقيق أهدافها، تتمثل مهمة بنك الجزائر في الحرص على استقرار الأسعار باعتباره هدفا من أهداف السياسة النقدية، وفي توفير أفضل الشروط في ميادين النقد والقرض والصرف والحفاظ عليها لنمو الاقتصاد مع السهر على الاستقرار النقدي والمالي. يمثل مجلس النقد والقرض ولجنة عمليات السياسة النقدية الجهات الرئيسية المشاركة في عملية تحديد أهداف وتنفيذ السياسة النقدية.

الفرع الأول: أهداف السياسة النقدية في الجزائر.

تتمثل أهداف السياسة النقدية في الجزائر حسب التنظيمات والقوانين المعمول بها فيما يلي:

أولا: النمو الاقتصادي.

• حسب المادة 78 من القانون 90-10 يمكن ان يمنح البنك المركزي للخزينة مكشوفات بالحساب الجاري لمدة أقصاها 240 يوما، وفي حد أقصاه 10% من الإيرادات العادية للدولة من السنة السابقة.

تسعى السياسة النقدية من خلال الرقابة على حجم القروض وتكلفتها إلى دفع النمو الاقتصادي إلى الارتفاع وهو الذي يعني زيادة مستمرة في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، والجدول اسفله يبين لنا تطور معدل النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (2000-2017).

الجدول رقم (04-01): تطور معدل النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (2000-2017).

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
المعدل%	3.82	3.02	5.62	7.2	4.35	5.92	1.65	3.4	2.35
السنة	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
المعدل%	1.62	3.62	2.9	3.37	2.75	3.77	3.72	3.25	1.32

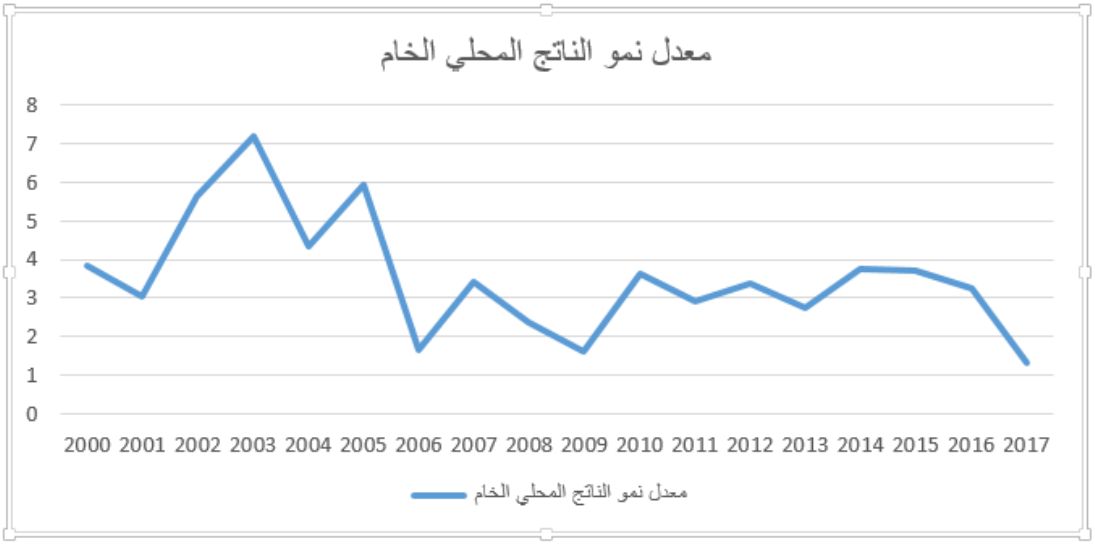
المصدر: (بنك الجزائر، 2023)

عرف معدل النمو الاقتصادي ارتفاعا منتظما خلال الفترة (2000-2003) حيث انتقل من 3.82% سنة 2000 إلى 7.2% سنة 2003 وهذا بفضل نمو القطاع الفلاحي الذي سجل 17% سنة 2003، ومع ذلك يعتبر قطاع المحروقات هو العنصر الأساسي في تطور معدل النمو الاقتصادي في الجزائر، حيث سجل سنة 2004 معدل قدره 37.4% أين عرف معدل النمو انخفاضا مقارنة بسنة 2003 فسجل 4.35% بسبب تراجع القطاع الفلاحي إلى 9.4%، ليبلغ سنة 2005 معدل 5.92% وانخفض مرة أخرى سنة 2006 ليبلغ 1.65%. (بن علي و تومي، 2020، صفحة 58)

خلال سنتي 2007 و2008 سجل معدل النمو 3.4% و2.35% على التوالي، لينخفض سنة 2009 بـ 1.62% بسبب تراجع قطاعات المحروقات ليعود للارتفاع سنة 2010 بمعدل 3.62% ليواصل التذبذب خلال الفترة 2011 و2013، وفي سنة 2014 سجل النمو الاقتصادي معدل 3.77% وسنة 2015 بـ 3.72% رغم انهيار أسعار البترول خلال هذه الفترة، إلا أن انتعاش القطاع الفلاحي ساهم في 17.5% من اجمالي الناتج الداخلي الخام ساهم في ارتفاع معدل النمو خلال هذه الفترة. (بنك الجزائر، 2016، صفحة 31)

خلال سنة 2017 تباطأ النشاط الاقتصادي المقاس بنمو اجمالي الناتج الداخلي بشكل ملحوظ، بسبب التراجع القوي لوتيرة توسع قطاع المحروقات كما هو موضح في الجدول بلغ 1.32% مقابل 3.25% سنة 2006. (بنك الجزائر، 2018، صفحة 14)

الشكل رقم (04-01): معدل النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (2000-2017).



المصدر: من إعداد الباحث بناء على الجدول رقم (04-01).

ثانيا: هدف التشغيل.

يرتبط هدف التشغيل ارتباطا وثيقا مع تحقيق معدلات نمو مرتفعة مما يؤدي إلى امتصاص البطالة، وهو ما تسعى إلى تحقيقه السلطة النقدية من خلال سياستها النقدية.

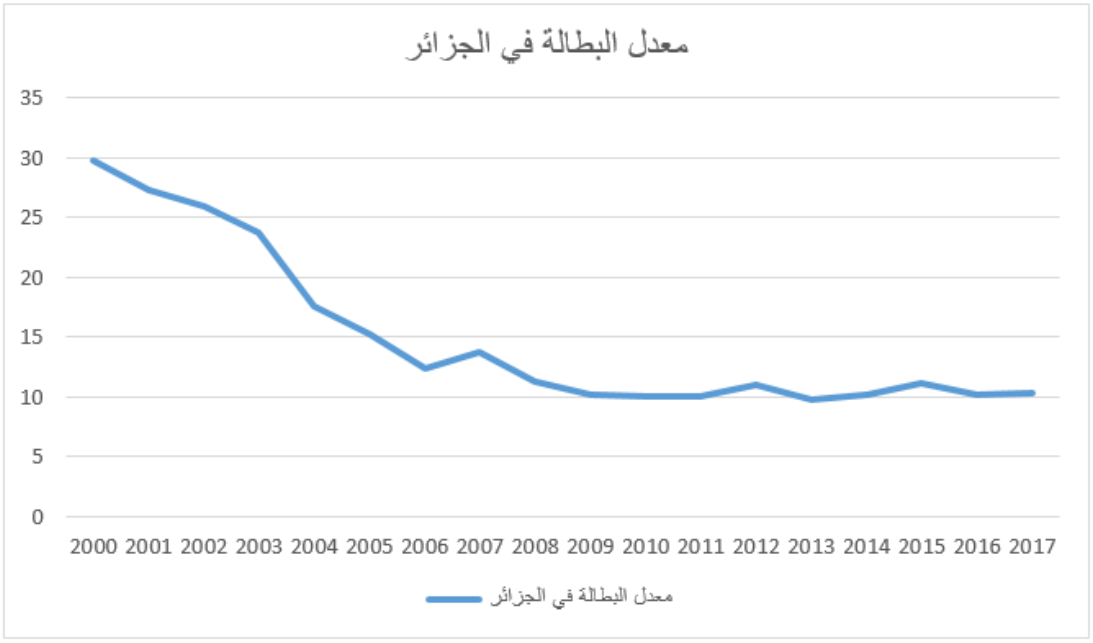
الجدول رقم (04-02): تطور معدل البطالة في الجزائر خلال الفترة (2000-2017).

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
المعدل%	29.80	27.30	25.90	23.70	17.60	15.30	12.30	13.80	11.30
السنة	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
المعدل%	10.20	10.00	10.00	11.00	9.80	10.20	11.20	10.20	10.30

المصدر: (مجموعة البنك الدولي ، 2023)

يلاحظ من الجدول ان معدل البطالة عرف انخفاضا كبيرا ومتسارعا بداية من سنة 2000 إلى غاية سنة 2006 من 29.8% إلى 12.3% ليرتفع في سنة 2007 إلى معدل 13.80% ليعرف انخفاض مرة أخرى إلى غاية سنة 2013 اين سجل اقل نسبة منذ بداية الألفية عند معدل 9.8%، وبعد سنة 2013 عرف معدل البطالة استقرار نسبي بين 10.20% و11.20% كأعلى وأدنى معدل.

الشكل رقم (04-02): معدل البطالة في الجزائر خلال الفترة (2000-2017).



المصدر: من اعداد الباحث بناء على الجدول رقم (04-02).

ويعود سبب هذا الانخفاض بالأساس إلى تبني الدولة سياسة مالية توسعية من خلال البرامج التنموية التي طبقتها الدولة مع بداية الألفية الجديدة والتي تميزت بمخصصات مالية كبرى، كبرنامج دعم النمو الاقتصادي الذي خصص له مبلغ 1216 مليار دينار جزائري. (مالكي ، 2021، صفحة 783)

ثالثا: استقرار مستوى الأسعار والتضخم.

يعتبر التضخم من اهم المؤشرات الاقتصادية التي شغلت الاقتصاديين وصناع السياسة النقدية في العالم بسبب آثاره السلبية بشكل عام، ويؤدي عدم التحكم فيه إلى تشويه باقي المؤشرات الاقتصادية وقد ارتفعت معدلات التضخم خلال السنوات الأخيرة خاصة مع ظهور الأزمات المالية العالمية.

الجدول رقم (04-03): تطور معدل التضخم في الجزائر خلال الفترة(2000-2017).

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
المعدل%	0.30	4.20	1.40	4.30	4.00	1.40	2.30	3.70	4.90
السنة	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
المعدل%	5.7	3.9	4.5	8.9	3.3	2.9	4.8	6.40	5.6

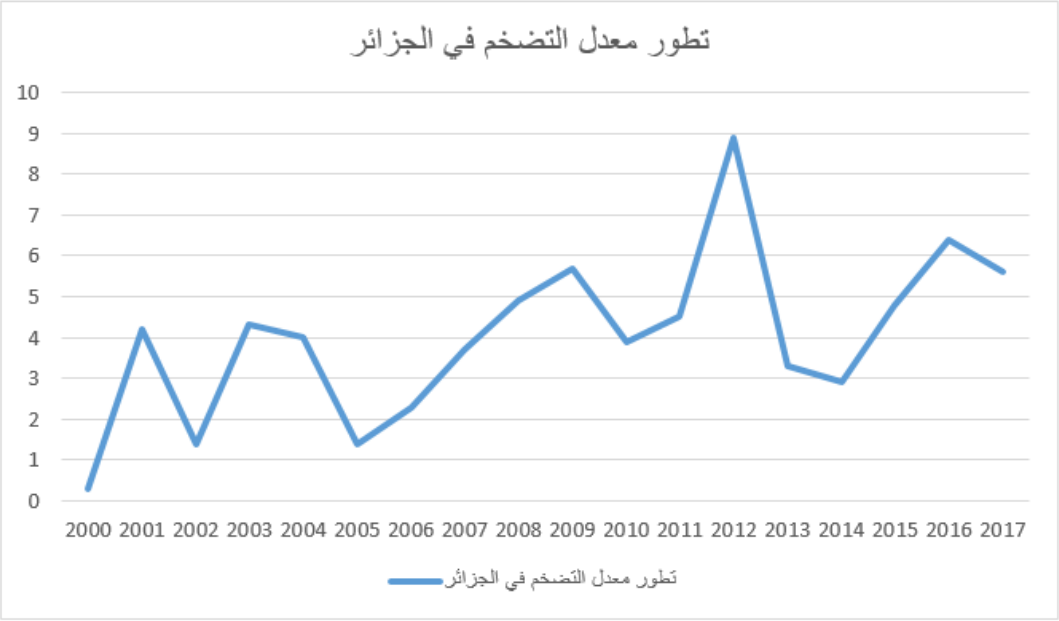
المصدر: من اعداد الباحث بناء على (مجموعة البنك الدولي، 2023)

بلغ معدل التضخم سنة 2001 معدل 4.2% ويعود سبب ذلك إلى ارتفاع معدل نمو الكتلة النقدية خلال تلك الفترة بسبب برنامج الإنعاش الاقتصادي، وخلال الفترة 2002-2009 عرف معدل التضخم تذبذبا بين الارتفاع والانخفاض حيث

بلغ 1.4% كأقل قيمة سنة 2005 و5.7% كأعلى قيمة سنة 2009، ويعود السبب في ذلك إلى التوسع في السياسة المالية من خلال برنامج دعم النمو الاقتصادي. (بن علي و تومي، 2020، صفحة 59)

ووصل في سنة 2012 إلى أعلى معدل له خلال فترة الدراسة بمعدل 8.9% وذلك لارتفاع تكاليف الإنتاج المتمثلة أساسا في ارتفاع كتلة الرواتب والأجور وكذا رفع الأجر الأدنى المضمون من 12000.00دج إلى 15000.00دج سنة 2010 إلى 18000.00دج سنة 2012، ثم انخفض إلى 3.3% سنة 2013 و 2.9% سنة 2014 وذلك راجع إلى انخفاض أسعار المواد المستوردة في الأسواق العالمية (انخفاض التضخم المستورد)، وفي سنة 2015 اتخذ التضخم توجها تصاعديا ليبلغ سنة 2015 معدل 4.8% عاكسا الاختلالات والتشوهات على مستوى بعض الأسواق الاستهلاكية، وتواصل نسبته التسارع سنة 2016 ليبلغ 6.4% ولا يبدو هذا الارتفاع راجع إلى المحددات الكلاسيكية للتضخم بل يعود أساسا إلى النقائص في ضبط الأسواق والوضعية المهيمنة في معظم أسواق سوق السلع الاستهلاكية في الجزائر. (طيوب و بن عبيد، 2022، صفحة 89)

الشكل رقم (04-03): معدل التضخم في الجزائر خلال الفترة (2000-2017).



المصدر: من اعداد الباحث بناء على الجدول رقم (03-03).

رابعا: تصحيح اختلالات ميزان المدفوعات.

تكشف دراسة وضعية ميزان المدفوعات في الجزائر عن هيكل الصادرات والواردات وطبيعة التدفقات المالية المساهمة فيه، ويبين هذا التحليل الأهمية النسبية لمختلف بنود ميزان المدفوعات لإبراز مركز الثقل الذي يقوم عليه الاقتصاد الجزائري.

الجدول رقم (04-04): تطور رصيد ميزان المدفوعات في الجزائر (2005-2017) (مليار دولار)

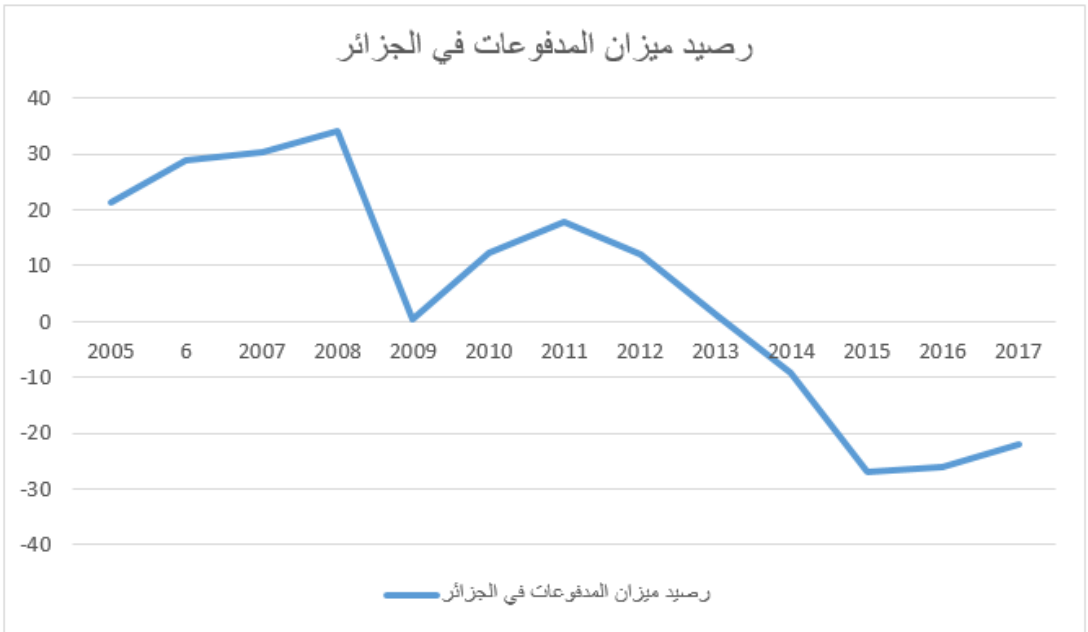
السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
الرصيد	21.18	28.92	30.35	33.95	0.43	12.22	17.67
السنة	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
الرصيد	12.09	1.19	9.26-	27.04-	26.02-	22.07-	

المصدر: (مجموعة البنك الدولي، 2023)

عرف ميزان المدفوعات فائضا خلال الفترة 2005 إلى 2008 نتيجة ارتفاع أسعار البترول حيث حقق رقما قياسيا سنة 2008 بمقدار 33.95 مليار دولار، ليعرف في سنة 2009 انهيارا كبيرا فحقق 0.43 مليار دولار بسبب الأزمة المالية العالمية وانخفاض الطلب على البترول مما أدى إلى انهيار أسعاره في الأسواق العالمية.

وفي بداية 2010 ومع تلاشي الأزمة المالية العالمية حقق رصيد ميزان المدفوعات 12.22 مليار دولار وفي سنة 2011 حقق 17.67 مليار دولار وعرف آخر رصيد موجب له سنة 2013 ب 1.19 مليار دولار، ليتسم بعدها بسلسة من الأرصدة السلبية حيث انتقل من عجز مقدر ب 9.26 مليار دولار سنة 2014 إلى عجز بمقدار 27.04 مليار دولار سنة 2015 ويرجع ذلك لانهيار أسعار البترول خلال النصف الثاني من سنة 2014 مما أدى إلى انخفاض صادرات المحروقات وارتفاع واردات السلع خلال سنة 2015، اما خلال سنة 2016 و2017 عرف رصيد ميزان المدفوعات تحسنا جزئيا فسجل عجزا مقدرا ب 26.02 مليار دولار و 22.07 مليار دولار على التوالي وهذا راجع أساسا إلى تحسن أسعار البترول في الأسواق العالمية وكذا انخفاض الواردات من السلع مقارنة مع سنة 2015. (كيفاني ش.، 2017، صفحة 110)

الشكل رقم (04-04): رصيد ميزان المدفوعات في الجزائر خلال الفترة (2005-2017).



المصدر: من اعداد الباحث بناء على الجدول رقم (04-04).

الفرع الثاني: أدوات السياسة النقدية في الجزائر.

لتحقيق اهداف السياسة النقدية المسطرة من طرف مجلس النقد والقرض في بداية كل سنة مالية، يتوفر لدى بنك الجزائر مجموعة من أدوات السياسة النقدية التي تسمح له بالتدخل في السوق النقدية من أجل مراقبة معدلات الفائدة وإدارتها وضبط السيولة البنكية. من بين هذه الأدوات المستخدمة نذكر ما يلي:

أولا: المعدل التوجيهي.

المعدل التوجيهي لبنك الجزائر هو معدل الفائدة المطبق على عمليات إعادة التمويل الرئيسية، إذ يشكل إشارة لتوجه السياسة النقدية مع هدف أساسي ألا وهو استقرار المستوى العام للأسعار (ج.ر.ج.ج، 2020).

ثانيا: عمليات السوق المفتوحة.

تجري عمليات السوق المفتوحة في السوق النقدية بمبادرة من بنك الجزائر، يمكن لهذه العمليات أن تكون ذات فترات نضج لسبعة أيام أي عمليات أسبوعية عادية، إلى اثني عشر شهرا أي عمليات ذات فترات نضج أطول (ج.ر.ج.ج، 2009).

وتندرج ضمن عمليات السوق المفتوحة العمليات التالية:

1-عمليات إعادة التمويل الرئيسية:

تلعب عمليات إعادة التمويل الرئيسية دورا هاما في إدارة معدل الفائدة وكذا تسيير السيولة المصرفية، وتعد العمليات الجالبة للسيولة ذات تكرار وتاريخ استحقاق أسبوعي، وتمثل هذه العمليات قناة رئيسية في إعادة تمويل القطاع البنكي (ج.ر.ج.ج، 2009).

2-عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل:

هي العمليات الجالبة للسيولة ذات تكرار شهري يمتد إلى غاية اثني عشر شهرا، تهدف هذه العمليات إلى تزويد المصارف بإعادة تمويل إضافي على المدى الطويل (ج.ر.ج.ج، 2009).

3-عمليات الضبط الدقيق:

تهدف عمليات الضبط الدقيق إلى تسيير وضعية السيولة في السوق وكذا إدارة معدلات الفائدة للتخفيف من تأثير التقلبات غير المتوقعة، ويمكن أن تكون على شكل عمليات مساهمة بالسيولة أو سحبها، حيث يكون تكرار ونضج هذه العمليات غير موحد (ج.ر.ج.ج، 2009).

4-العمليات الهيكلية:

تعتبر العمليات الهيكلية عمليات جالبة للسيولة ذات تكرار منتظم او غير منتظم وبمدة تنازل غير موحدة، يتم اجراؤها عن طريق الإعلان عن مناقصات عادية يحق لجميع المصارف المؤهلة المشاركة فيها (ج.ر.ج.ج، 2009).

وتنقسم الأدوات التي يمكن استعمالها ضمن أدوات السوق المفتوحة إلى ثلاث فئات:

أ-عمليات التنازل المؤقت:

هي العمليات التي يقوم من خلالها بنك الجزائر بأخذ أو وع الأوراق المقبولة على سبيل الأمانة، منح قروض مضمونة بواسطة التنازل عن الأوراق الخاصة (ج.ر.ج.ج، 2009).

ب-العمليات المسماة النهائية (شراء وبيع أوراق عمومية):

هي العمليات التي يقوم من خلالها بنك الجزائر أو ببيع نهائي في سوق السندات المقبولة، ولا تتم هذه العمليات إلا لأهداف هيكلية أو لغرض الضبط الدقيق، يمكن لهذه العمليات أن تأخذ شكل مساهمة بالسيولة (شراء نهائي) أو سحب بالسيولة (بيع نهائي) وتقام هذه العمليات عن طريق الإعلانات عن المناقصة (ج.ر.ج.ج، 2009).

ج-استرجاع السيولة على بياض:

هي العمليات التي يقوم من خلالها بنك الجزائر بدعوة البنوك التجارية بتوظيف السيولة عن طريق إعلانات عن المناقصة لدى بنك الجزائر في شكل ودائع، وتتم هذه العمليات وفق تواريخ استحقاق ثابتة بدون تقديم أي ضمان على الأموال المودعة (ج.ر.ج.ج، 2009).

الجدول رقم (04-05): تطور أسعار عمليات السوق المفتوحة في الجزائر خلال الفترة (2000-2017) (مليار دج).

السنة	عمليات السوق المفتوحة			
	عمليات إعادة التمويل الرئيسية	عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل	عمليات الضبط الدقيق	العمليات الهيكلية
2000			6,853.00	
2001			10,620.00	
2002			4,756,880.00	
2003			10,260,000.00	
2004			14,150,000.00	
2005			17,354,128.00	

2006			10,730,883.00	
2007			27,011,544.00	
2008			43,999,019.00	
2009			43,971,927.00	
2010			40,968,719.00	
2011			44,000,000.00	
2012			54,100,000.00	
2013			48,600,000.00	
2014			47,703,000.00	
2015			25,960,500.00	
2016			5,386,500.00	
2017	4634.72	644.37	/	

المصدر: (Bank of Algeria, 2023).

ثالثا: التسهيلات الدائمة.

تهدف التسهيلات الدائمة إلى تزويد او سحب السيولة من المصارف لأربعة وعشرون ساعة، وتتم هذه العمليات بمبادرة من المصارف على شكل:

1-تسهيلات القرض الهامشي:

تسهيلة القرض الهامشي هي عملية يمكن للمصرف من خلالها أن يتحصل من بنك الجزائر مقابل تقديم أوراق مؤهلة، على سيولة لأربعة وعشرون ساعة بمعدل محدد مسبقا يتم تحديده من قبل بنك الجزائر (ج.ر.ج.ج، 2009).

2-تسهيلات الودائع المغلة للفائدة:

تسهيلة الودائع المغلة للفائدة هي عملية إيداع مصرفي لدى بنك الجزائر لأربعة وعشرون ساعة، تكافأ هذه الودائع بنسبة فائدة يحددها بنك الجزائر بدون تقديم أي ضمان بالمقابل، ويكون مبلغ النقود الذي يمكن للمقابل ايداعه في إطار تسهيلة الودائع المغلة للفائدة غير محدود، وتشكل هاتين التسهيلتين ممر لسعر الفائدة في السوق النقدية (ج.ر.ج.ج، 2009).

رابعا: عمليات إعادة الخصم والقروض.

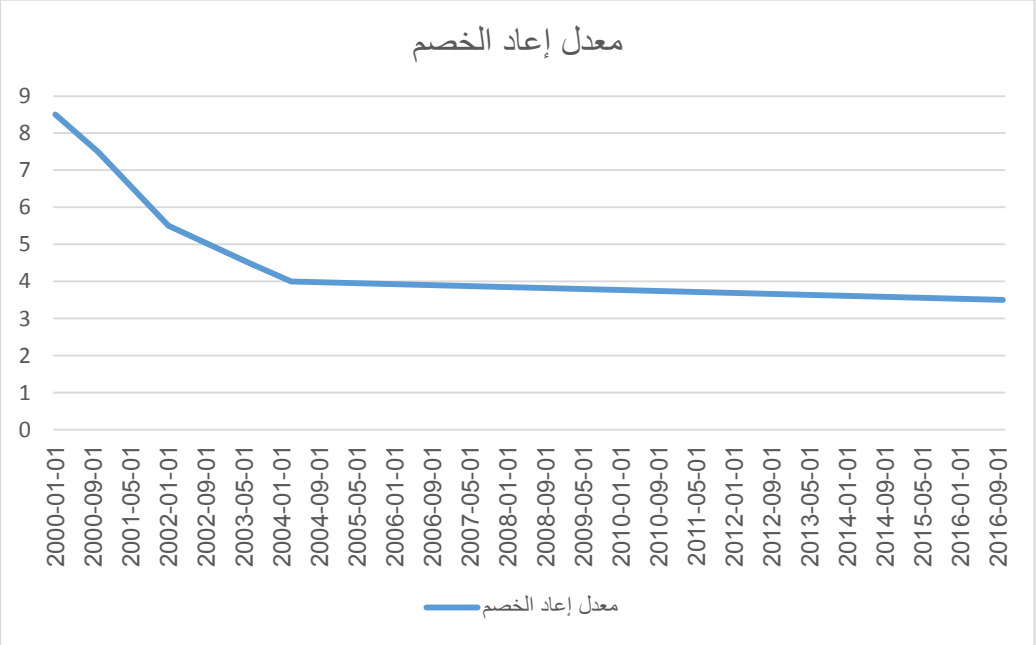
يمكن لبنك الجزائر أن يخصم السندات العمومية الصادرة أو المضمونة من قبل الدولة، وإعادة خصم السندات الخاصة الممثلة لعمليات تجارية وكذا عمليات التمويل ومنح التسبيقات والقروض في الحساب الجاري لصالح البنوك والمؤسسات المالية، يجب ضمان هذه القروض برهون على سندات الخزينة أو الذهب أو العملات الأجنبية أو السندات العمومية أو الخاصة القابلة لعملية إعادة الخصم (ج.ر.ج.ج.، 2015).

الجدول رقم (04-06): تطور معدل إعادة الخصم في الجزائر خلال الفترة (2000-2017).

تاريخ بداية التطبيق	تاريخ نهاية التطبيق	معدل الخصم %
2000/01/27	2000/10/21	7.50
2000/10/22	2002/01/19	6.00
2002/01/20	2003/05/31	5.50
2003/06/01	2004/03/06	4.50
2004/03/07	2016/09/30	4.00
2016/10/01	إلى نهاية 2017	3.50

المصدر: (بنك الجزائر، 2018، صفحة 19).

الشكل رقم (04-05): يمثل معدل إعادة الخصم في الجزائر خلال الفترة (2000-2017).



المصدر: من اعداد الطالب بناء على معطيات الجدول رقم (04-06).

خامسا: الحد الأدنى للاحتياطات الإلزامية.

في إطار تنفيذ سياسته النقدية، يلزم بنك الجزائر البنوك بتشكيل مبلغ من الاحتياطات الإلزامية على شكل ودائع في حساباتها الجارية المفتوحة في سجلاته، يتم تكوين الاحتياطي الإلزامي للبنوك من مجموع الاستحقاقات المجمعة والمقترضة بالدينار والاستحقاقات المرتبطة بالعمليات خارج الميزانية باستثناء الاستحقاقات إزاء بنك الجزائر، وتتراوح نسبة الاحتياطي الالزامي بين 0% و15% (ج.ر.ج.ج، 2004).

تحسب فترة تكوين الاحتياطي الالزامي بشهر واحد تبدأ من اليوم الخامس عشر من كل شهر وتنتهي في اليوم الرابع عشر من الشهر التالي، ويمكن أن يعطي بنك الجزائر نسبة فائدة على الاحتياطات الإلزامية لا تتجاوز نسبة الفائدة على عمليات إعادة التمويل لبنك الجزائر (ج.ر.ج.ج، 2004).

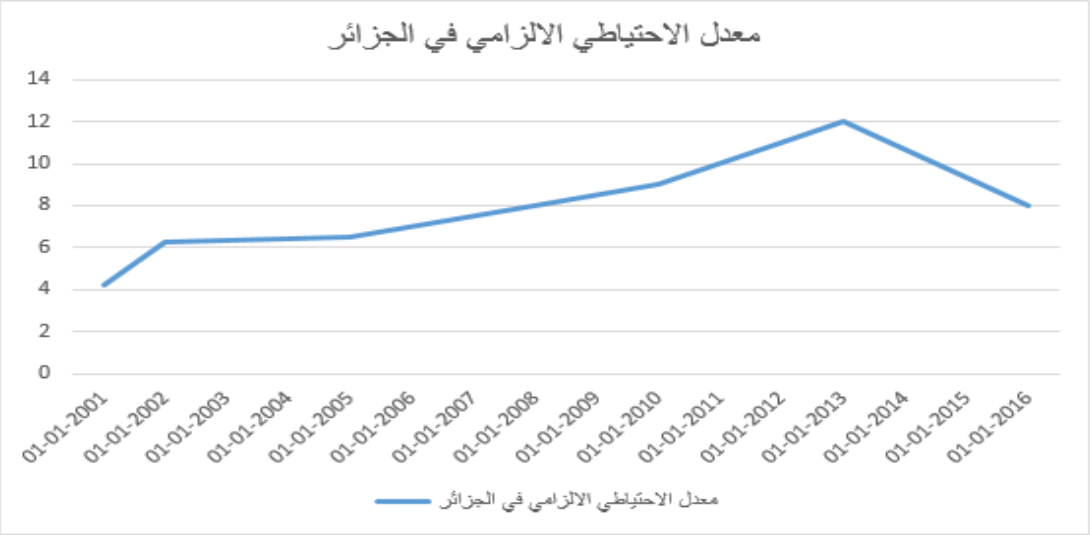
الجدول رقم (04-07): تطور معدل الاحتياطي الإلزامي في الجزائر خلال الفترة (2001-2017).

تاريخ بداية التطبيق	تاريخ نهاية التطبيق	معدل الاحتياطي %
2001/02/15	2002/12/14	4.25
2002/12/15	2004/04/14	6.25
2005/05/15	2008/01/14	6.50
2008/01/15	2010/12/14	8.00
2010/12/15	2012/05/14	9.00
2012/05/15	2013/05/14	11.00
2013/05/15	2016/05/14	12.00
2016/05/15	2017/07/15	8.00

المصدر: (Bank of Algeria، 2023).

يظهر تطور معدل الاحتياطي الإلزامي في الجزائر خلال الفترة 2001-2017 مسارا تصاعديا واضحا عكس وجود فائض كبير في السيولة داخل الجهاز المصرفي، إذ ارتفع المعدل من 4.25% سنة 2001 إلى 12% ما بين 2013 و2016، وهو من أعلى المستويات في المنطقة، ما يؤكد أن بنك الجزائر كان يعتمد سياسة نقدية انكماشية بهدف امتصاص السيولة والحد من الضغوط التضخمية خلال سنوات الوفرة النفطية، غير أن التحول بدأ بعد أزمة أسعار النفط سنة 2014 أين قام بتخفيض الاحتياطي إلى 8% سنة 2016، في إشارة إلى تراجع السيولة المصرفية وتغير توجه السياسة النقدية نحو دعم البنوك، ورغم هذا التراجع ظل للبنك المركزي هامش معتبر لتوفير السيولة عبر أدواته التقليدية مثل خفض الاحتياطي الإلزامي أو عمليات إعادة التمويل.

الشكل رقم (04-06): معدل الاحتياطي الالزامي في الجزائر خلال الفترة (2001-2017).



المصدر: من اعداد الطالب بناء على معطيات الجدول رقم (04-07).

المطلب الثالث: إصلاحات السياسة النقدية في الجزائر.

شهدت السياسة النقدية في الجزائر سلسلة من الإصلاحات الهيكلية الهادفة إلى تكييف الإطار النقدي والمؤسسي مع التحولات الاقتصادية والمالية التي عرفها الاقتصاد الوطني، وقد جاءت هذه الإصلاحات استجابة للتحديات المرتبطة بفعالية الجهاز المصرفي وتعزيز دور بنك الجزائر في ضبط السياسة النقدية. ويعتبر تعديل قانون النقد والقرض أحد أبرز محطات هذه الإصلاحات، لما له من أثر على تنظيم وتسيير بنك الجزائر.

الفرع الأول: إصلاحات سنة 2001 عن طريق الأمر 01-01.

جاء أول تعديل لقانون النقد والقرض 90-10 بعد أكثر من عشر سنوات على إصداره عن طريق الأمر 01/01 المؤرخ في 27 فيفري 2001، وقد مس هذا التعديل بصفة خاصة الجوانب الإدارية لتسيير وإدارة بنك الجزائر دون أن يكون له أثر على القوانين الأساسية لقانون النقد والقرض 10/90 وأهم ما جاء به التعديل يتمثل فيما لي: (بوكرشاوي ، 2020، صفحة 419)

- جاءت المادة 02 من الأمر 01-01 لتعدل المادة 19 من القانون 90-10 لتصبح كالآتي: " يتولى تسيير البنك المركزي وإدارته ومراقبته، على التوالي، محافظ يساعده ثلاث نواب محافظ ومجلس الإدارة ومراقبان"، حيث كانت الصيغة الأولى للمادة 19 في القانون 90-10 كالآتي: " يقوم بتسيير البنك المركزي وإدارته محافظ يساعده ثلاث نوابه له ومجلس لنقد والقرض ومراقبان " يتصرف مجلس النقد والقرض المسمى المجلس، كمجلس إدارة البنك المركزي، وكسلطة إدارية تصدر تنظيمات نقدية ومالية ومصرفية.

فمن خلال الصياغة الأولى للمادة 19 والصياغة المعدلة لها، يتبين أن نية المشرع قد تذهب بهذا التعديل إلى إيجاد مجلسين أحدهما مجلس إدارة والآخر يكلف بالشؤون النقدية والعمليات الفنية.

- أما المادة 03 من الأمر 01-01 عدلت الفقرتين الأولى والثانية من المادة 23 من القانون 90-10 كما يلي: " لا تخضع وظائف المحافظ ونواب المحافظ إلى قواعد الوظيف العمومي، وتتنافى مع كل نيابة تشريعية أو مهمة حكومية أو وظيفة عمومية".

" لا يمكن للمحافظ ونواب المحافظ أن يمارسوا أي نشاط أو وظيفة أو مهنة مهما تكن أثناء ممارستهم وظائفهم، ما عدا تمثيل الدولة لدى مؤسسات عمومية دولية ذات طابع مالي أو نقدي أو اقتصادي".

حيث كانت صياغة المادة 23 من الأمر 01-01 كالتالي: " تتنافى وظائف المحافظ ونواب المحافظ مع النيابة التشريعية أو مهمة حكومية أو أية وظيفة عمومية".

" لا يمكن للمحافظ ونوابه أن يمارسوا أي نشاط أو مهنة وأن يتولوا أي منصب خلال مدة ولايتهم ما عدا تمثيل الدولة لدى مؤسسات عمومية دولية ذات طابع مالي أو نقدي أو اقتصادي".

"كما لا يمكنهم اقتراض أي مبلغ من أي مؤسسة جزائرية كانت أو أجنبية، ولا يقبل أي تعهد صادر عنهم في محفظة البنك المركزي، ولا في محفظة أي بنك عامل في الجزائر".

ما يلاحظ هو أن تعديل 2001 ألغى الفقرة الثالثة من المادة 23 من القانون 90-10 وقد يكون هذا الإجراء حاجزا لعدم استغلال المحافظ ونوابه للمنصب في الحصول على قروض أو تمويلات بتعهدات شخصية، وبزوال هذا القيد قد يتاح للمحافظ ونوابه تحصيل قروض وتمويلات سواء من مؤسسات أجنبية أو جزائرية وكذا التعامل في محفظة بنك الجزائر ومحافظ بقية البنوك العاملة في الجزائر.

- وجاء في المادة 13 من الأمر 01-01 الغاء احكام المادة 22 من القانون 90-10 والتي تنص على: " يعين المحافظ لمدة ست سنوات، ويعين كل من نواب المحافظ لمدة خمس سنوات". ويمكن تجديد ولاية المحافظ ونوابه مرة واحدة.

تتم إقالة المحافظ ونواب المحافظ في حالة العجز الصحي المثبت قانونا أو الخطأ الفادح بموجب مرسوم يصدره رئيس الجمهورية، كما لا يخضع المحافظ ونوابه لقواعد الوظيفية العمومية.

يمكن القول إن تعديل 2001 جاء لتحقيق هدفين، يتعلق الأول بالسماح بالتنسيق بين السلطة التنفيذية ومحافظ بنك الجزائر، ويتعلق الثاني بالفصل بين مجلس إدارة بنك الجزائر والسلطة النقدية ممثلة بمجلس النقد والقرض والذي تخلى عن دوره كمجلس للإدارة، إلا أن هذا التعديل لم يأت بتغيير كبير على نشاط بنك الجزائر، وبعد ملاحظة السلطات الضعف الذي لا زال يتخبط فيه أداء الجهاز البنكي فاضطرت إلى القيام بمزيد من الإصلاحات (بن علقمة ، 2021، صفحة 60).

الفرع الثاني: الأمر 11/03 المتعلق بالنقد والقرض

جاء هذا النص التشريعي والذي عدل وتمم قانون 90-10 في ظرف تميز بضعف كبير في أداء السياسة النقدية من خلال الجهاز البنكي وخاصة بعد الفضائح المتعلقة بإفلاس بنك الخليفة والبنك الصناعي والتجاري الجزائري والذي أبان عن ضعف أدوات الرقابة التي يستخدمها بنك الجزائر باعتباره السلطة النقدية في البلاد.

أولا: دوافع صدور الأمر 03-11.

لقد اختلفت الأسباب والدوافع التي أدت إلى اصدار الأمر 03-11 والتي كانت ذات أبعاد مختلفة يمكن حصرها فيما يلي (بهناس ، 2013، صفحة 38):

1-سبب سياسي:

حيث أن التشريع الجديد يحقق الانسجام المطلوب بين تصورات الحكومة وتصورات السلطة النقدية ممثلة في بنك الجزائر، وهذا الانسجام شرط ضروري لتكريس التضامن داخل الجهاز التنفيذي عكس ما أحدثه القانون السابق من تنازع في الاختصاص وتداخل في الصلاحيات واحتكار للسلطة النقدية من مجلس النقد والقرض، الأمر الذي جعل الحكومة مجرد تابع له وهذا الاحتكار هو تطبيق سيء للاستقلالية لكونه لا يراعي متطلبات برنامج الحكومة، ويفرغ الإصلاحات الاقتصادية من جدواها.

2-سبب اقتصادي:

إن القانون الجديد للنقد والقرض يجعل من السياسة النقدية جزء مندمج للسياسة الاقتصادية للدولة وهذا الاندماج لا يعني فقدان السلطة النقدية لاستقلاليتها بل على العكس يدعمها من ناحية اعتبارها كأداة للتحكم في التوازنات الكبرى للاقتصاد الكلي.

3-سبب تقني:

إن قانون النقد والقرض السابق خلاف التشريع الحالي احتوى على عدة ثغرات خاصة في مجال الصرف واعتماد البنوك الخاصة والرقابة عليها، وهو ما أثر على مصداقية النظام المصرفي الوطني الذي جعله عرضة لمخاطر لا تمس فقط أموال المودعين ولكنها تشكل أيضا خطرا على الأمن والسلم الاجتماعي، ويستدلون في ذلك بمضاعفات قضية بنك خليفة، وهذه الأسباب مجتمعة كانت كافية في نظر السلطة للتخلي عن القانون 90-10 واستبداله بالأمر 03-11.

2-أهداف الأمر 03-11:

من بين أهم أهداف صدور الأمر 03-11 نذكر ما يلي (بن علقمة ، 2021، صفحة 63):

- توسيع صلاحيات بنك الجزائر: حيث تم الفصل بين مجلس إدارته ومجلس النقد والقرض وتوسيعا لصلاحيات المجلس وجدت هيئة للرقابة ومتابعة نشاطاته تتألف من مراقبين يعينان بمرسوم رئاسي، إضافة إلى تعزيز دور اللجنة البنكية واستقلاليتها وأسندت اليها عدة مهام؛

- توسيع صلاحيات مجلس النقد والقرض الذي خولت له الصلاحيات في مجال السياسة النقدية وسياسة الصرف والتنظيم والإشراف ونظم الدفع؛
- تعزيز التشاور بين بنك الجزائر والحكومة وذلك من خلال اثراء مضمون وشروط التقارير الاقتصادية والمالية وإعداد تقارير مالية ترسل إلى مختلف مؤسسات الدولة، بالإضافة إلى إنشاء لجنة مختلطة بين بنك الجزائر ووزارة المالية للإشراف على استراتيجية الاستدانة الخارجية وسياسة تسيير الأرصدة والمديونية الخارجية والعمل على انسياب أفضل للمعلومة المالية؛
- حماية البنوك والادخار العمومي بحيث تتجسد هذه الحماية في تعزيز معايير اعتماد البنوك ومن يسيرها، إذ يتعين على البنوك أن توفر رأس مال أدنى يعادل على الأقل المبلغ الذي يحدده النظام ويتخذه المجلس.

ولتقديم حماية أكبر للبنوك والادخار العمومي، يمنع كل بنك ومؤسسة مالية أن تمنح قروضا لمسيريها والمساهمين فيها وللشركات التابعة لمجموعة البنك والمؤسسة المالية، كما يجب على البنوك أن تشارك في تمويل صندوق ضمان الودائع البنكية بالعملة الوطنية، إذ يتعين على البنوك دفع علاوة ضمان سنوية تقدر بـ 1% على الأكثر من مبلغ ودائعه المسجلة في 12/31.

الفرع الثالث: الأمر 10-04 وتعديل قانون النقد والقرض.

مست التعديلات التي جاء بها الأمر 10-04 جانبين مهمين هما: (رابحي ، 2015، صفحة 153)

- على المستوى الجزئي ركز التعديل الأخير على عدم خضوع بنك الجزائر إلى التزامات التسجيل في السجل التجاري رغم أن المادة 09 من الأمر 03-11 تعتبر أن بنك الجزائر يعتبر تاجرا في علاقاته مع الغير. توسيع مجال اعفاء بنك الجزائر من كل الضرائب والرسوم والحقوق والأعباء الجبائية مهما تكن طبيعتها في كل العمليات المرتبطة بطبيعة نشاطاته. وفي نفس المجال أعطى التعديل الأخير أهمية لبنك الجزائر في تحقيق الاستقرار النقدي المتعلق بمكافحة التضخم وكذا الاستقرار المالي المتعلق بملاءة المؤسسات المالية والأسواق المالية، كما ركز على مسؤولية بنك الجزائر في إعداد ميزان المدفوعات وعرض الوضعية المالية الخارجية للجزائر وهي مهمة تقليدية للبنوك المركزية في العالم.
- على المستوى الكلي قدم الأمر الأخير مجموعة تعديلات ذات صلة بسير النظام المصرفي ككل، بحيث يتوجب على البنوك العاملة في الجزائر أن يكون لها حساب دائن مع بنك الجزائر لتلبية حاجات عملية التسديد بعنوان نظم الدفع بدل المقاصة المعمول بها سابقا، وتأتي أهمية نظم الدفع من خلال دورها المهم في تطوير القطاع المالي، تقليص المخاطر وفعالية التحويل مع سهولة في إدارة الأموال وتعتبر توجه جديد نحو تقديم خدمات مصرفية حديثة تساهم في عصرنة النظام المصرفي الجزائري، كما ركز الأمر الجديد على أهمية توجيه البنوك التجارية نحو تقديم خدمات مصرفية حديثة والقيام بدور بنزك الأعمال في ظل حدود يضعها مجلس النقد والقرض.

من جهة أخرى فقد أعطى الأمر 10-04 لبنك الجزائر صلاحيات واسعة جدا في مجال ضمان عمل ومراقبة وسلامة أنظمة الدفع المعتمدة حيث عليه أن يتأكد من سلامة وسائل الدفع وكذا إعداد المعايير المطبقة في هذا المجال وملاءتها، كما أن له الحق في رفض ادخال أي وسيلة دفع لا سيما إذا كانت لا تقدم ضمانات سلامة كافية.

أما فيما يتعلق بترخيص مساهمة رأس المال الأجنبي في البنوك والمؤسسات المالية التي تعمل على التراب الجزائري فقد بين الأمر 10-04 بأن هذه المساهمة لا يمكن أن تتم إلا في إطار شراكة مع رأس المال المحلي، حيث يجب أن تمثل نسبة المساهمة الوطنية المقيمة 51% على الأقل من رأس مال المؤسسة البنكية والمالية، كما يشترط زيادة على ذلك أن تمتلك الدولة سهما نوعيا في رأس مال هذه المؤسسات ذات رأس المال الخاص. (بهناس ، 2013، صفحة 42)

المبحث الثاني: تطور سياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر

مع اشتداد الأزمة الاقتصادية التي عصفت بالجزائر في أعقاب الانخفاض الحاد في أسعار النفط بين عامي 2014 و2017، وجدت الحكومة نفسها أمام تحديات مالية غير مسبوقة تمثلت في عجز كبير في الموازنة، تراجع احتياطيات النقد الأجنبي، وارتفاع الدين الداخلي. في هذا السياق، لجأت الجزائر إلى تبني سياسة التمويل غير التقليدي كآلية استثنائية لمعالجة الأزمة، والتي أُقرّت رسميًا بموجب قانون المالية التكميلي لعام 2017.

تعتمد هذه السياسة على السماح للبنك المركزي بتمويل العجز في الميزانية من خلال إصدار النقد دون مقابل إنتاجي، وهو ما أتاح للحكومة مواجهة التزاماتها المالية، بما في ذلك تمويل الإنفاق العمومي وسداد الديون الداخلية. ورغم أن هذه الخطوة قدمت حلولًا قصيرة الأجل لتجنب المزيد من الانكماش الاقتصادي، إلا أنها أثارت جدلًا واسعًا حول آثارها بعيدة المدى، خاصة فيما يتعلق بالتضخم، فقدان الثقة في العملة الوطنية، وتعميق الاعتماد على التمويل النقدي.

يُعد هذا التحول في السياسة الاقتصادية نقطة فاصلة في تاريخ الجزائر الاقتصادي، حيث يعكس تطورًا في استراتيجيات الدولة للتعامل مع الأزمات، ولكنه أيضًا يعيد طرح تساؤلات حول فعالية هذا النوع من السياسات في تحقيق الاستقرار الاقتصادي دون خلق أزمات جديدة في المستقبل.

المطلب الأول: السياق الاقتصادي لاعتماد التمويل غير التقليدي في الجزائر.

شهدت الجزائر خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2017 واحدة من أصعب الأزمات الاقتصادية في تاريخها الحديث، نتيجة لانخفاض أسعار النفط العالمية الذي بدأ منتصف عام 2014. وكدولة تعتمد بشكل شبه كامل على صادرات المحروقات لتمويل موازنتها العامة، كانت تداعيات هذا الانخفاض حادة ومباشرة على الاقتصاد الوطني. تراجعت إيرادات البلاد بشكل كبير، ما أدى إلى تفاقم عجز الموازنة العامة، وتراجع احتياطات الصرف الأجنبي، فضلاً عن ارتفاع مستويات الدين الداخلي.

أجبرت هذه الأزمة الحكومة الجزائرية على تبني سياسات تقشفية لتقليل الإنفاق العام، وزيادة الضرائب، وتأجيل المشاريع التنموية الكبرى، في محاولة للحد من تأثير الصدمة النفطية على الاقتصاد الوطني. ومع ذلك، كشفت هذه الأزمة عن هشاشة النموذج الاقتصادي الجزائري الذي يعتمد بشكل مفرط على عائدات المحروقات، وعدم فعالية الجهود المبذولة لتنويع مصادر الدخل.

يمثل هذا السياق فرصة لفهم التحديات الهيكلية التي تواجه الاقتصادات الريعية، كما يسلط الضوء على ضرورة إصلاح السياسات الاقتصادية لتقليل الاعتماد على الموارد الطبيعية المتقلبة وتعزيز القطاعات الإنتاجية الأخرى لضمان استدامة النمو الاقتصادي في المستقبل. وسنتطرق لهذه التطورات بشيء من التفصيل كالتالي:

الفرع الأول: انخفاض أسعار البترول وتأثيره على الإيرادات العامة في الجزائر.

حدثت هذه التطورات في ظرف يتسم بهشاشة النشاط الاقتصادي العالمي وضعف الانتعاش الاقتصادي واستمرار تباطؤ نمو التجارة الخارجية الدولية وانخفاض أسعار المواد الأولية خاصة أسعار البترول وكذلك الارتفاع القوي للدولار الأمريكي مقابل الأورو ونظرا لتبعية الاقتصاد الوطني لإيرادات صادرات المحروقات، فقد تأثر بشدة بانهيار أسعار البترول خاصة بعد النصف الثاني من سنة 2014 خصوصا على مستوى المالية العامة والحسابات الخارجية والسيولة المصرفية. فقد عرفت أسعار البترول انخفاضا تدريجيا ومستمر خلال السنوات الأخيرة وذلك بسبب الزيادة العالمية في انتاج النفط، ففي الوقت الذي لم تساهم فيه دول مجموعة الأوبك الا بنسبة 2% من الإنتاج العالمي خلال هذه الفترة ساهم الإنتاج الأمريكي بحوالي نصف الزيادة في الإنتاج العالمي، ولا شك أن هذه الزيادة متأتية من النفط المحصور الذي ازداد انتاجه بشكل كبير من أجل تعويض الانخفاض الناتج من مناطق النفط التقليدية في الولايات المتحدة (ميرزا، 2015، صفحة 3).

الجدول رقم (04-08): تطور متوسط سعر البترول خلال الفترة 2014-2017 (الوحدة: دولار للبرميل)

السنة	2014	2015	2016	2017
السعر	99.48	53.60	45.00	66.68

المصدر: (بنك الجزائر، 2017).

من الجدول نلاحظ بعد منتصف 2014 أخذ سعر البترول في الانهيار وذلك لمجموعة من العوامل التي أدت إلى ذلك نذكر منها: أولا عدم نمو الطلب العالمي ليتناسب مع زيادة العرض، فمن ناحية الطلب ساد التوقع بانخفاض نمو الناتج المحلي الإجمالي ومن ثم الطلب العالمي على النفط، ومن ناحية العرض استمرت الزيادة في إنتاج الولايات المتحدة من النفط الصخري

وكذلك قرار دول الأوبك في نوفمبر 2014 بعدم تخفيض الإنتاج لإيقاف انخفاض الأسعار، أما العامل الثالث تمثل في ارتفاع سعر صرف الدولار تجاه العملات الأخرى وما يخلفه ذلك من تخفيض على الطلب العالمي مما ساهم في انخفاض سعر البترول إلى 45 دولار للبرميل سنة 2016 (ميرزا، 2015، صفحة 4). وهو ما أثر على الإيرادات العامة للدولة كما هو ملاحظ في الجدول أدناه:

الجدول رقم (04-09): تطور الإيرادات العامة في الجزائر خلال الفترة 2014-2017 (مليار دج)

السنة	الإيرادات العامة (مليار دينار جزائري)	التغير النسبي %
2014	6519	-
2015	5131	-2.13%
2016	5344	+4.2%
2017	6072	+13.6%

المصدر: (بنك الجزائر، 2018، صفحة 50).

من الجدول نلاح أنه خلال سنة 2014 كانت أسعار البترول مرتفعة ومستقرة حيث تجاوزت 100 دولار للبرميل الواحد، تشكل عائدات المحروقات نسبة 60% من الإيرادات العامة للدولة وهو ما أدى إلى وصولها إلى أكثر من 6500 مليار دينار خلال تلك السنة وهو ما سمح بتمويل المشاريع التنموية بسبب وجود فائض في الميزانية العامة (بنك الجزائر، 2018، صفحة 50).

خلال سنة 2015 انخفضت الإيرادات إلى 5131 مليار دينار جزائري بنسبة 21.3% وكان هذا التراجع بسبب انخفاض أسعار البترول إلى اقل من 50 دولار للبرميل مما أدى إلى عجز كبير في الموازنة العامة مع تبني سياسات التقشف، أما سنة 2016 عرفت زيادة طفيفة في الإيرادات العامة وصلت إلى 5344 مليار دينار جزائري وهذا على الرغم من استمرار النفط في الانخفاض وكان سبب هذه الزيادة تحسين كفاء الجباية الضريبية وفرض ضرائب ورسوم جديدة على السلع والخدمات، وأخيرا خلال سنة 2017 عرف تعاف نسبي حيث بلغت الإيرادات 6072 مليار دينار جزائري بفعل التحسن والتعافي في اعار البترول نتيجة للمجهودات المتخذة من طرف منظمة أوبك لخفض الإنتاج العالمي وكذلك زيادة الإيرادات الضريبية وتحسين الوعاء الضريبي وآليات التحصيل. (بنك الجزائر، 2018، صفحة 53)

الفرع الثاني: ارتفاع العجز المالي.

يشير العجز المالي إلى الفارق السلبي بين الإيرادات والنفقات في الميزانية العامة للدولة خلال فترة زمنية محددة، حيث تكون النفقات الحكومية أكبر من الإيرادات المحققة من المصادر المختلفة كالضرائب وعائدات النفط. في حالة الجزائر، تفاقم العجز المالي نتيجة لانخفاض الإيرادات النفطية بعد انهيار الأسعار في 2014، مما أجبر الحكومة على الاقتراض أو استخدام الاحتياطي النقدي لتغطية هذا الفارق.

الجدول رقم (04–10): تطور العجز المالي في الجزائر خلال الفترة 2014–2017 (الوحدة: مليار دولار)

السنة	قيمة العجز المالي (مليار دولار)	نسبة العجز المالي من الناتج المحلي
2014	**18**	**%7.3**
2015	**32**	**%15.7**
2016	**33**	**%15.3**
2017	**22**	**%11.2**

المصدر: من اعداد الطالب بناء على:

(بنك الجزائر، 2016، صفحة 34).

(وزارة المالية، 2016، صفحة 45).

يظهر الجدول تصاعد العجز المالي بشكل ملحوظ في عامي 2015 و2016، حيث بلغ ذروته عند 15.7% و15.3% من الناتج المحلي الإجمالي على التوالي. هذا الارتفاع يعود بشكل رئيسي إلى الانخفاض الحاد في الإيرادات النفطية، مما أدى إلى صعوبة تمويل الإنفاق الحكومي (بنك الجزائر، 2016، صفحة 34). ومع ذلك، يلاحظ انخفاض نسبي في نسبة العجز إلى 11.2% في عام 2017، وهو ما يمكن تفسيره بسياسات التقشف التي اتبعتها الحكومة، مثل تقليص الإنفاق العام وزيادة الضرائب.

تشير الأرقام أيضا إلى تأثير مباشر لانخفاض أسعار النفط على العجز المالي، حيث تراجعت قيمة الإيرادات النفطية بنحو 50% بين 2014 و2016، مما دفع الدولة إلى الاعتماد بشكل أكبر على الاقتراض الداخلي والخارجي. (وزارة المالية، 2016، صفحة 45).

الفرع الثالث: تآكل الاحتياطي النقدي.

تآكل الاحتياطي النقدي يشير إلى انخفاض أو استنزاف الاحتياطيات النقدية التي تمتلكها الدولة أو البنك المركزي، والتي تكون عادةً على شكل عملات أجنبية، ذهب، أو أصول أخرى. يحدث هذا التآكل عندما تتجاوز النفقات أو الالتزامات النقدية الواردة، مما يؤدي إلى تقليص الاحتياطي.

الجدول رقم (04–11): تطور الاحتياطي النقدي في الجزائر خلال الفترة 2013–2017 (مليار دولار)

السنة	قيمة الاحتياطي النقدي (مليار دولار)
2013	194

2014	178
2015	144
2016	96
2017	82

المصدر: من إعداد الباحث بناء على (بنك الجزائر، 2017)

يظهر الجدول التراجع الكبير في الاحتياطي النقدي للجزائر خلال الفترة 2013-2017. يعود هذا الانخفاض إلى لجوء الحكومة إلى استخدام الاحتياطي النقدي لتمويل العجز المالي الناتج عن انهيار أسعار النفط. انخفض الاحتياطي النقدي بنسبة تجاوزت 50% بين عامي 2013 و2016، مما أثر بشكل مباشر على السيولة المحلية، حيث أدى إلى تقليص قدرة الحكومة على دعم الاقتصاد عبر الإنفاق العام أو تمويل المشاريع التنموية. كما أدى هذا الانخفاض إلى تقليل ثقة المستثمرين الأجانب في الاقتصاد الجزائري، مما انعكس سلبًا على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.

علاوة على ذلك، فإن التآكل المستمر للاحتياطي النقدي حد من قدرة الجزائر على تغطية الواردات الحيوية، مما أدى إلى ضغوط تضخمية وزيادة تكلفة المعيشة. تراجع الاحتياطي النقدي كان بمثابة إشارة تحذيرية لحاجة الاقتصاد إلى إصلاحات هيكلية عاجلة لضمان الاستدامة المالية (بنك الجزائر، 2017، صفحة 40).

الفرع الرابع: تدهور قيمة الدينار.

تدهور قيمة الدينار يعني انخفاض قيمته مقارنة بالعملات الأجنبية الأخرى مثل الدولار أو اليورو. بعبارة أخرى، يصبح الدينار أضعف، ويتطلب الأمر كمية أكبر منه للحصول على نفس الكمية من العملات الأجنبية. يعرف هذا أيضاً بانخفاض سعر الصرف.

الجدول رقم (04-12): تطور سعر الصرف في الجزائر خلال الفترة 2013-2017 (دينار مقابل دولار).

السنة	سعر الصرف (دينار/ دولار)
2013	**80**
2014	**84**
2015	**98**
2016	**110**
2017	**115**

المصدر: (بنك الجزائر، 2017، صفحة 25).

يظهر الجدول تدهورا مستمرا في قيمة الدينار الجزائري أمام الدولار الأمريكي خلال الفترة بين 2013 و2017. هذا الانخفاض مرتبط بشكل مباشر بانخفاض عائدات الجزائر من العملة الصعبة بسبب تراجع أسعار النفط، مما أدى إلى ضغط كبير

على الاحتياطي النقدي. ضعف قيمة الدينار كان له تأثير كبير على معدلات التضخم، حيث ارتفعت أسعار السلع المستوردة بشكل ملحوظ، مما أثر سلبا على القوة الشرائية للمواطنين. كما أدى تراجع الدينار إلى زيادة تكلفة الواردات وتقليل القدرة التنافسية للصادرات الجزائرية (بنك الجزائر، 2017، صفحة 25).

المطلب الثاني: الإطار العام لآلية التمويل غير التقليدي في الجزائر

على إثر انخفاض أسعار البترول في النصف الثاني من سنة 2014 والتي أدت إلى زيادة الضغط على الخزينة العمومية من خلال انخفاض الإيرادات العامة في مقابل النفقات العامة المتزايدة، بدأ التفكير في الحلول البديلة من أجل سد عجز الموازنة خاصة بعد نفاذ صندوق ضبط الإيرادات في فيفري 2017.

الفرع الأول: القوانين التشريعية لآلية التمويل غير التقليدي في الجزائر

جاء القانون رقم 10-17 ليعدل ويتمم الأمر 11-03 المتعلق بقانون النقد والقرض والذي يسمح لبنك الجزائر وبشكل استثنائي لمدة 5 سنوات بالشراء مباشرة عن الخزينة السندات المالية التي تصدرها من أجل المساهمة على وجه الخصوص في تغطية احتياجات تمويل الخزينة وتمويل الدين العمومي الداخلي وتمويل الصندوق الوطني للاستثمار (ج.ر.ج.ج، 2017، صفحة 04).

لقد جاء القانون 10-17 بمادة جديدة وهي المادة 45 مكرر التي تعدل المادة 45 من الأمر 11-03 المتعلق بالقرض والنقد والتي تسمح لبنك الجزائر بتمويل الخزينة العمومية وبشكل استثنائي لمدة 5 سنوات وبشكل مباشرة عن طريق شراء السندات المالية التي تصدرها وسنتطرق بشرح مفصل لهذه الآلية من خلال كونها: (رملي، 2018، الصفحات 221-222)

- **استثنائية:** وذلك لارتباطها المباشر بحدوث العجز في الموازنة العامة، وارتباط هذا الأخير أساسا بحجم الإيرادات والنفقات، وعليه يمكن القول إن هذه العملية جاءت كحل ظرفي لانهيار أسعار البترول وما خلفته من آثار سلبية على مداخيل الدولة؛
- **محددة بمدة زمنية:** تم تحديد فترة الاعتماد على التمويل غير التقليدي بـ 05 سنوات غير أننا يمكن ان نعتبر ذلك هامشيا، حيث أن ما يهم من الناحية الاقتصادية هو قيمة المبالغ التي يتم إصدارها أي بمعنى آخر هو قيمة العجز في ميزانية الخزينة العمومية، وهذا يتطلب مجهود كبيرا وإصلاحا جذريا للمنظومة الجبائية وذلك لتوسيع الوعاء الجبائي وتنويعه؛
- **تتم عن طريق سندات الخزينة:** هنا تم التأكيد على أن بنك الجزائر يقوم بتمويل الخزينة العمومية مقابل شرائه للسندات التي تصدرها، وذلك مع علمنا بكون قيمة السندات هي قيمة العجز أو بمعنى أدق القيمة التي تحتاجها الخزينة من أجل موازنة النفقات والإيرادات؛
- **الشراء بطريقة مباشرة:** على خلاف التسبيقات التي يقدمها بنك الجزائر إلى الخزينة العمومية في ظل القوانين السابقة، والتي تميزت بكونها تمر عبر سوق ما بين البنوك، أي أن بنك الجزائر يقوم مباشرة بشراء سندات الخزينة التي يتم طرحها للاكتتاب في سوق ما بين البنوك، فوفق القانون 10-17 يقوم بنك الجزائر بتمويل مباشر أي يقوم بشراء هذه السندات دون مرورها في الدائرة المصرفية؛

- **غير محددة من حيث سقف الإصدار:** حيث لا يوجد حد معين للمبالغ التي يتم طبعها خلال المدة المعتمدة في التمويل غير التقليدي، هذا رغم تصريحات وزير المالية بأن المبالغ لن تتعدى 2659 مليار دج، غير أن المبالغ التي تم طبعها إلى غاية فيفري 2019 بلغت 6556.2 مليار دج (بنك الجزائر، 2019).

الفرع الثاني: تطبيق آلية التمويل غير التقليدي في الجزائر

أقرت الجزائر آلية التمويل غير التقليدي بموجب القانون 17-10 الصادر في 11 أكتوبر 2017 من خلال تعديل المادة 45 مكرر من الأمر 03-11 المتعلق بالنقد والقرض، وهو التعديل الذي بمقتضاه يقوم بنك الجزائر لمدة خمس سنوات بشراء سندات الخزينة العمومية من أجل تغطية عجز الميزانية وتمويل الدين العمومي الداخلي، خاصة سندات القرض الوطني من أجل النمو وسندات الخزينة الصادرة مقابل شراء الدين البنكي لسونلغاز وسندات الخزينة الصادرة لفائدة سوناطراك، كما ينص القانون على تمويل الصندوق الوطني للاستثمار في إطار مساهمات الدولة في الاستثمارات طويلة الأجل لبرامج الاستثمار العمومي.

وبذلك أصبحت الخزينة العمومية بإمكانها الحصول على الموارد المالية مباشرة من بنك الجزائر دون شرط وهو عكس ما كانت عليه منذ صدور قانون النقد والقرض والذي نص على إمكانية تمويل بنك الجزائر للخزينة العمومية مقابل شرطين هما (يونسي و مدوخ، 2019):

- ألا تتعدى مدة الإقراض 240 يوم؛
- ألا يفوق المبلغ المقترض 10 % من الإيرادات العادية للسنة المالية السابقة.

أما فيما يخص المبالغ التي قامت الخزينة العمومية بتعبئتها إلى غاية الثلاثي الأول من سنة 2019، لدى بنك الجزائر مقابل اصدار سندات حكومية ذات آجال استحقاق مختلفة تتراوح بين خمس سنوات وثلاثين سنة بمعدل فائدة وحيد 0.5% كالتالي (بنك الجزائر، 2017، صفحة 18):

خلال الثلاثي الأخير من سنة 2017 مبلغ اجمالي قدره 2185 مليار دينار، منه 570 مليار دينار لتمويل العجز الإجمالي للخزينة العمومية لسنة 2017 و354 مليار دينار موجهة للصندوق الوطني للاستثمار وكذلك مبلغ 452 مليار دينار موجهة لإعادة شراء الجزء الأول من سندات الخزينة العمومية في حوزة شركة سوناطراك، وأخيرا مبلغ 545 مليار دينار موجهة لإعادة شراء سندات الخزينة العمومية المتعلقة بديون سونلغاز و264 مليار دينار موجهة لتسديد الجزء الأول من القرض الوطني السندي؛

- خلال شهر جانفي 2018 تم تعبئة مبلغ 1400 مليار دينار، استخدم 900 مليار دينار كتسبيق لتغطية جزئية لعجز الخزينة العمومية المرتقب لسنة 2018، أما المبلغ الباقي والبالغ 500 مليار دينار فتم توجيهه للصندوق الوطني للتقاعد، قصد تسديد ديونه تجاه الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي؛

- خلال شهر سبتمبر 2018 تم تعبئة مبلغ 420 مليار دينار، منها 100 مليار دينار موجهة لإعادة شراء سندات الخزينة العمومية في حوزة القرض الشعبي الجزائري، مقابل تطهير ديون سونلغاز، و320 مليار دينار لصالح الصندوق الوطني للاستثمار قصد تسديد برامج السكن بصيغة البيع بالإيجار عن طريق بنك القرض الشعبي الجزائري؛
- خلال شهر نوفمبر 2018 تم تعبئة مبلغ 1187.2 مليار دينار، تم توجيهه بصفة كلية للاستثمار حيث استفاد الصندوق الوطني للاستثمار من مبلغ 735.2 مليار دينار وشركة سوناطراك من مبلغ 452 مليار دينار على التوالي؛
- خلال شهر جانفي 2019 تم تعبئة مبلغ 1000 مليار دينار لتتوقف عملية الإصدار النقدي في إطار آلية التمويل غير التقليدي عند مبلغ 6556.2 مليار دينار جزائري.

الفرع الثالث: تقييم تنفيذ آلية التمويل غير التقليدي في الجزائر.

- بعد انخفاض أسعار البترول في منتصف 2014 وأثرها الميزانية العامة للدولة وفي ندرة مصادر التمويل البديلة واستبعاد التمويل الخارجي، تم انشاء لجنة متخصصة للخروج بالحلول الممكنة لمواجهة تدهور السيولة المصرفية، خرجت هذه اللجنة بمذكرة تنص على استخدام آلية التمويل غير التقليدي لمواجهة هذه الأزمة، تم تقديم هذه المذكرة لبنك الجزائر لتقييمها وتحليلها. نذكر أهم ما جاء فيه كما يلي (Banque d'Algérie, 2019, pp. 2-3):
- إن الوضع في الجزائر أبعد ما يكون عن أوجه التشابه مع الحالات الواردة في المذكرة (الولايات المتحدة وأوروبا واليابان) والتي من المرجح أن تبرر استخدام التمويل غير التقليدي في بلدنا؛
- خلال فترة استخدام التمويل غير التقليدي لم تصل أدوات السياسة النقدية التقليدية إلى حدودها ولم تتقدم البنوك التجارية التي تعاني من نقص في السيولة لإعادة التمويل من قبل بنك الجزائر، عن طريق الأدوات التقليدية المعروفة (عمليات السوق المفتوحة وإعادة الخصم)، فتجسيد الحصة الكبيرة من السندات الخاصة التي يحتفظون بها في محافظهم سيسمح لهم بالحصول على سيولة كبيرة، من خلال إعادة تمويل هذه السندات لدى بنك الجزائر؛
- أسعار الفائدة لدى بنك الجزائر وعمليات إعادة الخصم والسوق المفتوحة (التي تسمى بالسعر الرئيسي) بعيدة كل البعد عن الصفر على عكس البلدان التي سبقت الجزائر في تنفيذ هذه الآلية؛
- بالإضافة إلى هامش أسعار الفائدة، يتمتع بنك الجزائر بهامش من حيث معدلات الاحتياطي الإجباري، حيث يخضع استخدام هذا الهامش لعدد معين من الشروط منها التأكد من أن السيولة المصرفية التي سيتم تحريرها عن طريق خفض سعر الاحتياطي الإجباري ستستخدم فعليا لتمويل الاقتصاد. ولهذا فمن الضروري أن يكون هناك طلب فعال ومتزايد بين الفاعلين الاقتصاديين للحصول على القروض المصرفية وخاصة القروض الاستثمارية، وبما أن النشاط الاقتصادي لا يزال يعتمد بشكل كبير على الإنفاق العام وخاصة على الإنفاق على التجهيزات، فقد يكون هذا الطلب الفعال مفقود مؤقتًا نظرًا للسياق الصعب الذي كان يميز المالية العامة خلال تلك الفترة؛

- لا يستطيع بنك الجزائر التدخل بشكل مباشر في السوق الأولية لإصدارات سندات الخزينة عبر عمليات التيسير الكمي، وهذا ما من شأنه أن يتسبب في خلق النقود من العدم أي اللجوء إلى طباعة النقود لتمويل عجز الخزانة، ويخاطر مثل هذا الخيار بدفع الاقتصاد إلى دوامة تضخمية وانخفاض قيمة العملة الوطنية وهو ما يلحق أضرارا بالغة، وهذا ما يفسر استبعادها بموجب القانون 90-10 الذي ينظم بصرامة القروض المقدمة من بنك الجزائر إلى الخزانة؛
- أكد بنك الجزائر على المفارقة والتناقض الكبير التي جاءت به هذه المذكرة فمن جهة طالبت اللجنة المعدة لهذه المذكرة بنك الجزائر باللجوء إلى طباعة النقود وهو أمر تضخمي بشكل كبير، ومن جهة أخرى يؤكدون أنه لا يجب على بنك الجزائر اغراق السوق بالسيولة وهو ما يتسبب في تأجيج الدوامة التضخمية. ومن التناقض أيضا أن توصي اللجنة باستخدام التيسير الكمي والذي من خلاله يتم ضخ سيولة التي تعمل على خفض أسعار الفائدة من أجل تشجيع منح الائتمان وإعادة إطلاق النشاط الاقتصادي، وفي نفس الوقت يطالبون برفع معدلات الفائدة لتفادي الضغوط التضخمية.

المطلب الثالث: الإصلاحات الهيكلية المصاحبة لآلية التمويل غير التقليدي

من أجل ضمان ومتابعة آلية التمويل غير التقليدي أصدرت الحكومة الجزائرية مرسوما تنفيذيا يهدف إلى تحديد ومتابعة التدابير والإصلاحات الهيكلية الاقتصادية والمالية والميزانية الرامية إلى استعادة توازنات خزينة الدولة وتوازن ميزان المدفوعات، في أجل أقصاه خمسة سنوات ابتداء من جانفي 2018، بحيث يقوم بنك الجزائر بصفته القائم على التمويل النقدي لخزينة الدولة بضمان متابعة وتقييم تنفيذ التدابير والأعمال المنصوص عليها فيما يلي (ج.ر.ج.ج.، 2018، الصفحات 11-13):

الفرع الأول: استعادة توازنات خزينة الدولة.

أوصت الحكومة بمجوعة من التدابير من أجل استعادة توازنات الخزينة العامة للدولة في ظل تراجع إيرادات الجباية البترولية، والتي تعتبر الممول الرئيسي لإيرادات خزينة الدولة وذلك بسبب انخفاض أسعار البترول منذ سنة 2014 وتمثلت فيما يلي:

1-تعزيز قدرات تسيير النفقات وعصرنة تنفيذ الميزانية العامة:

وهذا من خلال:

-تفويض الاختصاصات على مستوى الجماعات المحلية والمؤسسات العمومية المقدمة للخدمة العمومية من أجل تسيير المالية العامة للدولة؛

- ادراج إطار للنفقات العامة على المدى المتوسط الشامل (2019-2021)؛
- وضع نظام لتسيير الميزانية يسمح بترشيد الانفاق ومعالجة النشاطات المرتبطة به.

2-تحسين الإيرادات الجبائية العادية:

من خلال:

- التعجيل ببرنامج انجاز مراكز الضرائب؛

- مكافحة الغش لجبائي وتحسين التحصيل من خلال مراجعة وتعزيز القواعد التي تحكم تحصيل الضرائب ومراجعة أدوات التحقيقات؛
- انشاء سلك لمفتشي لضرائب لهم صفة الضبطية القضائية.

3-التحكم في النفقات العمومية وترشيدها:

من خلال:

- تعزيز الأحكام التنظيمية المتعلقة بالنفقات العامة؛
- الشروع في تدابير جديدة في مجال الإعانات المباشرة وغير المباشرة من الدولة لفائدة الأسر؛
- الترشيد المتزايد لسياسة التوظيف في الوظيفة العمومية وتنفيذ التشريع في مجال التقاعد؛
- وجوب مصادقة الصندوق الوطني للتجهيز من أجل التنمية على أي إنفاق عمومي للاستثمار يتجاوز مبلغ 10 ملايير دينار جزائري؛
- تكييف البرامج المستقبلية للتجهيزات العمومية مع التطور الحاصل في كل قطاع، مع ترشيد اقتصادي أكبر يوافق القدرات المالية للدولة.

الفرع الثاني: استعادة توازنات ميزان المدفوعات.

1-ترشيد الواردات من السلع والخدمات:

من خلال:

- تعبئة مجموع الآمرين بصرف الطلب العمومي بهدف إعطاء الأولوية للإنتاج المحلي للسلع والخدمات طبقا لأحكام قانون الصفقات العمومية؛
- رفع العرض الداخلي للسلع والخدمات من أجل ضمان قابلية ميزان المدفوعات للبقاء على المدى المتوسط، وتفادي تآكل الاحتياطات الرسمية للصرف؛
- تعريف نفقات التجهيزات العمومية ذات الكثافة العالية من حيث الواردات والحد منها؛
- ضبط التجارة الخارجية بهدف التقليل من الواردات من خلال تنفيذ التدابير الجديدة التي أقرتها الحكومة؛
- مكافحة تضخيم الفواتير عن طريق تبادل المعلومات مع الإدارة الجبائية والجمركية في بلد المنشأ.

2-ترقية الصادرات خارج المحروقات:

من خلال:

- تحسين العرض العقاري وتوفير القروض من أجل رفع حجم الاستثمارات؛
- تعزيز السياسة التحفيزية لتوجيه الاستثمار أكثر فأكثر نحو القطاعات التي تتوفر على مزايا في الاقتصاد الوطني؛

- عصرنة وتعزيز أدوات المرافقة وترقية الصادرات خارج المحروقات؛

3-تحسين مناخ الأعمال وجاذبية وجهة الجزائر فيما يخص الاستثمارات الأجنبية المباشرة:

من خلال:

إحداث لجنة وطنية استشارية بمشاركة ممثلي المتعاملون الاقتصاديون لمختلف قطاعات الاقتصاد الوطني وكذا ممثلي الإدارات المعنية؛

- التكييف التدريجي للتنظيم والتشريع الاقتصادي على ضوء التوصيات التي تقدمها اللجنة الاستشارية الوطنية المكلفة بتحسين مناخ الأعمال؛
- تقليص الآجال وتبسيط الإجراءات من أجل إنشاء المؤسسات وخصوصا في إطار الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

الفرع الثالث: متطلبات تطبيق سياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر

يتطلب الوصول إلى تحقيق الأهداف المسطرة من طرف الحكومة من استخدامها لآلية التمويل غير التقليدي، مجموعة من الشروط والمتطلبات التي يجب أن تتوفر في الجزائر من سياسة نقدية فعالة ووجود سوق يغطي احتياجات التمويل ومناخ استثماري فعال نذكر بعض هذه المتطلبات فيما يلي (بوجلال ، 2021، صفحة 260):

- إن عمق السوق التمويلي يجب أن يكون كبيرا ليتم تفعيل آلية التمويل غير التقليدي، كما أن عملية تمويل المؤسسات تكون من البنوك التجارية بالدرجة الأولى عن طريق السندات المتداولة في سوق الأوراق المالية، وهذا ما لا ينطبق على المشاريع الاقتصادية في الجزائر، لأن سوق الأوراق المالية في الجزائر تتسم بالضعف، كما أن البنوك والجهاز المصرفي لا يحوز على ثقة الجمهور وهو ما ينسف فكرة تطبيق آلية التمويل غير التقليدي برمتها، كما أن البنوك التجارية ذات التركيز المصرفي العالي والتي تمول المشاريع في الجزائر هي بنوك عمومية تحصل على أموالها من النوطين المصرفي للمجمعات الاقتصادية الكبرى كشركتي سونلغاز وسوناطراك ناهيك عن أن الاقتصاد بحاجة إلى إصلاحات هيكلية جذرية حتى يكون قادرا على تفادي الأثار الجانبية للتمويل غير التقليدي؛
- تلعب مرونة قناة الفائدة دورا مهما في تمويل الاستثمارات ففي حالة وجود فائض في التمويل تنخفض أسعار الفائدة وهو ما يحفز المشاريع الاقتصادية على الاقتراض، لكن في حالة الجزائر قناة سعر الفائدة لا تؤثر في الأعوان الاقتصاديين في اصدار قراراتهم الاستثمارية، من جهة أخرى فإن معدلات الفائدة على الودائع لا تحفز المدخرين على الادخار داخل الدائرة المصرفية، كما أن أغلب المعاملات المالية في المشاريع الاقتصادية في الجزائر تتم خارج الدائرة المصرفية مما يجعل الاقتصاد في حالة مصيدة السيولة وعليه فإن آلية التمويل غير التقليدي تكون بلا جدوى وغير فعالة؛
- عدم فتح رؤوس الأموال للمؤسسات والشركات الاقتصادية وانغلاقها على نفسها من ناحية التمويل، لا يساعد على تنفيذ هذه الآلية بالإضافة إلى أن فترة اتخاذ قرار التمويل من البنوك التجارية طويلة جدا، كما أن عدم مرونة الجهاز الإنتاجي في الجزائر تؤدي إلى عدم فاعلية كل السياسات المالية أو النقدية المتخذة؛

- إن أهم ما يميز هذه الآلية أنها تكون ذات فعالية في حالة الانكماش الاقتصادي فقط بهدف تعزيز النمو الاقتصادي بشرط أن يكون التضخم عند مستويات متوازنة على اعتبار أن عملية الإصدار النقدي في هذه الآلية تكون بدون مقابلات للكتلة النقدية لدى البنك المركزي مما يشكل ضغوط تضخمية في الاقتصاد كما أن التمويل غير التقليدي يشترط أن تكون الكتلة النقدية المطروحة موجهة للأعوان الاقتصادين لتحفيز الاستهلاك والاستثمار من أجل تحريك عجل النمو والخروج من حالة الانكماش.

المبحث الثالث: أثر انعكاس التمويل غير التقليدي على التوازنات الاقتصادية الكلية خلال الفترة (2017-2022).

شهدت الجزائر منذ نهاية سنة 2017 تحولا جوهريا في سياستها المالية والنقدية بعد اللجوء إلى آلية التمويل غير التقليدي، التي اعتمدتها الحكومة كخيار استثنائي لتفادي أزمة تمويل خطيرة ناجمة عن تراجع حاد في الإيرادات البترولية واستنفاد موارد صندوق ضبط الإيرادات. وقد ترتب عن هذا الإجراء توسع كبير في الكتلة النقدية والسيولة البنكية نتيجة شراء بنك الجزائر المباشر لسندات الخزينة، بما مكن الدولة من تغطية عجز الميزانية وتمويل التزاماتها الداخلية دون اللجوء للاقتراض الخارجي. غير أن هذا التدخل النقدي غير التقليدي حمل آثارا عميقة على مختلف مكونات الاقتصاد الكلي، سواء على صعيد المؤشرات النقدية والمالية أو على مستوى النشاط الاقتصادي الحقيقي أو التوازنات المالية والخارجية. فقد ساهم في توفير سيولة وفيرة للجهاز المصرفي وتحسين وضعية الخزينة العمومية على المدى القصير، لكنه في المقابل أحدث اختلالات نقدية تمثلت في توسع المعروض النقدي وتزايد الضغوط التضخمية، إضافة إلى استمرار هشاشة النمو خارج المحروقات وضعف ديناميكية الاستثمار. كما انعكس هذا التوسع النقدي على ميزان المدفوعات واحتياطات الصرف في ظل تبعية الاقتصاد للصادرات البترولية.

المطلب الأول: أثر التمويل غير التقليدي على المؤشرات النقدية والمالية في الجزائر (2017-2022).

اعتمدت الجزائر منذ نهاية سنة 2017 سياسة تمويل غير تقليدي لتغطية العجز المالي الكبير الناتج عن انخفاض أسعار النفط وذلك عبر تمويل مباش من بنك الجزائر للخزينة العمومية، وقد ترتب عن هذا الاجراء توسع غير مسبوق في الكتلة النقدية والسيولة البنكية الذي انعكس على المؤشرات النقدية والمالية الرئيسية، حيث يهدف هذا المطلب إلى تحليل تطور هذه المؤشرات خلال فترة تطبيق غير التقليدي.

الفرع الأول: تطور الكتلة النقدية والسيولة البنكية في ظل التمويل غير التقليدي 2017-2022.

سنتطرق خلال هذه النقطة إلى تطور كل من الكتلة النقدية وكذلك السيولة البنكية في الجزائر خلال الفترة 2017-2022.

أولا: تطور الكتلة النقدية M2 خلال 2017-2022.

شهدت الكتلة النقدية في الجزائر توسعا ملحوظا خلال فترة التمويل غير التقليدي وذلك لقيام بنك الجزائر بشراء مباشر لسندات الخزينة ما أدى إلى ارتفاع حجم السيولة المتداولة في الاقتصاد.

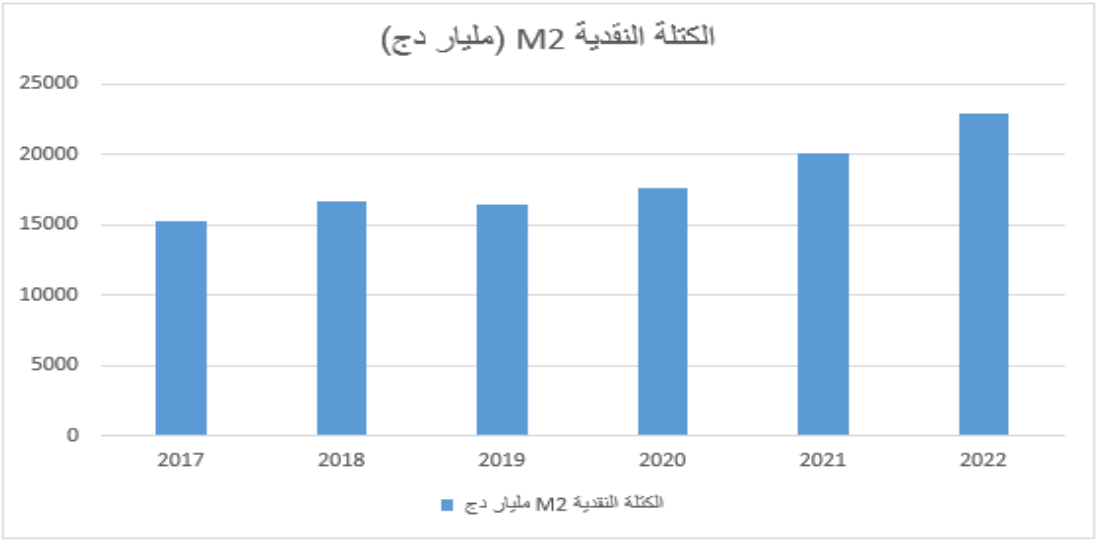
الجدول رقم (04-13): تطور الكتلة النقدية M2 في الجزائر بين 2017-2022 (مليار دج)

السنة	2017	2018	2019	2020	2021	2022
M2	15300	16637	16507	17660	20054	22955

المصدر: (بنك الجزائر، 2022، صفحة 46).

فقد ارتفعت الكتلة النقدية M2 من حوالي 15300 مليار دينار جزائري سنة 2017 إلى أكثر من 22955 مليار دينار جزائري سنة 2022 أ ي بنسبة نمو تفوق 49% خلال خمسة سنوات فقط (بنك الجزائر، 2022، صفحة 46).

الشكل رقم (04-07): تطور الكتلة النقدية M2 في الجزائر 2017-2022.



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول رقم (04-13).

ان ارتفاع الكتلة النقدية خلال هذه الفترة لم يكن نتيجة لتوسع النشاط الائتماني الموجه نحو الاقتصاد الحقيقي بل جاء أساسا من خلال الزيادة في القروض الموجهة للدولة، حيث أقر بنك الجزائر أن هذه القروض الموجهة للدولة هي التي تساهم أكثر في تطور الكتلة النقدية M2. (بنك الجزائر، 2018، صفحة 138)

ولتحليل أسباب تطور الكتلة النقدية سنقوم بتحليل تطور القروض الموجهة للدولة والتي تتضمن آلية التمويل غير التقليدي وهو محل دراستنا.

الجدول رقم: (04-14) تطور القروض الموجهة للدولة خلال 2017-2022 (مليار دج).

السنة	2017	2018	2019	2020	2021	2022
القروض الموجهة للدولة	4691.9	6325	7023.9	9433.8	12909	13033
التمويل غير التقليدي	2185	3371.2	1000	-	-	-

المصدر: بنك الجزائر، التقارير السنوية (2017 -2022).

ارتفعت القروض الموجهة للدولة من 4691.9 مليار دج منها 2185 مليار دج في إطار التمويل غير التقليدي سنة 2017، إلى 6325 مليار دج منها 3371.2 مليار دج في إطار نفس الآلية سنة 2018، ليبلغ 7023.9 مليار دج منها

1000 مليار دج كذلك في إطار التمويل غير التقليدي خلال سنة 2019، لتصل المبالغ المدفوعة من طرف بنك الجزائر 6556.2 مليار دج خلال فترة تطبيق هذه الآلية (Banque d'Algérie, 2019, p. 4). أما بعد الانتهاء من العمل بهذه الآلية خلال سنة 2019 واصلت القروض الموجهة للدولة الارتفاع فبلغت 9433.8 خلال سنة 2020 لتصل إلى 13033 سنة 2022، ويبرز هذا التطور أن التوسع النقدي المسجل في الكتلة النقدية M2 خلال الفترة 2017-2022 لتزايد التمويل النقدي الموجه للدولة، مما جعل البنية الداخلية للسيولة في الاقتصاد تعتمد بشكل كبير على الموارد الحكومية وهو ما يفسر ضعف السيطرة النقدية لاحقا وصعوبة امتصاص فائض السيولة رغم تفعيل أدوات السياسة النقدية (بنك الجزائر، 2022، صفحة 46).

ثانيا: تطور السيولة البنكية 2017-2022.

بعد الانخفاض في أسعار النفط ابتداء من سنة 2014 وما صاحبه من انخفاض للسيولة البنكية، أدى إعادة تمويل الخزينة عن طريق التمويل غير التقليدي ابتداء من 2017 إلى إعادة تكوين مستوى السيولة البنكية. الجدول أسفله يبين تطور السيولة المصرفية خلال الفترة 2017-2022.

الجدول رقم: (04-15) تطور السيولة البنكية في الجزائر خلال 2017-2022 (مليار دج)

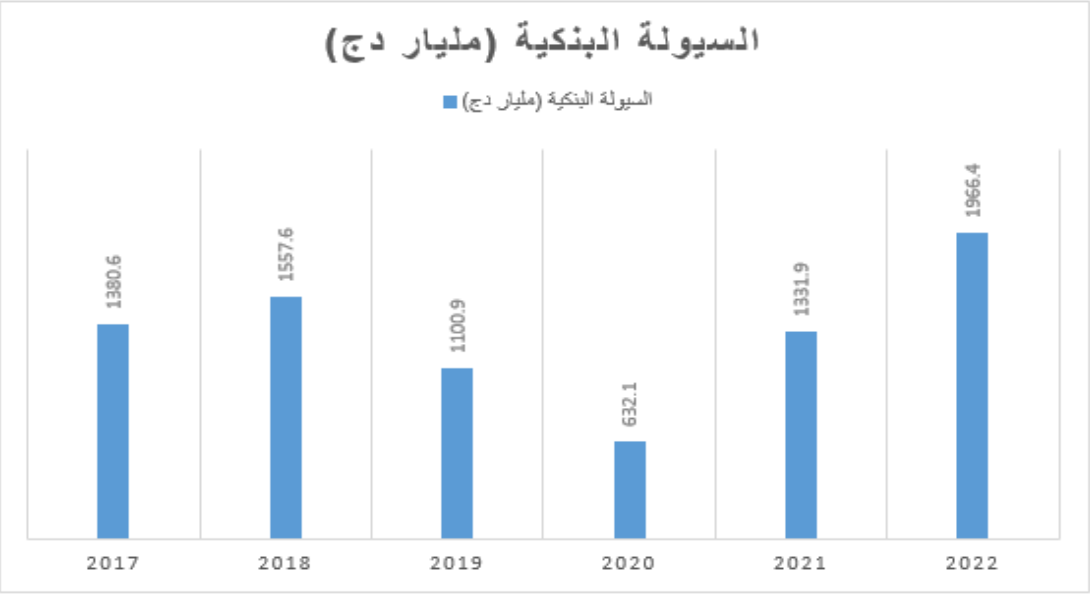
السنة	2017	2018	2019	2020	2021	2022
السيولة البنكية	1380.6	1557.6	1100.9	632.1	1331.9	1966.4

المصدر: بنك الجزائر، التقارير السنوية (2017-2022).

أدى اللجوء إلى التمويل غير التقليدي من خلال الشراء المباشر من طرف بنك الجزائر لسندات الخزينة لتغطية حاجياتها من التمويل إلى ارتفاع مستوى السيولة البنكية إلى 1380.6 مليار دج في نهاية سنة 2017، في حين كانت تبلغ فقط 482.6 مليار دج في نهاية أكتوبر من نفس السنة (بنك الجزائر، 2017، صفحة 129). وواصل الارتفاع ليبلغ 1557.6 مليار دج سنة 2018، وكما جسد تواصل التمويل غير التقليدي لاحتياجات الخزينة العمومية بواقع 1000 مليار دج في بداية 2019 إلى ارتفاع جديد في مستوى السيولة التي بلغت ذروتها 2081 مليار دج في جانفي 2019 لكن ومع الغاء اللجوء إلى التمويل غير التقليدي انخفضت السيولة البنكية في نهاية 2019 إلى 1100.9 مليار دج (بنك الجزائر، 2019، صفحة 140).

أما خلال سنة 2020 واصلت السيولة البنكية الانخفاض لتبلغ 632.1 ويعود السبب إلى العجز المسجل في الحساب الجاري لميزان المدفوعات من جهة وللأثر الاقتصادي لجائحة COVID-19 من جهة أخرى، وعاد ت السيولة المصرفية للارتفاع مجددا لتبلغ 1331.9 مليار دج سنة 2021 بسبب استخدام بنك الجزائر لتسهيلات أدوات السياسة النقدية لدعم النشاط الاقتصادي في سياق مواجهة آثار الجائحة لا سيما تخفيض الاحتياطي الالزامي ولجوئه كذلك إلى برنامج خاص لإعادة التمويل قدره 2100 مليار دج لتصل السيولة البنكية إلى 1966.4 مليار دج سنة 2022 (بنك الجزائر، 2022، صفحة 48).

الشكل رقم (04-08) تطور السيولة البنكية في الجزائر 2017-2022 (مليار دج).



المصدر: بنك الجزائر، التقارير السنوية (2017-2022).

يظهر تحليل بيانات بنك الجزائر أن التمويل غير التقليدي كان السبب المباشر في ارتفاع الكتلة النقدية، حيث قامت الخزينة العمومية بين 2017-2019 بإصدار سندات لصالح بنك الجزائر بقيمة اجمالية تناهز 6556.2 مليار دج، خصصت لتمويل عجز الخزانة بقيمة 2470 مليار دج وتسديد ديون الشركات العمومية ممثلة في سوناطراك وسونلغاز بقيمة 1813 مليار دج و 500 مليار دج موجهة للصندوق الوطني للتقاعد لتمويل دينه تجاه الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي وأخيرا 1773.2 مليار دج للصندوق الوطني للاستثمار لتمويل برامج عدل للسكن وبرامج هيكلية أخرى (Banque d'Algérie, 2019, p. 4). وبالتالي فإن هذا التمويل لم يوجه نحو الاقتصاد الحقيقي بل إلى إعادة توزيع داخل القطاع العام، مما إلى انشاء نقود دون مقابل انتاجي فزاد العرض النقدي دون زيادة مقابلة في السلع والخدمات، وهو ما مثل منبعا للضغوط التضخمية لاحقا.

يستخلص مما سبق أن التمويل غير التقليدي أدى إلى توسع نقدي واسع النطاق رافقه تحسن مؤقت في سيولة الجهاز المصرفي، لكنه أحدث في المقابل تشوها في العلاقة بين السيولة والنشاط الائتماني، حيث أصبحت الزيادة في الكتلة النقدية غير مرتبطة بالنشاط الاقتصادي الفعلي بل بتسوية اختلالات مالية داخل القطاع العام، هذا الوضع جعل السياسة النقدية تواجه تحديا مزدوجا تمثل في ضبط فائض السيولة من جهة والتحكم في الضغوط التضخمية من جهة أخرى.

الفرع الثاني: دور السياسة النقدية في ضبط التوسع المالي.

اضطلعت السياسة النقدية بدور محوري في مرافقة التوسع المالي الذي عرفته الجزائر، خاصة بعد اللجوء إلى آلية التمويل غير التقليدي. وقد فرض هذا التوجه تحديات جديدة على مستوى تسيير السيولة البنكية والحفاظ على استقرار السوق النقدية. وفي

هذا الإطار، برزت أهمية أدوات السياسة النقدية في ضبط فائض السيولة والحد من آثاره المحتملة على التوازنات النقدية، يتم التطرق فيما يلي إلى كيفية إدارة فائض السيولة خلال هذه الفترة.

1-إدارة فائض السيولة بعد تطبيق التمويل غير التقليدي 2017-2019.

مع بداية تطبيق التمويل غير التقليدي في نوفمبر 2017 عرفت السيولة البنكية ارتفاعا حادا حيث بلغ 1380.6 مليار دج نهاية 2017، و1557.6 مليار دج نهاية 2018 وذلك من خلال الشراء المباشر لسندات الخزينة العمومية لسد حاجياتها التمويلية من طرف بنك الجزائر (بنك الجزائر، 2018، صفحة 141).

وأمام هذا الوضع قرر بنك الجزائر تعليق عمليات ضخ السيولة التي كان يقوم بها واستبدالها بتفعيل أدوات السياسة النقدية لإدارة وامتصاص فائض السيولة الناجم عن التمويل غير التقليدي، خلال سنة 2018 أعاد بنك الجزائر تفعيل عمليات السوق المفتوحة لاسترجاع السيولة، عن طريق العمليات متعددة الأطراف لسبعة أيام في جانفي 2018 أو عن طريق عمليات استرجاع السيولة ثنائية الأطراف لمدة شهر واحد في ماي 2018، كما قام برفع نسبة الاحتياطي الإجباري تدريجيا من 4% إلى 8% ثم إلى 10%، وقد سمحت هذه الإجراءات بالحفاظ على ديناميكية المعاملات في السوق النقدية واستقرار معدل الفائدة بين البنوك قريبا من المعدل التوجيهي (بنك الجزائر، 2018، صفحة 142).

أما خلال سنة 2019 وصلت السيولة البنكية إلى مستويات قياسية بواقع 2081 مليار دج في جانفي 2019 ما أجبر بنك الجزائر إلى اتخاذ مجموعة من التدابير لامتصاص فائض السيولة أولها التوقف نهائيا عن اللجوء إلى التمويل غير التقليدي، ثم التوقف عن عمليات السوق المفتوحة لضخ السيولة واستبدالها بعمليات استرجاع السيولة وأخيرا رفع معدلات الاحتياطيات الاجبارية لـ200 نقطة أساس لتبلغ 12% في فيفري 2019، قبل أن يعود ويخفضها إلى 10% في ديسمبر 2019. إن هذه الإجراءات المتخذة أدت بالسيولة إلى الانخفاض لتصل إلى 1100.9 مليار دج في مع نهاية 2019 (بنك الجزائر، 2019، الصفحات 141-142).

الجدول رقم: (04-16) تطور السيولة البنكية والإجراءات النقدية المتخذة 2017-2020 (مليار دج)

السنة	2017	2018	2019	2020
السيولة البنكية	1380.6	1557.6	2081	1100.9
الاحتياطي الاجباري %	%4	10	12	10
نوع العملية	إعادة تمويل	استرجاع السيولة	استرجاع السيولة	إعادة تمويل

المصدر: بنك الجزائر، التقارير السنوية (2017-2019).

لضبط السيولة الناتجة عن التمويل غير التقليدي، قام بنك الجزائر بعدة إجراءات للسياسة النقدية من أجل امتصاص السيولة فبدأ بعمليات الودائع لأجل 7 أيام كما قام برفع الاحتياطي الاجباري من 4% إلى 12% مع نهاية العمل بهذه الآلية،

وقد أدى ذلك إلى استقرار معدل الفائدة بين البنوك حول 2.5% قريبا من المعدل التوجيهي للبنك 3% مما ساعد على الحفاظ على استقرار الأسعار (Banque d'Algérie, 2019, p. 5).

2-أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بعد انتهاء التمويل غير التقليدي:

استمر بنك الجزائر خلال الفترة (2020-2021) في تكييف أدواته النقدية بما يتماشى مع التحولات المالية، فقد تم المحافظة على سياسة إدارة السيولة المالية بحذر للسيطرة على الضغوط التضخمية في حين ظل المعدل التوجيهي كأداة رئيسية لتوجيه السوق النقدية، غير أن السياسة النقدية في هذه المرحلة كانت مقيدة بظروف الجائحة COVID-19 مما اضطر بنك الجزائر إلى اتخاذ تدابير غير تقليدية لتيسير القيود على البنوك من بينها:

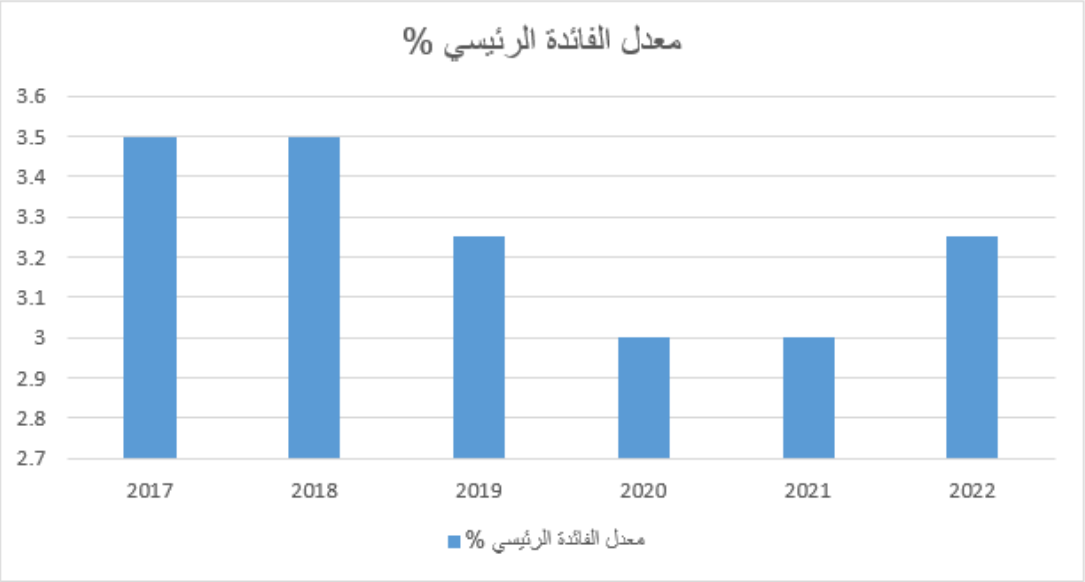
2-1-تخفيض نسبة الاحتياطي الالزامي:

سجلت السيولة البنكية خلال 2020 انخفاضا حادا حيث بلغت 632.1 مليار دج، فسارع بنك الجزائر لاتخاذ عدة إجراءات تيسيرية لاحتواء الوضع فقام بتخفيض معدل الاحتياطي الاجباري تدريجيا من 10% نهاية 2019 إلى 6% ثم إلى 3% نهاية 2020 (بنك الجزائر ، 2020، صفحة 140)،ولمواصلة هذه الاجراءات التيسيرية قام بنك الجزائر بتخفيض الاحتياطي الاجباري مرة أخرى خلال سنة 2021 ليصل إلى 2%، ويهدف هذا التخفيض التدريجي والمستمر لمعدل الاحتياطي الالزامي إلى دعم النشاط الاقتصادي خلال فترة الجائحة من خلال تحرير هوامش إضافية من السيولة للبنوك من أجل تعزيز قدرتها التمويلية للاقتصاد (بنك الجزائر، 2021، صفحة 40).

2-2-تخفيض سعر الفائدة الرئيسي:

مواصلة للإجراءات التيسيرية قام بنك الجزائر بتخفيض معدل الفائدة الرئيسي مجددا إلى 3% سنة 2021 بعدما تم تخفيضه بـ 25 نقطة أساس في 2020 أي 3.25% ويهدف هذا الاجراء إلى تحفيز عرض القروض لمرافقة دعم النشاط الاقتصادي (بنك الجزائر، 2021، صفحة 40). الشكل التالي يوضح تطور معدل الفائدة الرئيسي لبنك الجزائر خلال الفترة 2017-2022.

الشكل رقم: (04-09): تطور معدل الفائدة الرئيسي 2017-2022.



المصدر: بنك الجزائر، التقارير السنوية (2017-2022).

3-2 إطلاق برنامج خاص لإعادة التمويل:

انتهجت السياسة النقدية في الجزائر خلال 2021-2022 برنامجا خاصا لإعادة التمويل كإجراء لدعم وإنعاش الاقتصاد الوطني، حيث حدد بنك الجزائر لهذا البرنامج مبلغ 2100 مليار دج ولمدة سنة واحدة، يتمثل هذا البرنامج في عمليات تنازل مؤقت لتدفقات السيولة التي يتم تحقيقها بمبادرة من بنك الجزائر، وتبلغ مدة استحقاق هذه العمليات سنة واحدة قابلة للتجديد مرتين بمعدل الفائدة الرئيسي للبنك (بنك الجزائر، 2021، صفحة 39). ومنذ انطلاق البرنامج تم اجراء عمليات إعادة التمويل كما هو مبين في الجدول:

الجدول رقم (04-17): البرنامج الخاص لإعادة التمويل (مليار دج)

التاريخ	2021 /07	اوت 2021	2021 /09	2021 /11	2022
المبلغ (مليار دج)	396.11	443.89	420	420	420

المصدر: (بنك الجزائر، 2021، صفحة 39).

الفرع الثالث: العلاقة بين التمويل غير التقليدي والتضخم في الجزائر (2017-2022).

تعتبر العلاقة بين التمويل غير التقليدي ومستوى التضخم من القضايا الأساسية في تقييم آثار السياسات النقدية غير التقليدية على الاستقرار السعري، وقد أثار اللجوء إلى هذا النوع من التمويل في الجزائر تساؤلات حول انعكاساته على تطور الأسعار، خاصة في ظل الظروف الاقتصادية الداخلية والتقلبات الخارجية، يهدف هذا الفرع إلى تحليل تطور معدل التضخم خلال الفترة 2017-2022، باعتباره أحد المؤشرات الرئيسية لقياس فعالية السياسة النقدية.

1-تطور معدل التضخم في الجزائر خلال الفترة 2017-2022

شهدت الجزائر خلال الفترة 2017-2022 تقلبات في معدلات التضخم، متأثرة بعوامل داخلية مثل السياسات المالية والنقدية، وخارجية مثل أسعار السلع العالمية. يعد ارتفاع التضخم في 2021 و2022 تحديًا كبيرًا، مما يستدعي تبني سياسات اقتصادية متوازنة تهدف إلى تحقيق الاستقرار السعري وتعزيز النمو الاقتصادي المستدام، فيما يلي جدول يوضح معدلات التضخم السنوية خلال هذه الفترة:

الجدول رقم (04-18): تطور معدل التضخم في الجزائر خلال الفترة 2017-2022 (نسبة مئوية)

السنة	معدل التضخم %
2017	5.6
2018	4.3
2019	2.0
2020	2.4
2021	7.2
2022	9.3

المصدر: (صندوق النقد الدولي، 2022).

من خلال الجدول يمكن تقسيم مراحل تطور معدل التضخم في الجزائر إلى ما يلي:

-الفترة 2017-2019: استقرار نسبي في معدلات التضخم:

2017 (5.6%) و2018 (4.3%) شهدت الجزائر معدلات تضخم مرتفعة نسبيًا نتيجة لزيادة الإنفاق الحكومي في إطار سياسة التمويل غير التقليدي، حيث لجأت الحكومة إلى طباعة النقود لتمويل العجز، مما أدى إلى زيادة الكتلة النقدية وارتفاع الأسعار، أما خلال سنة 2019 (2.0%) شاهدنا انخفاض ملحوظ في معدل التضخم نتيجة لتراجع الإنفاق الحكومي وتطبيق سياسات تقشفية بهدف السيطرة على العجز المالي وتقليل الضغوط التضخمية (صندوق النقد الدولي، تقرير مشاورات المادة الرابعة مع الجزائر لعام 2022، 2022).

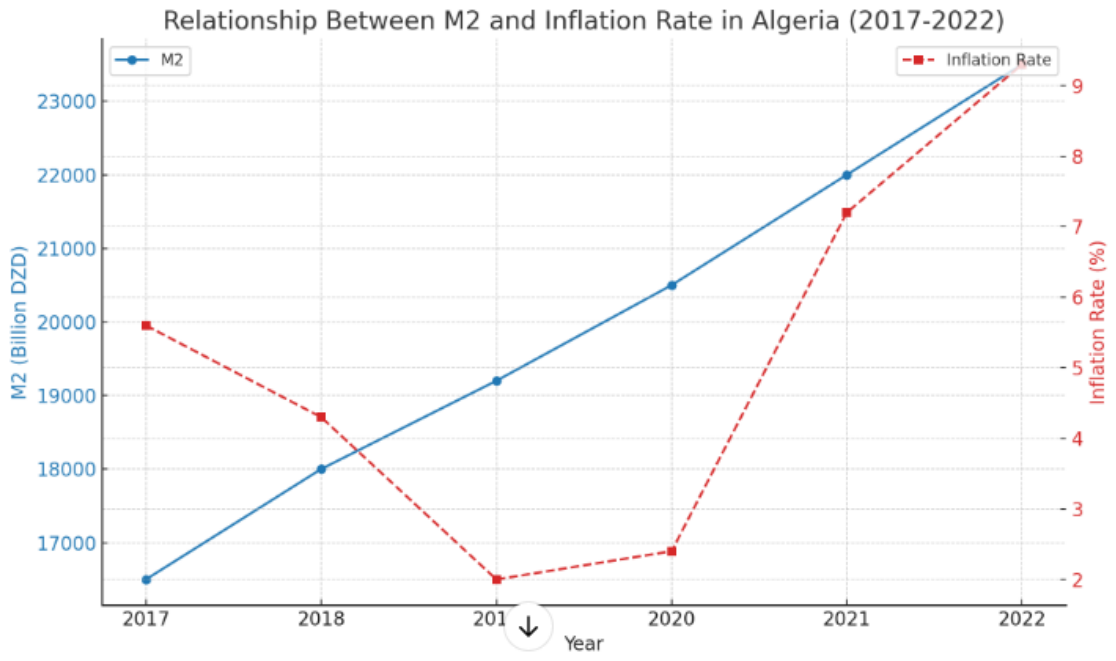
-الفترة 2020-2022: تصاعد ملحوظ في معدلات التضخم

2020 (2.4%) رغم جائحة كوفيد-19 وتداعياتها الاقتصادية، حافظ معدل التضخم على مستوى منخفض نسبيًا بفضل تراجع الطلب الكلي نتيجة للحجر الصحي المفروض وما ينتج عنه من تباطؤ للنشاط الاقتصادي. أما خلال سنة 2021 (7.2%) لاحظنا ارتفاع حاد في معدل التضخم نتيجة لعدة عوامل منها زيادة الكتلة النقدية بسب استمرار تأثير سياسات التمويل غير التقليدي وزيادة السيولة في الاقتصاد، وكذلك ارتفاع أسعار السلع الأساسية عالميًا خاصة المواد الغذائية والطاقة، مما أدى إلى زيادة تكاليف الاستيراد وارتفاع الأسعار محليا. أما خلال سنة 2022 (9.3%) فقد عرف أعلى معدل تضخم خلال الفترة المذكورة، متأثرًا باستمرار ارتفاع أسعار السلع عالميا مما زاد من تكاليف المعيشة والضغوط التضخمية، ضعف قيمة الدينار الجزائري مما أدى إلى زيادة تكلفة الواردات وبالتالي ارتفاع الأسعار، وكذلك بسبب السياسات النقدية التوسعية فرغم محاولات بنك الجزائر لإدارة السيولة، إلا أن السياسة النقدية بقيت تيسيرية، مما ساهم في زيادة التضخم (صندوق النقد الدولي، تقرير مشاورات المادة الرابعة مع الجزائر لعام 2022، 2022).

2-تأثير التمويل غير التقليدي في الجزائر على معدل التضخم:

تأثر التضخم في الجزائر خلال الفترة 2017-2022 بعدة عوامل، سنحاول التركيز على تأثير الكتلة النقدية وبالخصوص على آلية التمويل غير التقليدي على التضخم خلال هذه الفترة:

الشكل رقم (04-10): العلاقة بين الكتلة النقدية M2 ومعدل التضخم في الجزائر خلال الفترة 2017-2022.



المصدر: من اعداد الطالب بناء على معطيات الجدولين (04-17) و (04-18).

من خلال الشكل نلاحظ أن الكتلة النقدية شهدت زيادة مستمرة من 16,500 مليار دينار في 2017 إلى 23,500 مليار دينار في 2022، مدفوعة بسياسات التمويل غير التقليدي وزيادة الإنفاق الحكومي، هذه الزيادة تعكس زيادة السيولة النقدية في الاقتصاد دون تعزيز كافٍ في الإنتاج المحلي. ارتفع معدل التضخم تدريجيًا خلال نفس الفترة من 5.6% في 2017 إلى 9.3% في 2022، الزيادة الكبيرة في التضخم في 2021 و2022 تشير إلى تصاعد الضغوط التضخمية نتيجة لزيادة الطلب النقدي وضعف العرض الاقتصادي. كذلك يمكن ملاحظة علاقة طردية واضحة بين المؤشرين فكلما زادت الكتلة النقدية، ارتفع معدل التضخم وهذا بسبب تأثير التوسع النقدي الذي يظهر بوضوح في تضخم الأسعار نتيجة لزيادة العرض النقدي بأكثر من الزيادة في الإنتاج المحلي. كم تجدر الإشارة إلى أن انخفاض معدل التضخم خلال سنتي 2019 و2020 كان بسبب تراجع الطلب الكلي نتيجة للحجر الصحي المفروض وما ينتج عنه من تباطؤ للنشاط الاقتصادي.

وفقًا لتقرير مشاورات المادة الرابعة مع الجزائر لصندوق النقد الدولي لعام 2022، أشار إلى أن التضخم في الجزائر مرتبط بزيادة السيولة النقدية الناتجة عن التمويل غير التقليدي، كما أقر بنك الجزائر بأن التمويل غير التقليدي ساهم بشكل كبير في التضخم، خاصة مع فشل الإجراءات المصاحبة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي وقد أثر التمويل غير التقليدي على التضخم كالتالي:

- **زيادة العرض النقدي:** تم طباعة حوالي6500 مليار دينار خلال فترة التمويل غير التقليدي مما ضاعف الكتلة النقدية بشكل كبير، ووفقا لنظرية كمية النقود فإن زيادة النقود دون نمو اقتصادي كاف يؤدي إلى تضخم (بنك الجزائر، 2019، صفحة 7).
- **التضخم المستورد:** مع اعتماد الجزائر الكبير على الاستيراد، ساهمت السيولة الزائدة في الاقتصاد المحلي بزيادة الضغط على سعر الصرف، ما رفع تكلفة السلع المستوردة (صندوق النقد الدولي، 2022).
- **انخفاض قيمة الدينار:** نتيجة لزيادة السيولة النقدية تعرض الدينار الجزائري لضغوط كبيرة مما أدى إلى انخفاض قيمته أمام العملات الأجنبية، وساهم هذا الانخفاض في ارتفاع تكلفة السلع والخدمات.
- **تضخم مدفوع بالتكاليف:** ارتفاع أسعار السلع المستوردة وارتفاع تكاليف الإنتاج أدى إلى تضخم مدفوع بالتكاليف، حيث واجهت الشركات المحلية صعوبة في تحمل التكاليف المرتفعة (بهلول و زغادنية، 2020، صفحة 195).
- **ضعف الاستثمار الإنتاجي:** في ظل غياب سياسات اقتصادية فعالة لاستغلال السيولة المطروحة في الاستثمار الإنتاجي، توجهت الأموال إلى استهلاك غير منتج مما فاقم التضخم.

كان للتمويل غير التقليدي تأثير كبير على ارتفاع التضخم في الجزائر خلال الفترة 2017-2022. رغم نجاحه في تغطية العجز الحكومي مؤقتا، إلا أن نتائجه السلبية على الأسعار والقدرة الشرائية كانت واضحة. لتحقيق الاستقرار يجب التركيز على سياسات اقتصادية منتجة تعزز من النمو الاقتصادي وتقلل من الاعتماد على الطباعة النقدية كحل قصير الأجل.

أظهرت نتائج التحليل أن تطبيق سياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر أحدث تحولا عميقا في المؤشرات النقدية والمالية، إذ سمح بتغطية العجز المالي وتوفير السيولة داخل الجهاز المصرفي، لكنه في المقابل أدى لتعطيل عمل انتقال آثار السياسة النقدية.

فقد لاحظنا أن ارتفاع الكتلة النقدية M2 بنحو 49% خلال خمس سنوات والانتقال من وضعية العجز في السيولة البنكية قبل 2017 إلى فائض دائم بعدها، كان نتيجة مباشرة لتمويل الخزينة عبر إصدار نقدي دون مقابل انتاجي حقيقي، هذا التوسع النقدي أدى إلى ضعف فعالية أدوات السياسة النقدية التقليدية في التحكم في المعروض النقدي وبالتالي في ضبط مستويات التضخم.

كما أن هيمنة القروض الموجهة للقطاع العمومي كشف عن استمرار الطابع الريعي والتمويلي للاقتصاد، حيث استخدمت الموارد النقدية أساسا لتسوية التزامات الدولة ومؤسساتها عوض تحفيز النشاط الاستثماري المنتج، مما أدى بالبنوك بالاصطدام بواقع وجود فائض سيولة كبير دون فرص تمويلية حقيقية، وبالتالي إلى تراجع مردودية القطاع المصرفي وتقييد دورة التنموي.

ويمكن القول إن التمويل غير التقليدي في الجزائر حقق نجاحا ماليا قصير الأجل تمثل في ضمان استمرارية تمويل الدولة وتجنب أزمات السيولة الحادة، لكنه في نفس الوقت أضعف التوازن النقدي وأحدث تحديات جديدة أمام بنك الجزائر لاستعادة التحكم في الكتلة النقدية وضبط التضخم دون الوصل إلى حالة من الركود الاقتصادي.

المطلب الثاني: أثر التمويل غير التقليدي على النشاط الاقتصادي الحقيقي في الجزائر (2017-2022)

إن اعتماد آلية التمويل غير التقليدي في الجزائر كان يهدف لدعم النشاط الاقتصادي الحقيقي عبر تمويل النفقات العمومية وضمان تمويل المشاريع الاستثمارية، وتفادي ركود اقتصادي كان متوقعا خاصة بعد تراجع للإيرادات النفطية التي أعقبت انهيار أسعار النفط منذ منتصف 2014، غير أن هذه السياسة النقدية التوسعية لم تترجم إلى نمو فعلي في الناتج المحلي الإجمالي، بسبب ضعف الاستجابة الإنتاجية للقطاع في ظل هيمنة القطاع العام وغياب التحفيز للاستثمار الخاص.

سنقوم بتحليل أثر التمويل غير التقليدي على النمو الاقتصادي والتشغيل والاستثمار خلال الفترة 2017-2022 من خلال دراسة تطور الناتج المحلي الإجمالي خارج المحروقات.

الفرع الأول: تطور النشاط الاقتصادي في الجزائر 2017-2022.

شهد النشاط الاقتصادي في الجزائر تقلبات ملحوظة خلال الفترة 2017-2022، متأثرا بالتمويل غير التقليدي وتداعيات التغيرات الخارجية والداخلية، وقد انعكست هذه التقلبات بشكل واضح على معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي، خاصة خلال سنوات الركود الاقتصادي والأزمات العالمية، سيتم في هذا العنصر عرض تطور الناتج المحلي الإجمالي وتحليل عوامل النمو والانكماش خلال هذه الفترة.

1-نمو وتطور الناتج المحلي الإجمالي:

عرف الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر تباطؤا واضحا في النمو خلال فترة 2017-2019 وهي فترة تطبيق التمويل غير التقليدي فاستقر عند نسبة نمو 1.3% سنة 2017 و1.2% سنة 2018 مقارنة بـ 3.3% سنة 2016، ويعود سبب الضعف النسبي لنمو الناتج المحلي إلى قطاع المحروقات الذي تراجع بنسبة 6.4% سنة 2018 (بنك الجزائر، 2018، صفحة 14).

أما خلال 2020 شهد الاقتصاد تراجعا حادا بلغ -5.1% بعد نموه بـ 0.8% خلال 2019 نتيجة تداعيات جائحة COVID-19 الذي أدى إلى اغراق اغلب الاقتصادات العالمية في ركود غير مسبوق، ولم يسلم الاقتصاد الجزائري من الصدمة الناتجة عنه لتضاف إلى الصدمة الأخرى والناتجة عن انخفاض أسعار النفط المستمر منذ نتصف 2014 (بنك الجزائر ، 2020، صفحة 26) ، قبل أن يسجل الاقتصاد تعافيا نسبيا في 2021 و2022 بنسبة 3.4% و3.2% على التوالي وهذا بسبب تحسن الوضعية الوبائية وارتفاع نسبي في أسعار النفط (بنك الجزائر، 2022، صفحة 25).

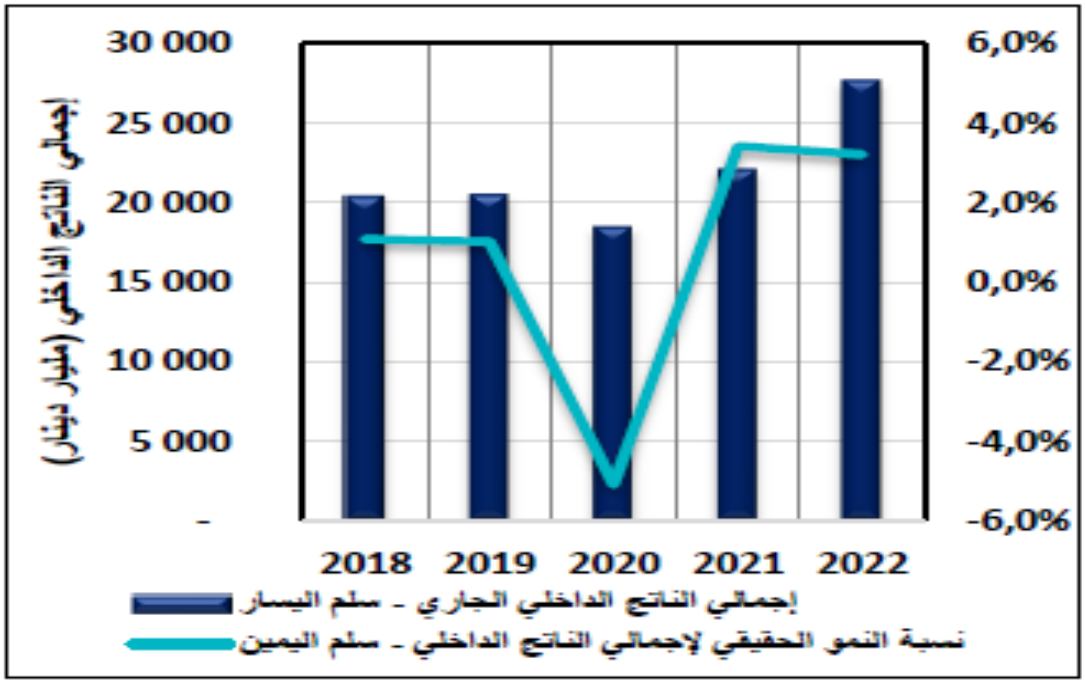
الجدول رقم (04-19): تطور معدل النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي (2017-2022)

السنة	2017	2018	2019	2020	2021	2022
المعدل %	1.3	1.2	0.8	5.1-	3.4	3.2

المصدر: (بنك الجزائر، 2022)

توضح البيانات أن التوسع النقدي من خلال التمويل غير التقليدي لم يؤد إلى تسارع في وتيرة النمو، بل اقتصرت آثاره على تفادي الانكماش الاقتصادي دون خلق ديناميكية إنتاجية جديدة، ويفسر ذلك بكون معظم الانفاق الممول نقديا كان موجها لتغطية نفقات التسيير وتحويلات الخزينة، ما ساهم في رفع الطلب الكلي الإسمي دون زيادة مقابلة في الإنتاج الحقيقي.

الشكل رقم (04-11): نمو وتطور الناتج المحلي الإجمالي (2018-2022).



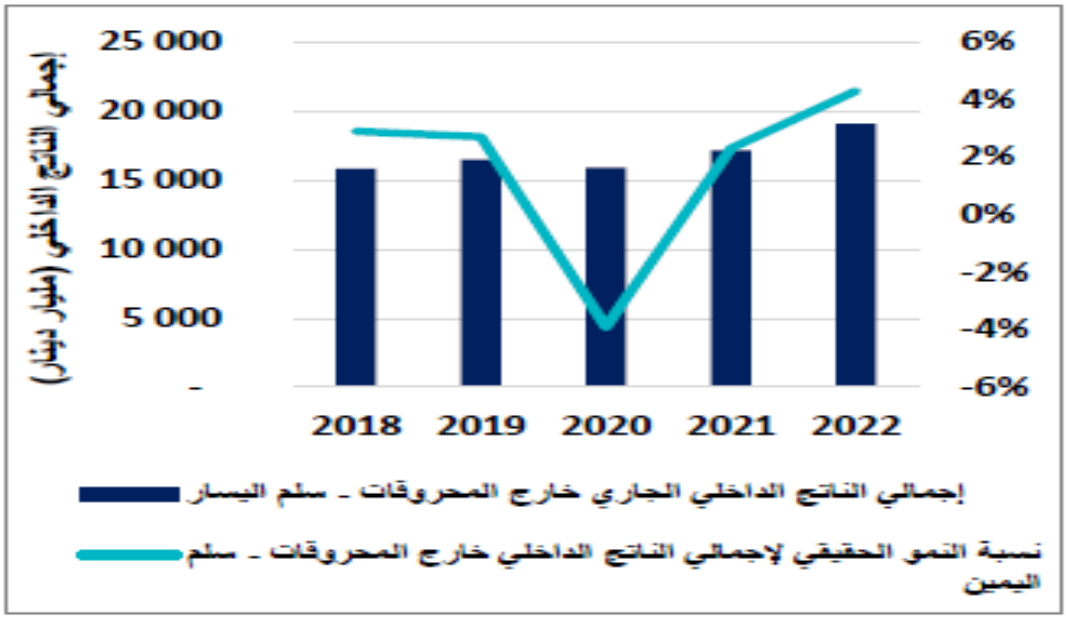
المصدر: (بنك الجزائر، 2022، صفحة 25).

2-تطور النمو خارج قطاع المحروقات:

يظهر تحليل النشاط الاقتصادي خارج قطاع المحروقات أن النمو ظل ضعيفا ومتقلبا، فارتفع من 2.1% سنة 2017 إلى 3% سنة 2018، بسبب الأداء الممتاز للقطاعات الاقتصادية الثلاثة خارج المحروقات وهي القطاع الفلاحي وقطاع الخدمات المسوقة وغير المسوقة وأخيرا قطاع البناء والأشغال العمومية، وذلك رغم تراجع نمو القطاع الصناعي والذي يمثل القطاع الرابع خارج المحروقات في الجزائر. ثم عاد لينخفض مرة أخرى سنة 2019 إلى 2.4% بسبب تراجع جميع القطاعات الأربعة (بنك الجزائر، 2019، صفحة 24).

يظهر التحليل أن مستويات النمو خارج المحروقات أدنى بكثير من المستويات المطلوبة لتحقيق تنويع اقتصادي حقيقي، فمثلا القطاع الصناعي لم يحقق سوى زيادات طفيفة لا تتجاوز 2.1% سنة 2018، في حين ارتكز النشاط الاقتصادي أساسا على الزراعة والبناء والخدمات وهي قطاعات تعتمد على الانفاق العام أكثر من الاستثمار الخاص (بنك الجزائر، 2018، صفحة 14).

الشكل رقم (04-12): تطور نمو الناتج المحلي الإجمالي خارج المحروقات 2017-2022.



المصدر: (بنك الجزائر، 2022، صفحة 25).

أما خلال سنة 2020 انتقل النمو خارج المحروقات من -3.9% بسبب تأثر النشاط الاقتصادي بفترة الوباء إلى 2.3% سنة 2021 و4.3% سنة 2022، ويعود سبب ذلك إلى تحسن القطاعات الإنتاجية الأربعة خارج المحروقات خاصة القطاع الفلاحي (بنك الجزائر، 2022، صفحة 25).

رغم التحسن النسبي خلال 2021-2022 فإن النمو خارج المحروقات ظل هشا ومتذبذبا وغير مستدام، لأنه ناتج عن انتعاش ظرفي مرتبط بعائدات النفط ورفع الانفاق الحكومي المصاحب له وكذلك للظروف المناخية التي تؤثر على القطاع الفلاحي، وليس عن تحول هيكلي في الإنتاج، ويؤكد ذلك ضعف مساهمة القطاعات الصناعية والزراعية في الناتج المحلي الإجمالي مقارنة بالقطاع الحكومي والخدمات.

3-أثر الانفاق العمومي الممول نقديا على النشاط الاقتصادي:

بلغت قيمة التمويل غير التقليدي الذي ضخه بنك الجزائر في الخزينة العمومية بين 2017-2019 حوالي 6556.2 مليار دج، وجه الجزء الأكبر منه لتغطية العجز وتمويل رواتب الموظفين وتسديد مستحقات المؤسسات العمومية، وقد ساعد ذلك فعلا على تجنب ركود اقتصادي حاد خلال تلك الفترة، لكنه لم يحدث طفرة في الناتج الحقيقي بسبب محدودية الاستثمار المنتج وتباطؤ وتيرة المشاريع الكبرى (Banque d'Algérie, 2019, p. 5).

فعلى الرغم من ارتفاع حجم النفقات العمومية إلى حوالي 7400 مليار دج سنويا كمتوسط خلال 2018-2019 فإن معدل النمو لم يتجاوز 1.3% ما يعكس ضعف مردودية الانفاق العمومي في خلق القيمة المضافة، بعبارة أخرى فإن أثر التمويل غير التقليدي على النمو الاقتصادي كان قصير الأجل حيث عزز الطلب الكلي دون تحفيز العرض، مما أدى إلى نمو محدود غير قادر على تحسين الإنتاجية. (Banque d'Algérie, 2021, p. 29)

تبين من خلال تحليل تطور الناتج المحلي الإجمالي أن التمويل غير التقليدي ساهم في استقرار الاقتصاد الكلي وتفادي الانكماش لكنه لم يحقق أهداف النمو الاقتصادي المستدام، لأنه ركز على تمويل الانفاق الاستهلاكي والحكومي أكثر من الاستثمار المنتج.

الفرع الثاني: أثر التمويل غير التقليدي على الاستثمار والتشغيل.

سنقوم بدراسة تطور كل من النفقات العمومية الرأسمالية وكذلك سوق العمل خلال فترة الدراسة كما يلي:

1-تطور النفقات العمومية الرأسمالية (الاستثمارية):

ساهم التمويل غير التقليدي في تمكين الحكومة الجزائرية من الاستمرار في تنفيذ برامجها الاستثمارية رغم الضغوط المالية الناتجة عن تراجع أسعار النفط، ونفاذ صندوق ضبط الإيرادات خلال سنة 2017، والذي ظل لسنوات طويلة مصدرا لتمويل العجوزات الكبير للنفقات العمومية. فقد تم تمويل جزء من نفقات الاستثمار عبر الادخار الحكومي مما ولد عجزا في رصيد الميزانية العامة بـ 1206.5 مليار دج تمت تغطية جزء منه عبر آخر اقتطاع من صندوق ضبط الإيرادات والجزء المتبقي من التمويل المصرفي عن طريق بنك الجزائر في إطار التمويل غير التقليدي (بنك الجزائر، 2017، صفحة 66).

الجدول رقم (04-20): تطور النفقات العمومية الاجمالية والرأسمالية 2017-2022 (مليار دج).

السنة	النفقات الاجمالية	النفقات الرأسمالية	نسبة النفقات الرأسمالية إلى الاجمالية
2017	7282.7	2524.9	%34.67
2018	7899.1	3228.8	%40.87
2019	7741.3	2846.1	%36.76
2020	6902.9	1893.5	%27.43
2021	7436.1	1956.4	%26.30
2022	9660	2086.7	%21.60

المصدر: (Banque d'Algérie, 2021, p. 29).

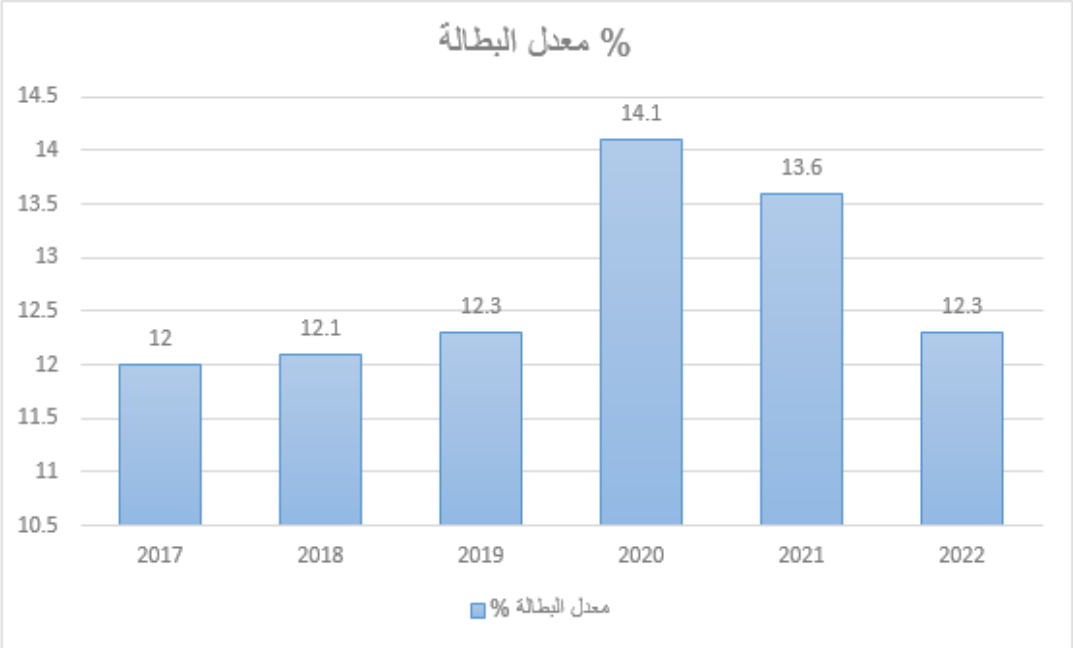
من الجدول نلاحظ أن النفقات الرأسمالية عرفت ارتفاعا كبيرا خلال فترة التمويل غير التقليدي حيث انتقلت من 34.67% من اجمالي النفقات العمومية خلال سنة 2017 إلى 40.87% خلال سنة 2018 ومن ثم انخفضت إلى 36.76% مع نهاية العمل بآلية التمويل غير التقليدي سنة 2019، ما يشير إلى أن الدولة حاولت تحفيز النشاط الاقتصادي عبر المشاريع العمومية، خاصة قطاع السكن أين استفاد الصندوق الوطني للاستثمار من مبلغ 1773.2 مليار دج من اجمالي مبلغ التمويل غير التقليدي لتمويل برنامج السكن عدل ومشاريع هيكلية أخرى (Banque d'Algérie, 2019, p. 5).

ومنذ سنة 2020 انخفضت نسبة النفقات الرأسمالية إلى النفقات الاجمالية تدريجيا إلى أن بلغت 21.6% خلال سنة 2022.

2-أثر التمويل غير التقليدي على التشغيل:

شهد سوق العمل في الجزائر تذبذبا واضحا في معدلات البطالة خلال الفترة 2017-2022، حيث استقر خلال الفترة 2017-2019 عند حدود 12% قبل ان يعرف ارتفاعا حاد خلال سنة 2020 بسبب الظروف الوبائية المصاحبة لانتشار فيروس COVID-19 ليصل إلى 14.1%، قبل أن تنخفض تدريجيا خلال سنتي 2021 و2022 بمعدل 13.6% و12.3% على التوالي.

الشكل رقم (04-13): تطور معدل البطالة في الجزائر 2017-2022.



المصدر: (البنك الدولي، 2022)

بناء على معطيات الشكل أعلاه وبناء على ما سبق يتضح أن السياسة النقدية التوسعية التي تبناها بنك الجزائر سواء من خلال التمويل غير التقليدي أو برنامج إعادة التمويل لم تحدث تأثيرا هيكليا في التشغيل بل ساهمت في تخفيف حدة فقدان الوظائف خلال فترات الانكماش المصاحبة لصدمات انهيار أسعار النفط أو فترة الحجر الصحي خلال أزمة COVID-19، فقد وفر التمويل غير التقليدي سيولة مؤقتة للمؤسسات العمومية سمحت لها بالحفاظ على مستوى العمالة، فمن بين 6556.2 مليار دج كان نصيب المؤسسات العمومية منها 1813مليار دج موجهة لمؤسسة سوناطراك وسونلغاز لتسديد ديونها العمومية، 500 مليار دج موجهة للصندوق الوطني للتقاعد لإعادة تمويل ديونه (Banque d'Algérie, 2019, p. 5). لكنه لم يخلق فرصا جديدة للعمل في القطاعات المنتجة خصوصا الصناعية منها، بسبب ضعف القروض الاستثمارية طويلة الأجل الموجهة للقطاع الخاص (بنك الجزائر، 2018، صفحة 15).

الفرع الثالث: تقييم فعالية التمويل غير التقليدي في تحريك الاقتصاد الحقيقي.

إن عملية ضخ السيولة النقدية عبر آلية التمويل غير التقليدي ساهم في توسيع الإنفاق العمومي وتحسين الوضع المالي قصير الأجل، إلا أن تأثيره على النشاط الاقتصادي كان ضعيفا وغير مستدام، فعلى الرغم من ضخ 6556.2 مليار دينار جزائري خلال الفترة 2017-2019 إلا أن معدلات النمو لم تشهد تحسنا ملموسا بل استقرت في حدود 1 إلى 1.5%، ما يؤكد على لم يترجم إلى زيادة حقيقية في الإنتاج والاستثمار (Banque d'Algérie, 2021, p. 29).

1-التحليل السببي بين التمويل غير التقليدي والنشاط الاقتصادي:

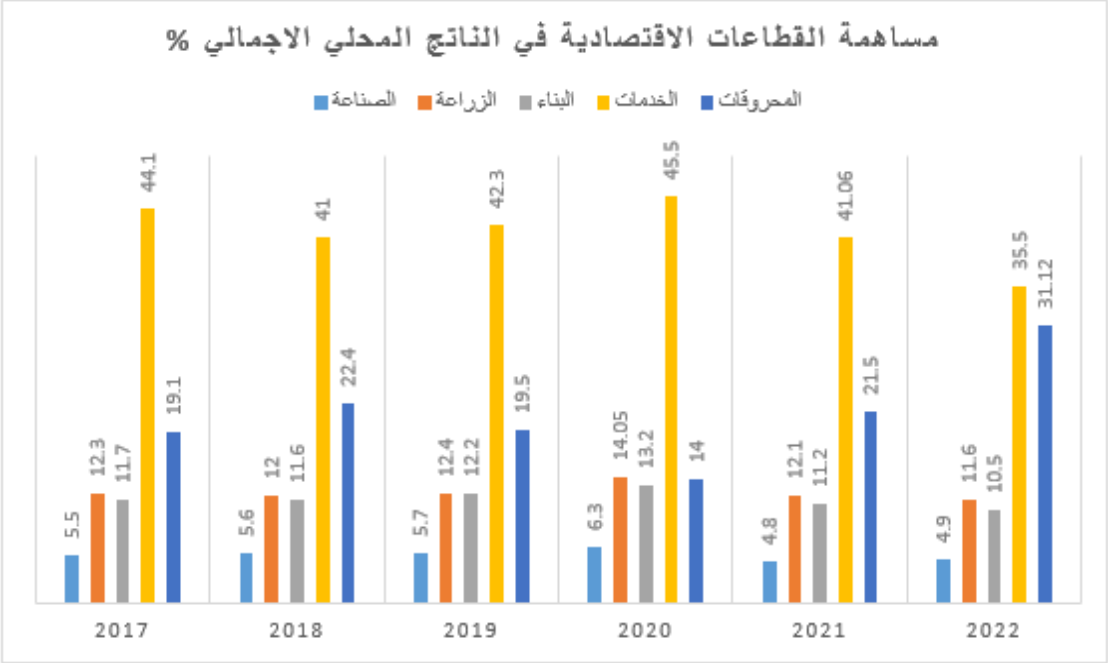
عند تحليل الأسباب التي أدت لذلك نجد أن المبالغ المالية التي ضخها بنك الجزائر عبر آلية التمويل غير التقليدي تم تحويل جزء كبير منها نحو تسديد الديون العمومية كديون مؤسسة سوناطراك وسونلغاز وكذلك ديون الصندوق الوطني للتقاعد من جهة وتسديد نفقات التسيير من جهة أخرى، بدلا من دعم النشاط الاقتصادي المباشر وهذا ما أدى بالتالي إلى تحفيز الطلب الكلي دون تحفيز العرض الحقيقي.

2-ضعف ديناميكية الاستثمار والإنتاج.

تظهر المؤشرات ان القطاعات الأكثر استفادة من التمويل غير التقليدي هي قطاع الخدمات الحكومية وقطاع البناء والأشغال العمومية من خلال تمويل برامج السكن عدل ومشاريع هيكلية أخرى بمبلغ قدر بـ 1773.2 مليار دج من اجمالي مبلغ التمويل غير التقليدي (Banque d'Algérie, 2019, p. 5)، وهي قطاعات كثيفة العمالة لكنها ذات قيمة مضافة ضعيفة نسبيا، أما القطاعات الصناعية والزراعية فقد ظلت مساهمتها في الناتج المحلي الإجمالي محدودة اذ لم تتجاوز 6.5% و12% على التوالي خلال الفترة 2018-2021 ما يدل على غياب تحول هيكلي حقيقي في بنية الاقتصاد (بنك الجزائر، 2022، الصفحات 22-25).

ويرجع بنك الجزائر هذا الضعف إلى تباطؤ القروض الاستثمارية طويلة الأجل، وغياب إصلاحات مؤسسية فعالة لتحسين مناخ الأعمال، إضافة إلى ضعف كفاءة الإنفاق العمومي في توجيه الموارد نحو القطاعات المنتجة. ويظهر الجدول التالي تطور مساهمة القطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي.

الشكل رقم (04-14): تطور مساهمة القطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي 2017-2022.



المصدر: (بنك الجزائر، 2022).

من الشكل نلاحظ أن قطاع الخدمات هو المساهم الأكبر في الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر خلال الفترة 2017-2022 بنسب تتراوح بين حوالي 41% إلى 45% إذ يشغل هذا القطاع حوالي 60.8% من الطبقة العاملة بأكثر من 6.8 مليون عامل وبقيمة مضافة قدرت ب 8636.7 مليار دج حسب احصائيات سنة 2019 (بنك الجزائر، 2019، صفحة 29)، أما قطاع البناء الذي يعتبر من أضعف القطاعات من حيث المساهمة في الناتج المحلي بنسب تراوحت بين 10.5% و13.2% فيشغل هذا القطاع 1.89 مليون عامل وقد ولد قيمة مضافة قدرها 2492 مليار دج من الناتج المحلي الإجمالي لنفس السنة (بنك الجزائر، 2019، صفحة 28).

تبرز هذه الأرقام أن قطاع البناء الذي يعتبر ذو قيمة مضافة محدودة نسبيا كان المستفيد الأكبر من التمويل غير التقليدي من خلال تمويل برامج سكنات عدل بقيمة 1773.2 مليار دج، ما جعل أثر التمويل غير التقليدي اجتماعيا أكثر منه اقتصاديا، أي أنه حافظ على النشاط الاقتصادي دون خلق ثروة جديدة.

أظهرت نتائج التحليل أن التمويل غير التقليدي في الجزائر ساهم في تفادي ركود اقتصادي حاد عبر تمويل النفقات العمومية وتوفير السيولة للمؤسسات من جهة، لكنه لم يحدث تحولا هيكليا في النشاط الاقتصادي الوطني بسبب ضعف تأثيره على الاستثمار الخاص والإنتاج الحقيقي من جهة أخرى.

فلقد مكن التمويل غير التقليدي الدولة من الحفاظ على مستويات الإنفاق العمومي مرتفعة خصوصا في قطاع البناء والأشغال العمومية وقطاع الخدمات ما ساهم على دعم النمو على المدى القصير غير أن هذه الديناميكية كانت سطحية لأنها اعتمدت على تحفيز الطلب الكلي دون توسيع العرض الذي يقابله.

فبينما ارتفع الناتج المحلي الاسمي، ظل الناتج الحقيقي ضعيفا واستمرت البطالة عند مستويات مرتفعة نسبيا ما يدل على ضعف مردودية السياسة النقدية التوسعية المطبقة من طرف بنك الجزائر في تحفيز التشغيل ودفع عجلة الإنتاج.

المطلب الثالث: أثر التمويل غير التقليدي على التوازنات المالية والخارجية في الجزائر خلال الفترة (2017-2022).

شكل تطبيق آلية التمويل غير التقليدي في الجزائر تحولا جوهريا في العلاقة بين السياسة النقدية والسياسة المالية، فلقد أتاح تمويل عجز الميزانية العامة بعد نفاد صندوق ضبط الإيرادات للدولة عدم اللجوء إلى الاقتراض من الخارج، مما ساعدها على تجنب أزمة التمويل الحادة في السيولة بعد الانخفاض التاريخي في أسعار النفط سنة 2014، غير أن هذا الخيار أدى إلى تفاقم المخاطر على التوازنات الكلية سواء من حيث ارتفاع الكتلة النقدية والدين العمومي الداخلي، أو من حيث تراجع احتياطات الصرف وتزايد الضغوط على ميزان المدفوعات.

الفرع الأول: أثر التمويل غير التقليدي على عجز الموازنة العامة والدين العمومي.

شهدت المالية العمومية في الجزائر خلال الفترة 2017-2022 تذبذبا حادا على مستوى العجز متأثرة بتقلبات الإيرادات النفطية المرتبطة بأسعار النفط سنتطرق من خلال هذا الفرع الى تطور عجز الموازنة العامة والدين العمومي خلال هذه الفترة.

1-تطور عجز الموازنة العامة:

بعد أن بلغ عجز الخزينة العامة 1206.5 مليار دج سنة 2017 انخفض إلى 975 مليار دج سنة 2018 و1139.8 مليار دج سنة 2019، بسبب تحسن إيرادات الجباية البترولية على الرغم من الارتفاع القوي لنفقات الميزانية خلال هذه الفترة وبحكم استنفاذ موارد صندوق ضبط الإيرادات، تطلب تمويل هذا العجز اللجوء إلى تمويلات بنكية في إطار التمويل غير التقليدي من بنك الجزائر بمبلغ 1000 مليار دج سنة 2019 (بنك الجزائر، 2019، صفحة 65).

أما خلال سنة 2020 ارتفع العجز الموازني إلى 1261.9 مليار دج بسبب انخفاض إيرادات الميزانية ذات الصلة بالجباية البترولية وهذا راجع إلى انخفاض الطلب العالمي على البترول بسبب الأزمة الوبائية التي خلفها فيروس COVID-19 وهذا رغم

تقليص نفقات الميزانية بنسبة 10.8% خلال نفس الفترة (بنك الجزائر ، 2020، صفحة 68). ليعود وينخفض بصفة كبيرة إلى أن بلغ أدنى مستوى للعجز بمبلغ 192.7 مليار دج خلال سنة 2022 بسبب التحسن الكبير في أسعار النفط حيث بلغت الزيادة في عائدات البترول خلال هذه السنة 116.8% مقارنة بالسنة السابقة رغم ارتفاع نفقات الميزانية بنسبة 30% (بنك الجزائر، 2022، صفحة 97).

الجدول التالي يظهر تطور عجز الموازنة العامة في الجزائر خلال الفترة (2017-2022).

الجدول رقم (04-21): تطور عجز الموازنة العامة في الجزائر خلال الفترة 2017-2022 (مليار دج)

السنة	2017	2018	2019	2020	2021	2022
العجز	1206.5	975	1139.8	1261.9	842	192.7

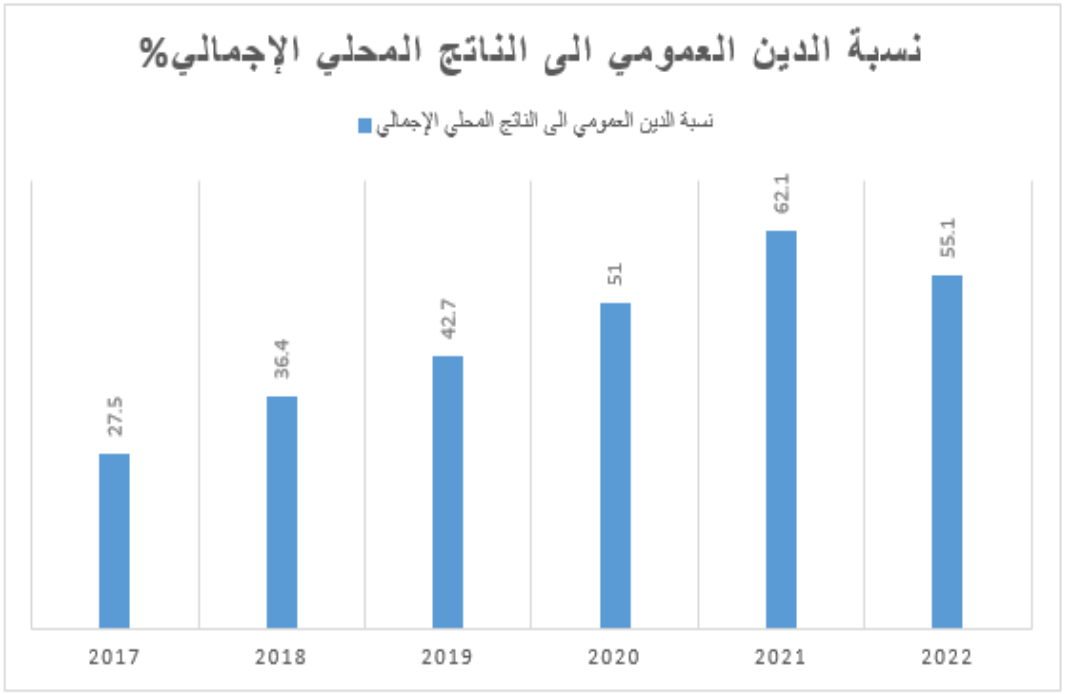
المصدر: (بنك الجزائر، 2022).

يتضح من الجدول أن مستوى العجز ظل مرتفعا حتى بعد التوقف عن العمل رسميا بآلية التمويل غير التقليدي سنة 2019 إلى غاية 2022 أين عرفت أسعار البترول ارتفاعا كبيرا، ما يدل على أن هذه الآلية لم تعالج الخلل البنيوي في المالية العامة بل أعطى غطاء مؤقتا عبر اصدار نقدي داخلي، فقد أتاح التمويل غير التقليدي للحكومة هامش حركة لتسيير نفقاتها ودعم المؤسسات العمومية، أي أنه كان مجرد حل مؤقت قصير المدى إلى غاية تحسن أسعار النفط.

2-تطور الدين العمومي الداخلي:

نتيجة الاعتماد على التمويل غير التقليدي ارتفع الدين العمومي الداخلي بوتيرة سريعة فقد انتقل من 27.5% سنة 2017 من الناتج الداخلي الخام إلى نحو 55.1% سنة 2022، أدت هذه الزيادة إلى تراجع قدرة الدولة على التحكم في خدمة الدين الداخلي إذ ارتفعت فوائد الدين العمومي من 46.8مليار دج سنة 2016 إلى 113.9مليار دج سنة 2019، ما أدى إلى الحد من الهامش المالي المتاح لتمويل الاستثمارات العمومية الجديدة (بنك الجزائر، 2022، صفحة 119).

الشكل رقم (04-15): تطور نسبة الدين العمومي إلى الناتج النحلي الإجمالي (2017-2022).



المصدر: بنك الجزائر، التقارير السنوية 2017-2022.

يرجع هذا الارتفاع إلى لجوء الخزينة العمومية إلى التمويل مباشرة من بنك الجزائر لتغطية نفقاتها، وهي آلية ضاعفت من التزامات الحكومة تجاه النظام المالي الداخلي. والجدول التالي يوضح نسبة مساهمة التمويل غير التقليدي في الدين العمومي في الجزائر.

الجدول رقم (04-22): نسبة التمويل غير التقليدي من الدين العمومي في الجزائر 2017-2022 (%)

السنة	2017	2018	2019	2020	2021	2022
النسبة	%42	%74.7	%74.9	%69.5	%47.8	%42.7

المصدر: (بنك الجزائر، 2022).

من الجدول نلاحظ ارتفاع مستمر لمساهمة التمويل غير التقليدي في الدين العمومي خلال سنوات تطبيق هذه الآلية من 42% سنة 2017 إلى 74.9% سنة 2019، ثم بدأت في الانخفاض بفعل التوقف عن تطبيق التمويل غير التقليدي إلى أن وصل إلى 42.7% سنة 2022، كما تجدر الإشارة إلى أن الخزينة العمومية قد شرعت ابتداء من سنة 2022 في إرجاع جزء من القروض الممنوحة في إطار التمويل غير التقليدي إلى بنك الجزائر بواقع حوالي 40 مليار دج سنويا، وهو ما يعكس بداية مسار انكماشي يهدف إلى تقليص هذا النوع من التمويل في هيكل الدين العمومي (بنك الجزائر، 2022، صفحة 119).

نستنتج مما سبق أن الاعتماد على التمويل غير التقليدي أدى إلى تحسن مؤقت في توازن الخزينة العمومية بفضل تغطية العجز دون اللجوء إلى الاقتراض الخارجي، لكنه في المقابل أدى إلى رفع حجم الدين العمومي الداخلي والتزامات الخزينة وأجل

معالجة الاختلالات البنيوية في الإيرادات والنفقات، وبالتالي فإن أثره على المالية العامة كان قصير الأجل أي أنه كان حلا تعويضيا مؤقتا أكثر منه إصلاحيا.

الفرع الثاني: أثر التمويل غير التقليدي على ميزان المدفوعات واحتياطات الصرف.

شكل التمويل غير التقليدي عاملا مؤثرا على ميزان المدفوعات الجزائري حيث انعكس ضخ السيولة على الطلب المحلي للسلع والخدمات مما أثر بدوره على العجز في الحساب الجاري، وقد أبرزت التقارير الرسمية لبنك الجزائر تزايد العجز في ظل ارتفاع الإنفاق المحلي مقارنة بالدخل المتحقق من النشاط الاقتصادي، ستناول تطور ميزان المدفوعات وتحليل آثار التمويل غير التقليدي على التوازن الخارجي واحتياطات الصرف.

1- تطور ميزان المدفوعات:

تأثر ميزان المدفوعات خلال فترة تطبيق التمويل غير التقليدي بوضوح بزيادة الانفاق الحكومي، فقد أدى ضخ السيولة النقدية لتمويل عجز الخزينة العمومية إلى ارتفاع الطلب المحلي على السلع والخدمات المستوردة مما أدى إلى ارتفاع العجز في الحساب الجاري، حيث أقر بنك الجزائر في تقريره السنوي 2019 أن العجوزات الاجمالية لميزان المدفوعات خلال السنوات الأخيرة والمماثلة تقريبا للعجز في الحساب الجاري تعكس فائضا في الانفاق المحلي لجميع الوكلاء الاقتصاديين المقيمين مقارنة بالدخل المتأتي من النشاط الاقتصادي الوطني (بنك الجزائر، 2019، صفحة 57).

الجدول رقم (04-23): تطور رصيد ميزان المدفوعات في الجزائر 2017-2022 (مليار دولار).

السنة	2017	2018	2019	2020	2021	2022
الرصيد	-21.97	-15.82	-16.93	-16.37	-1.48	18.47

المصدر: (بنك الجزائر، 2022)

بعد أن بلغ العجز في ميزان المدفوعات نحو 21.97 مليار دولار سنة 2017 تراجع نسبيا إلى 15.82 مليار دولار سنة 2018 نتيجة تحسن نسبي في أسعار النفط الذي انتقل من 53 دولار سنة 2017 إلى 71.5 دولار سنة 2018 (بنك الجزائر، 2018، صفحة 39)، لكن العجز بقي في مستويات مرتفعة حتى سنة 2020.

يبين الجدول أن تحسنا كبيرا ظهر منذ 2021 خصوصا مع تقلص فاتورة الواردات وارتفاع أسعار النفط في 2021-2022، غير أن التحسن لم يكن ناتجا عن اصلاح هيكلي في الميزان التجاري بل إلى عوامل خارجية ظرفية، فبقيت الصادرات الجزائرية أحادية المصدر بنسبة تفوق 90% من المحروقات، بينما ظلت الواردات مرتفعة بسبب ضعف الإنتاج المحلي.

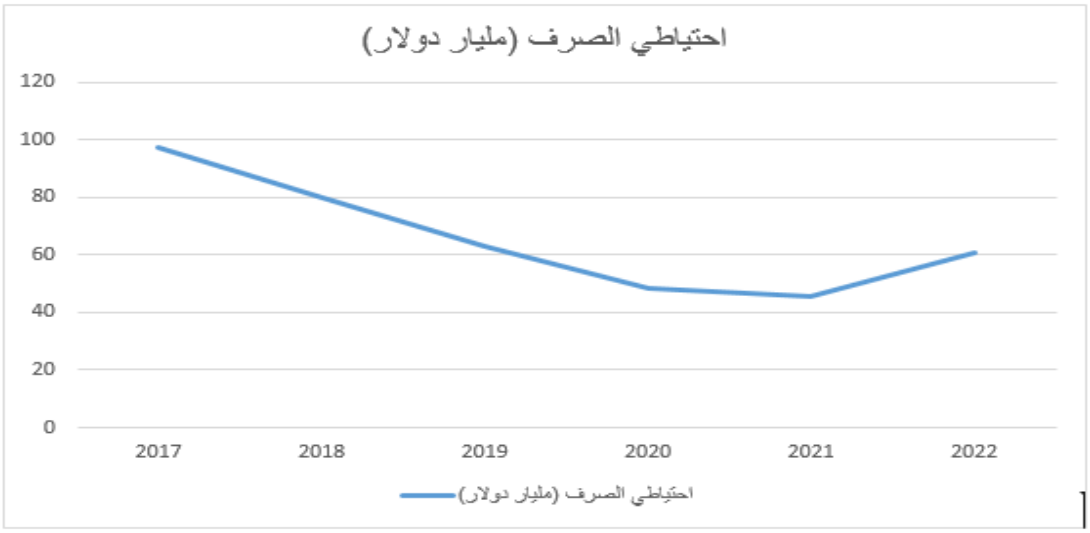
نستنتج أن السياسة النقدية التوسعية المتمثلة في التمويل غير التقليدي أدت إلى ضغط إضافي على ميزان المدفوعات، من خلال توسيع الطلب الداخلي على الواردات من السلع قبل ان تتحسن الوضعية مؤقتا مع ارتفاع أسعار النفط.

2- تطور احتياطات الصرف.

كان لأثر التمويل غير التقليدي على احتياطات الصرف بعد واضح خاصة في ظل انخفاض أسعار النفط، فقد تراجعت هذه الأخيرة من 114.1 مليار دولار سنة 2016 إلى 45.3 مليار دولار سنة 2021 أي ما يقارب 60% من الانخفاض خلال 5 سنوات فقط (بنك الجزائر ، 2020، صفحة 60).

ويعود هذا التراجع في الأساس إلى تمويل الدولة لنفقاتها بالدينار المحلي دون أن يقابله تحسن في العائدات الخارجية، مما أدى إلى زيادة الواردات وتآكل الاحتياطات لتغطية المدفوعات بالعملة الأجنبية.

الشكل رقم (04-16): تطور احتياطات الصرف في الجزائر 2017-2022 (مليار دولار)



المصدر: (بنك الجزائر، 2022)

توضح البيانات أن التحسن الطفيف في احتياطات الصرف بعد 2021، كان نتيجة مباشرة لارتفاع أسعار النفط إلى مستويات تفوق 100 دولار للبرميل، حيث بلغ احتياطي الصرف 61 مليار دولار نهاية سنة 2022.

خلاصة الفصل الرابع:

اناول هذا الفصل آلية التمويل غير التقليدي في الجزائر من زاويتين مترابطتين: الأولى تتعلق بالإصلاحات الهيكلية المصاحبة لتطبيق هذه الآلية، والثانية بتحليل آثارها على التوازنات الاقتصادية الكلية خلال الفترة (2017–2022). وقد لجأت الجزائر إلى التمويل غير التقليدي كحل استثنائي لتغطية العجز المالي الحاد الناتج عن انهيار أسعار النفط واستنفاد صندوق ضبط الإيرادات، عبر التمويل المباشر للخزينة من طرف بنك الجزائر مع تجنب اللجوء إلى الاقتراض الخارجي.

على مستوى الإصلاحات الهيكلية رافق تطبيق التمويل غير التقليدي برنامج حكومي يهدف إلى استعادة توازنات خزينة الدولة وميزان المدفوعات في أفق خمس سنوات، من خلال ترشيد النفقات العمومية، تحسين الإيرادات الجبائية العادية، عقلنة سياسة الدعم، وضبط الاستثمار العمومي، إضافة إلى ترشيد الواردات وترقية الصادرات خارج المحروقات وتحسين مناخ الأعمال، غير أن فعالية هذه الإصلاحات بقيت محدودة بفعل ضعف السوق المالية، هشاشة الجهاز المصرفي، غياب مرونة قناة سعر الفائدة، وضعف الاستثمار الإنتاجي، ما قيد نجاح آلية التمويل غير التقليدي وقلل من قدرتها على تحفيز النمو المستدام.

أما على صعيد التوازنات النقدية والمالية، فقد أدى التمويل غير التقليدي إلى توسع كبير في الكتلة النقدية (M2) التي ارتفعت بأكثر من 49% خلال خمس سنوات، نتيجة تمويل الخزينة عبر إصدار نقدي دون مقابل إنتاجي حقيقي، كما شهدت السيولة البنكية تحسنا مؤقتا، لكنه خلق اختلالا في العلاقة بين السيولة والنشاط الائتماني، حيث تركزت القروض أساسا على القطاع العمومي بدل الاقتصاد الحقيقي، وقد حاول بنك الجزائر امتصاص فائض السيولة عبر أدوات السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية، إلا أن فعالية هذه الأدوات ظلت محدودة خاصة في ظل الضغوط التضخمية المتزايدة.

وبين التحليل وجود علاقة طردية واضحة بين التوسع النقدي وارتفاع معدلات التضخم، خصوصًا خلال سنتي 2021 و2022، حيث ساهم التمويل غير التقليدي في زيادة العرض النقدي، تراجع قيمة الدينار، تضخم مستورد، وارتفاع تكاليف الإنتاج، في ظل ضعف توجيه السيولة نحو الاستثمار المنتج.

وعلى مستوى النشاط الاقتصادي الحقيقي، أظهر الفصل أن التمويل غير التقليدي نجح في تفادي ركود اقتصادي حاد، لكنه فشل في إحداث ديناميكية نمو مستدامة، فقد ظلت معدلات النمو ضعيفة خلال فترة التطبيق خاصة خارج قطاع المحروقات، كما تركز الإنفاق العمومي الممول نقديا على قطاعات ذات قيمة مضافة محدودة مثل البناء والخدمات، دون تحفيز حقيقي للقطاع الصناعي أو للاستثمار الخاص، ما انعكس على محدودية خلق فرص العمل واستمرار هشاشة التشغيل.

أما بخصوص التوازنات المالية والخارجية، فقد ساهم التمويل غير التقليدي في تغطية عجز الميزانية مؤقتا، لكنه أدى إلى ارتفاع سريع في الدين العمومي الداخلي، وتزايد الضغوط على ميزان المدفوعات واحتياطات الصرف، التي تراجعت بشكل حاد قبل أن تتحسن ظرفيًا مع ارتفاع أسعار النفط بعد 2021. ويستخلص من ذلك أن التمويل غير التقليدي كان حلاً مؤقتًا ذا كلفة اقتصادية مرتفعة، عالج أعراض الأزمة دون معالجة اختلالاتها البنيوية.

وخلاصة القول، إن تجربة التمويل غير التقليدي في الجزائر أبرزت محدودية السياسة النقدية التوسعية في غياب إصلاحات هيكلية عميقة، وأكدت أن الاستقرار الاقتصادي والنمو المستدام يظلان رهينين بتوجيه الموارد نحو الاستثمار المنتج، تنويع الاقتصاد، وتعزيز فعالية السياسات المالية والنقدية في إطار منسجم ومتكامل.

الخاتـــــــمة

الخاتمة:

جاءت هذه الأطروحة لتحليل إحدى أكثر التجارب النقدية حساسية في مسار السياسة الاقتصادية الجزائرية، والمتمثلة في اعتماد آلية التمويل غير التقليدي خلال الفترة 2017–2022، وذلك في سياق اقتصادي اتسم بحدة الصدمات الخارجية وتفاقم الاختلالات الداخلية، خاصة بعد الانخفاض الحاد في أسعار النفط واستنزاف موارد صندوق ضبط الإيرادات. وقد فرض هذا الوضع على السلطات العمومية البحث عن بدائل تمويلية استثنائية تضمن استمرارية الإنفاق العمومي وتفادي اللجوء إلى الاقتراض الخارجي، مما جعل التمويل غير التقليدي خيارا محوريا أثار جدلا واسعا حول فعاليته وانعكاساته الاقتصادية.

انطلقت الدراسة من إشكالية جوهرية تمحورت حول مدى مساهمة التمويل غير التقليدي في تصحيح الاختلالات المالية والاقتصادية في الجزائر أو تعميقها، واعتمدت في معالجتها مقاربة منهجية تجمع بين التحليل النظري والتطبيق العملي، من خلال تتبع تطور أهم المتغيرات الاقتصادية الكلية المرتبطة بهذه الآلية، على غرار الكتلة النقدية، السيولة البنكية، التضخم، سعر الصرف، عجز الموازنة، الدين العمومي وميزان المدفوعات، وقد مكن هذا الإطار التحليلي من تقييم التجربة الجزائرية في ضوء خصوصيات الاقتصاد الوطني ومقارنتها بالتجارب الدولية في سياسات التيسير الكمي.

أبرزت النتائج المتوصل إليها أن التمويل غير التقليدي ساهم في التخفيف من حدة الأزمة المالية على المدى القصير، من خلال توفير مصادر تمويل داخلية للخزينة وتحسين السيولة البنكية، غير أن آثاره الإيجابية بقيت ظرفية ومحدودة. في المقابل، كشفت الدراسة عن مجموعة من الانعكاسات السلبية، تمثلت أساسا في التوسع النقدي غير المدعوم بنمو إنتاجي حقيقي، تصاعد الضغوط التضخمية، تراجع قيمة العملة الوطنية، وارتفاع الدين العمومي الداخلي، إلى جانب ضعف أثر هذه الآلية على النمو الاقتصادي وتنويع القاعدة الإنتاجية.

كما بينت الدراسة أن محدودية فعالية التمويل غير التقليدي في الجزائر تعود بالأساس إلى اختلالات هيكلية عميقة، من بينها ضعف قنوات انتقال السياسة النقدية، هشاشة الجهاز المصرفي، محدودية السوق المالية، واستمرار التبعية لعائدات المحروقات، وقد أكدت مقارنة التجربة الجزائرية مع تجارب التيسير الكمي في الاقتصادات المتقدمة أن اختلاف السياق الاقتصادي والمؤسسي يحد من إمكانية استنساخ هذه السياسات دون تكييف شامل.

وانطلاقا من هذه النتائج، تسعى الخاتمة إلى تقديم خلاصة عامة لأهم الاستنتاجات التي توصلت إليها الدراسة، مع اختبار فرضياتها في ضوء التحليل التطبيقي، وطرح مجموعة من الاقتراحات العملية وآفاق البحث المستقبلية، بما يساهم في تعميق النقاش الأكاديمي حول دور السياسات النقدية غير التقليدية في الاقتصادات الريعية، ويقدم عناصر مرجعية لصانعي القرار في صياغة سياسات اقتصادية أكثر فعالية واستدامة.

–نتائج الدراسة:

نقوم فيما يأتي باستخلاص أهم ما تم التوصل إليه من خلال هذه الدراسة:

1. يختلف التيسير الكمي اختلافا جوهريا عن الأدوات النقدية التقليدية، مثل عمليات السوق المفتوحة أو الإصدار النقدي، سواء من حيث نطاق التدخل أو نوعية الأصول التي يتم استهدافها أو الغايات المرجوة من تطبيقه، إذ لا يقتصر تأثيره على إدارة سعر الفائدة فحسب بل يمتد ليشمل التأثير في أسواق السندات وتشكيل توقعات المستثمرين وإعادة هيكلة المحافظ الاستثمارية والتأثير في قيم العملات، وقد أظهر التحليل أن انتقال آثار هذه السياسة يتم عبر قنوات متعددة، من بينها إعادة توازن المحافظ، وخفض العوائد طويلة الأجل، والتوجيه المستقبلي للتوقعات، وتعزيز السيولة داخل النظام المصرفي، مع تفاوت فعالية هذه القنوات تبعا للظروف الاقتصادية والمالية السائدة.

2. تخلص الأدبيات النظرية إلى أن التيسير الكمي قد يحقق جملة من المكاسب الإيجابية على المدى القصير، من بينها خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل، وتعزيز الائتمان، وتحفيز الطلب الكلي، وتحسين شروط التمويل. غير أن هذه السياسة لا تخلو من مخاطر محتملة على المديين المتوسط والطويل، تتمثل أساسا في احتمال تصاعد معدلات التضخم، ونشوء فقاعات في الأصول المالية، وحدوث تشوهات في أسعار الصرف، إضافة إلى الضغوط التي قد تتعرض لها الاقتصادات الناشئة نتيجة تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل، بما قد يسهم في توليد اختلالات مالية عالمية جديدة.

3. أدت الأزمة المالية العالمية إلى انعكاسات عميقة على منحنيي **IS**و**LM**، حيث تسببت الصدمات الاقتصادية في تحولات حادة في الطلب الكلي وارتفاع ملحوظ في مستويات عدم اليقين، الأمر الذي حد من فعالية أدوات السياسة النقدية التقليدية في دفع الاقتصاد نحو تحقيق مستوى التوظيف الكامل، وفي هذا السياق برزت سياسة التيسير الكمي كخيار بديل وفعال، فقد مكنت البنوك المركزية من تجاوز القيود المرتبطة بأسعار الفائدة قصيرة الأجل، والتأثير في أسعار الفائدة طويلة الأجل وعلاوات المخاطر، مما أسهم في تعزيز الاستثمار، وتنشيط الطلب الكلي، والعودة إلى مستويات أعلى من الدخل.

4. من خلال دراسة التجارب الدولية لكل من اليابان والولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة، تبين أن سياسة التيسير الكمي تجاوزت كونها إجراء مؤقتا يلجأ إليه في ظروف استثنائية فقط، بل أصبحت مكونا أساسيا ضمن الإطار المعاصر للسياسة النقدية، لا سيما في الاقتصادات المتقدمة التي تعمل في بيئة تتسم بانخفاض أسعار الفائدة وتكرار المخاطر الانكماشية، لكن مدى فاعلية هذه السياسة يبقى مرتبطا بقدرتها على تحقيق توازن دقيق بين تحفيز النشاط الاقتصادي من جهة، والحد من تداعياتها السلبية على المدى الطويل من جهة أخرى، مثل تضخم أسعار الأصول، واتساع فجوة عدم المساواة، وارتفاع درجة تعرض المالية العامة لمخاطر متزايدة.

5. شكل التمويل غير التقليدي في الجزائر خيارا استثنائيا فرضته الظروف المالية الصعبة، خاصة بعد تراجع أسعار النفط واستنزاف صندوق ضبط الإيرادات، وقد مكن هذا الخيار الدولة من تمويل العجز المالي داخليا دون اللجوء إلى الاقتراض الخارجي، غير أن هذا التوجه جاء خارج الإطار التقليدي للسياسة النقدية ما يجعله إجراء ظرفيا مرتبطا بسياق أزمة مالية حادة.

6. ساهمت آلية التمويل غير التقليدي في تفادي أزمة سيولة حادة كان من شأنها أن تؤدي إلى انكماش اقتصادي فوري. وقد ضمنت هذه الآلية استمرارية تمويل الخزينة العمومية والنفقات الأساسية للدولة. كما سمحت بالحفاظ على الحد الأدنى من النشاط الاقتصادي، إلا أن هذا الأثر ظل محدودا زمنيا.

7. أدى اعتماد التمويل غير التقليدي إلى توسع نقدي كبير وغير متوازن، وقد تجسد ذلك في الارتفاع السريع للكتلة النقدية دون أن يقابله توسع مماثل في الإنتاج الحقيقي، وهو ما خلق فجوة بين العرض النقدي والنشاط الاقتصادي وأسهم في اختلال التوازنات النقدية.

8. أظهر التحليل وجود علاقة طردية قوية بين التوسع النقدي الناتج عن التمويل غير التقليدي وارتفاع معدلات التضخم، وقد برز هذا الأثر بشكل واضح خلال فترة الدراسة خاصة في السنوات الأخيرة، ويعكس ذلك ضعف قدرة الاقتصاد على امتصاص السيولة الإضافية مما عزز الضغوط التضخمية.

9. ساهم التمويل غير التقليدي في تراجع القوة الشرائية للمواطنين. ويعود ذلك إلى الارتفاع المستمر في مستوى الأسعار وتآكل الدخول الحقيقية. وقد كان هذا الأثر أكثر وضوحًا خلال السنوات الأخيرة من فترة التطبيق. مما انعكس سلبًا على المستوى المعيشي.

10. لم يؤد تحسن السيولة البنكية إلى توسع فعال في الائتمان الموجه للاقتصاد الحقيقي، حيث تركز التمويل أساسا على القطاع العمومي والمؤسسات العمومية، في حين ظل تمويل القطاع الخاص ضعيفا وهو ما حد من الأثر التنموي للسيولة المتاحة.

11. كشفت الدراسة عن ضعف واضح في قنوات انتقال السياسة النقدية في الجزائر، ولا سيما قناة سعر الفائدة التي لم تؤد دورها في توجيه النشاط الاقتصادي، وقد انعكس ذلك على محدودية فعالية أدوات بنك الجزائر في ضبط السيولة والتحكم في التضخم.

12. لم تحقق الإصلاحات الهيكلية المرافقة للتمويل غير التقليدي الأهداف المعلنة لها ويعود ذلك أساسا إلى بطء تنفيذها وغياب التنسيق بين السياسة النقدية والسياسة المالية، مما أضعف قدرتها على معالجة الاختلالات البنيوية، وحد من فعالية التمويل غير التقليدي.

13. فشل التمويل غير التقليدي في تحفيز نمو اقتصادي مستدام، إذ ظلت معدلات النمو ضعيفة خلال فترة الدراسة خاصة في القطاعات غير النفطية التي يفترض أن تقود عملية التنويع الاقتصادي، مما يعكس محدودية الأثر الحقيقي لهذه السياسة.

14. أدى الاعتماد المتزايد على التمويل غير التقليدي إلى ارتفاع ملحوظ في الدين العمومي الداخلي، وقد زاد ذلك من هشاشة الوضع المالي للدولة خاصة على المدى المتوسط والطويل، مما يطرح إشكالات تتعلق باستدامة المالية العمومية.

15. ساهم التمويل غير التقليدي في زيادة الضغوط على ميزان المدفوعات واحتياطات الصرف، لا سيما في ظل استمرار التبعية الكبيرة لقطاع المحروقات وضعف الصادرات خارج هذا القطاع، مما حد من قدرة الاقتصاد على تحقيق توازن خارجي مستدام.

16. أظهر التحليل أن التحسن المسجل في بعض المؤشرات الاقتصادية بعد سنة 2021 يعود أساسا إلى ارتفاع أسعار النفط، وليس إلى آثار إيجابية مباشرة للتمويل غير التقليدي وهو ما يؤكد الطابع الظرفي لهذا التحسن واستمرار هشاشة الأسس الاقتصادية.

17. أبرزت تجربة الجزائر محدودية فعالية السياسة النقدية التوسعية في اقتصاد يعاني من اختلالات هيكلية عميقة وضعف التنويع الاقتصادي.

18. خلصت الدراسة إلى أن التمويل غير التقليدي يمثل حلا مؤقتا قصير الأجل، لا يمكن اعتماده كخيار دائم لتحقيق الاستقرار الاقتصادي والنمو المستدام دون إصلاحات هيكلية شاملة.

-اختبار فرضيات الدراسة:

الفرضية الأولى: من المتوقع أن يؤدي التمويل غير التقليدي إلى توسع ملموس في عرض النقد (M2)، نتيجة زيادة صافي مطالب بنك الجزائر على الخزينة، تم قبول الفرضية كليا.

حيث أثبت التحليل التطبيقي أن اعتماد التمويل غير التقليدي أدى إلى ارتفاع معتبر في الكتلة النقدية (M2) خلال فترة 2017–2022، نتيجة التمويل المباشر للخزينة من طرف بنك الجزائر عبر شراء سندات الخزينة. وقد تم هذا التوسع النقدي دون ارتباط مباشر بزيادة في الإنتاج الحقيقي، ما يعكس صحة الفرضية المتعلقة بتأثير صافي مطالب البنك المركزي على عرض النقد

الفرضية الثانية: يرجح أن يشهد الجهاز المصرفي تحسنا مؤقتا في مستويات السيولة، قبل أن يتراجع أثره تدريجيا، تم قبول الفرضية كليا.

حيث أظهرت النتائج أن التمويل غير التقليدي ساهم في تحسين السيولة البنكية في المرحلة الأولى من تطبيقه، خاصة بعد سنوات من شح السيولة، غير أن هذا الأثر ظل ظرفيا، حيث تراجع لاحقا بفعل ضعف توجيه الائتمان نحو النشاط الإنتاجي، واستمرار اختلالات الجهاز المصرفي، ما أكد الطابع المؤقت لتحسن السيولة.

الفرضية الثالثة: من المنتظر أن يرتفع معدل التضخم بسبب ضخ سيولة غير ممولة إنتاجيا، مع ضغوط إضافية على سعر صرف الدينار.تم قبول الفرضية كليا.

أظهرت الدراسة وجود علاقة طردية واضحة بين التوسع النقدي الناتج عن التمويل غير التقليدي وارتفاع معدلات التضخم، خاصة خلال سنتي 2021 و2022، كما ساهم فائض السيولة وتراجع قيمة الدينار إلى جانب التضخم المستورد وارتفاع تكاليف الإنتاج في تعزيز الضغوط التضخمية، مما يؤكد صحة الفرضية بشقيها النقدي وسعر الصرف.

الفرضية الرابعة: قد يساهم التمويل غير التقليدي في تقليص عجز الموازنة على المدى القصير، دون معالجة الاختلالات المالية الهيكلية.تم قبول الفرضية جزئيا.

أكدت نتائج الفصل أن التمويل غير التقليدي سمح بتغطية عجز الموازنة وتمويل النفقات العمومية على المدى القصير، ما خفف من الضغوط المالية الآنية، غير أن هذه الآلية لم تعالج جذور العجز الهيكلي بل أدت إلى ارتفاع الدين العمومي الداخلي، ما يجعل أثرها مؤقتا وغير مستدام وهو ما يبرر القبول الجزئي للفرضية.

الفرضية الخامسة: من المحتمل أن يكون أثر التمويل غير التقليدي محدودا على ميزان المدفوعات نظرا لاعتمادية الاقتصاد على الواردات وعوائد النفط.تم قبول الفرضية كليا.

أظهر التحليل أن التمويل غير التقليدي لم يحدث تحسنا هيكليا في ميزان المدفوعات، حيث ظل هذا الأخير رهين تطور أسعار النفط كما استمرت التبعية للواردات وضعف الصادرات خارج المحروقات، في حين كان التحسن المسجل بعد سنة 2021 مرتبطا أساسا بأسعار النفط وليس بنتائج السياسة النقدية غير التقليدية.

الفرضية السادسة: من المتوقع أن تختلف التجربة الجزائرية عن تجارب التيسير الكمي في الدول المتقدمة، بحكم هشاشة هيكل الإنتاج وضعف الأسواق المالية، تم قبول الفرضية كليا.

أكدت المقارنة التي تضمنها الفصل أن تجربة التمويل غير التقليدي في الجزائر تختلف جوهريا عن تجارب التيسير الكمي في الاقتصادات المتقدمة، سواء من حيث السياق الاقتصادي أو عمق الأسواق المالية أو قدرة النظام المالي على توجيه السيولة نحو الاستثمار المنتج، مما قلل من فعالية هذه الآلية مقارنة بالتجارب الدولية.

خلص اختبار فرضيات الدراسة إلى قبول أغلب الفرضيات كليا، مع قبول جزئي لفرضية واحدة، وهو ما يدعم الاستنتاج العام للدراسة القائل بأن التمويل غير التقليدي في الجزائر كان أداة ظرفية لتخفيف حدة الأزمة المالية، لكنه لم يحقق تصحيحا مستداما للاختلالات الاقتصادية والمالية الهيكلية.

اقتراحات الدراسة

1. ضرورة التعامل مع آلية التمويل غير التقليدي كأداة استثنائية ومؤقتة، وعدم اعتمادها كخيار دائم لتمويل عجز الميزانية، لما تسببه من ضغوط تضخمية واختلالات نقدية.

2. تعزيز التنسيق المؤسسي بين السياسة النقدية والسياسة المالية، بما يضمن انسجام أهداف بنك الجزائر مع أهداف الخزينة العمومية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي.

3. توجيه السيولة الناتجة عن أي توسع نقدي مستقبلي نحو الاستثمار المنتج، خاصة في القطاعات الصناعية والزراعية ذات القيمة المضافة المرتفعة.

4. تسريع وتيرة الإصلاحات الهيكلية للاقتصاد الوطني، لا سيما تلك المتعلقة بتنويع القاعدة الإنتاجية وتقليص التبعية لعائدات المحروقات.

5. إصلاح منظومة الدعم العمومي تدريجيًا، بما يضمن استهداف الفئات المستحقة، والحد من الأعباء المالية على الموازنة العامة دون المساس بالبعد الاجتماعي.

6. تطوير السوق المالية الجزائرية وتعميقها، من خلال توسيع أدوات التمويل، وتشجيع الادخار والاستثمار طويل الأجل، لتكون بديلاً فعالًا عن التمويل النقدي المباشر.

7. تعزيز استقلالية بنك الجزائر وفعالية أدوات السياسة النقدية، مع تحسين آليات امتصاص فائض السيولة والرقابة على التضخم.

8. تحسين مناخ الأعمال وتشجيع الاستثمار الخاص الوطني والأجنبي، بما يسمح بتحويل التوسع النقدي إلى نمو اقتصادي حقيقي ومستدام.

9. ترقية دور الجهاز المصرفي في تمويل الاقتصاد الحقيقي، من خلال إصلاح آليات منح الائتمان وتوجيهه نحو المؤسسات المنتجة بدل التركيز على القطاع العمومي.

10. العمل على استقرار سعر صرف الدينار عبر سياسات اقتصادية متكاملة، تقوم على دعم الصادرات خارج المحروقات وتقليص الاعتماد على الواردات.

11. تعزيز الشفافية في إدارة المالية العمومية ونشر البيانات الاقتصادية بشكل دوري ودقيق، بما يساهم في تحسين فعالية التقييم والمتابعة.

12. اعتماد سياسات مالية مضادة للدورات الاقتصادية، تسمح بتكوين هوامش أمان مالية خلال فترات الرواج لاستعمالها في فترات الأزمات.

13. الاستثمار في تطوير القدرات الإحصائية والبحثية، من خلال بناء قواعد بيانات اقتصادية شاملة تدعم الدراسات الكمية والنماذج القياسية المستقبلية.

14. الاستفادة من التجارب الدولية في سياسات التيسير الكمي مع مراعاة خصوصية الاقتصاد الجزائري، وعدم استنساخ التجارب دون تكييف مؤسسي وهيكلي.

15. إدماج آلية التمويل غير التقليدي ضمن إطار استراتيجي أشمل للإصلاح الاقتصادي، يربط بين السياسة النقدية، المالية، والإصلاحات الهيكلية لتحقيق الاستقرار والنمو المستدام.

آفاق الدراسة

- تفتح هذه الدراسة المجال أمام بحوث مستقبلية تعتمد على نماذج قياسية متقدمة لتحليل الأثر الكمي للتمويل غير التقليدي على المتغيرات الاقتصادية الكلية في الجزائر، خاصة في ظل توفر بيانات أحدث وأكثر تفصيلاً.
- يمكن توسيع نطاق البحث مستقبلًا ليشمل دراسة الأثر القطاعي للتمويل غير التقليدي، من خلال تحليل مدى استفادة القطاعات الإنتاجية (الصناعة، الفلاحة، الخدمات ذات القيمة المضافة) من التوسع النقدي.
- تمثل مقارنة التجربة الجزائرية بتجارب دول ريعية أخرى اعتمدت أدوات نقدية غير تقليدية خلال الأزمات، أفقًا بحثيا مهما لاستخلاص أنماط مشتركة وحدود فعالية هذه السياسات في الاقتصادات الريعية.
- يتيح تعميق البحث في قنوات انتقال السياسة النقدية في الجزائر، خاصة قناة الائتمان وسعر الفائدة، فهمًا أفضل لأسباب ضعف فعالية التمويل غير التقليدي في تحفيز النمو الاقتصادي.
- تبرز أهمية دراسة العلاقة بين التمويل غير التقليدي والاستقرار المالي على المدى الطويل، لا سيما ما يتعلق بتطور الدين العمومي الداخلي، استدامة المالية العامة، والمخاطر المحتملة على استقلالية البنك المركزي.

قائـــــمة المراجـــــع:

المراجع:

أولا–المراجع باللغة العربية:

أ–الكتب:

1.عناية غازي حسين. (2000). التضخم المالي. الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة.

2.ناصر دادي عدون. (2010). البطالة وإشكالية التشغيل ضمن برامج التعديل الهيكلي للاقتصاد. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.

3. منير إسماعيل أبو شاور. (2011). نقود وبنوك. الأردن: مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع.

4. إسماعيل أحمد الشناوي، وآخرون. (2000). اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية. الإسكندرية: الدار الجامعية.

5. محمد أحمد الأفندي. (2018). الاقتصاد النقدي والمصرفي. عمان: مركز الكتاب الأكاديمي.

6. زكريا الدوري، يسرى السامرائي. (2006). البنوك المركزية والسياسات النقدية. الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.

7. الطاهر لطرش. (2015). الاقتصاد النقدي والبنكي (المجلد ط2). الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.

8. إيمان محمد فؤاد. (2018). آليات وأدوات السياسة النقدية في استهداف التضخم. دار النهضة العربية.

9. مدني بن شهرة. (2009). الإصلاح الاقتصادي وسياسة التشغيل (المجلد ط1). الأردن: دار الحامد للنشر والتوزيع.

10. بن علي بلعزوز. (2006). محاضرات في النظريات والسياسات النقدية (المجلد ط2). الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.

11. جمال الدين برقوق، ومصطفى يوسف. (2016). الاقتصاد الدولي. الأردن: دار حامد للنشر.

12. حمد أمين الرومي. (2004). التعاقد الإلكتروني عبر الانترنت (المجلد ط1). الإسكندرية: دار المطبوعات الجامعية.

13. محمد عبد حسين الطائي. (2010). التجارة الالكترونية (المستقبل الواعد للأجيال القادمة) (المجلد ط1). عمان: دار الثقافة للنشر والتوزيع.

14. حميد الجميلي. (2018). النظرية الاقتصادية الكلية المتقدمة. عمان: الوراق للنشر والتوزيع.

15. خالد واصف الوزني، وأحمد حسين الرفاعي. (2006). مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق (المجلد ط 8). عمان، الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.

16. خضر مصباح الطيطي. (2008). التجارة الالكترونية من منظور تقني وتجاري واداري. الاردن: دار الحامد للنشر والتوزيع.

17. محب خلة توفيق. (2019). اقتصاديات النقود والبنوك –دراسات تحليلية للمؤسسات والنظريات. الإسكندرية، مصر: دار الفكر الجامعي.

18. دريد كامل آل شبيب. (2012). المالية الدولية. الأردن: دار اليازوري للنشر والتوزيع.

19. رشاد العصار، ورياض الحلبي. (2000). النقود والبنوك. عمان: دار صفاء.

20. سليمان بوفاسة. (2018). أساسيات في الاقتصاد النقدي والمصرفي. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.

21. شريف محمد غنام. (2007). محفظة النقود الإلكترونية-رؤية مستقبلية. مصر: دار الجامعة الجديدة.

22. ناشد سوزي عدلي، وشهاب مجدي محمود. (2010). أسس العلاقات الاقتصادية الدولية. لبنان: منشورات الحلبي الحقوقية.

23. صالح تومي. (2008). مبادى التحليل الاقتصادي الكلي. الجزائر: دار أسامة للطباعة والنشر والتوزيع.

24. عباس كاظم الدعمي. (2010). السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية (المجلد ط1). عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع.

25. عبد الحميد عبد المطلب. (2010). الاقتصاد الكلي النظرية والسياسات. الإسكندرية: الدار الجامعية.

26. عبد الرحمن محمد السلطان. (2018). النظرية الاقتصادية الكلية (المجلد ط1). مكتبة طريق العلم.

27. عبد القادر خليل. (2014). مبادئ الاقتصاد النقدي والمصرفي (المجلد ط2). الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.

28. عقبة عبد اللاوي. (2020). تطبيقات التحليل الاقتصادي الكلي .الجزائر :مطبعة الرمال.

29. عبد الله الطاهر، وعلي الخليل موفق. (2006). النقود والبنوك والمؤسسات المالية (المجلد ط2). مركز يزيد للنشر.

30. عبد المجيد قدي. (2005). المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية -دراسة تحليلية تقييمية-، (المجلد ط 2). الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.

31. على كنعان. (2012). النقود والصيرفة والسياسة النقدية. لبنان: دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر.

32. فاروق بن صالح الخطيب، وعبد العزيز بن أحمد دياب. (2015). دراسات متقدمة في النظرية الاقتصادية الكلية. جدة: دار خوارزم العلمية للنشر.

33. محمد أحمد الأفندي. (2013). مقدمة في الاقتصاد الكلي، (المجلد ط 5). صنعاء: دار الأمين للنشر والتوزيع.

34. محمد أحمد الأفندي. (2012). النظرية الاقتصادية الكلية، (المجلد ط 1). صنعاء: الأمين للنشر والتوزيع.

35. محمد الكيلاني. (2008). الموسوعة التجارية –عمليات بين البنوك-، (المجلد ط4). الاردن: دار الثقافة للنشر والتوزيع.

36. عبد القادر محمد عبد القادر عطية. (2003). اتجاهات حديثة في التنمية. الإسكندرية: الدار الجامعية.

37. محمد كمال خليل الحمزاوي. (1997). اقتصاديات الائتمان المصرفي. الإسكندرية: منشأة المصارف.

38. محمد نور صلاح الجداية، وسناء جودت خلف. (2009). التجارة الالكترونية (المجلد ط1). الأردن: دار الحامد للنشر.

39. محمود شهاب مجدي. (2000). اقتصاديات النقود والمال. مصر: دار الجامعية الجديدة للنشر.

40. محمود محمد أبو فرة. (2009). الخدمات الالكترونية عبر الانترنت (الإصدار الأول). عمان: دار أسامة للنشر.

41. مصطفى كمال طه، ووائل أنور بندق. (2013). الأوراق التجارية ووسائل الدفع الإلكترونية. مصر: دار الفكر الجامعي.

42. منير محمد الجنبهي، وممدوح محمد الجنبهي. (2005). البنوك الالكترونية. الاسكندرية: دار الفكر الجامعي للنشر.

43. هوشيار معروف. (2005). تحليل الاقتصاد الكلي (المجلد ط2). عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع.

44. غدير هيفاء غدير. (2010). السياسة المالية والنقدية ودورها التنموي في الاقتصاد السوري. دمشق: الهيئة العامة السورية للكتاب.

45. رمزي محمود. (2019). التيسير الكمي سياسة نقدية غير تقليدية لتنشيط الاقتصاد القومي .الإسكندرية :دار التعليم الجامعي.

46. نسرين عبد الحميد بنه. (2008). الجانب الإلكتروني للقانون التجاري. الاسكندرية: منشأة المعارف.

47. وليد عبد الحميد عايب. (2010). *الآثار الاقتصادية الكلية لسياسة الإنفاق الحكومي* (المجلد ط01). لبنان: مكتبة حسن العصرية.

ب–الرسائل والأطروحات:

1. لحسن دردوري. (2013). سياسة الميزانية في علاج عجز الموازنة العامة للدولة دراسة مقارنة الجزائر – تونس، (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بسكرة: جامعة محمد خيضر.

2. أحمد ضيف. (2014). أثر السياسة المالية على النمو الاقتصادي المستديم في الجزائر (1989–2012). (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة الجزائر 3.

3. السعيد بريكة. (2010). واقع عمليات الصيرفة الالكترونية وأفاق تطورها في الجزائر (أطروحة دكتوراه) تخصص بنوك وتأمينات. كلية العلوم الاقتصادية، أم البواقي: جامعة أم البواقي.

4. راضية بختاش. (2014). مصادر النمو الاقتصادي ودور السياسات الاقتصادية في تفعيله –حالة الجزائر–خلال الفترة (1970–2010). (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة الجزائر 3.

5. سماح ميهوب. (2004). الاتجاهات الحديثة في مجال الخدمات المصرفية. (رسالة ماجستير). تخصص بنوك وتأمينات. كلية العلوم الاقتصادية، قسنطينة: جامعة منتوري.

6. صبرينة كردودي. (2013). ترشيد الإنفاق العام ودوره في علاج عجز الموازنة العامة للدولة في الاقتصاد الإسلامي (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بسكرة: جامعة محمد خيضر.

7. عمار بوزعرور. (2007). السياسة النقدية وأثرها على المتغيرات الاقتصادية الكلية، حالة الجزائر (1990-2005) (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة الجزائر.

8. فراس دبا. (2018). أثر إجراءات التيسير الكمي للولايات المتحدة في الأسواق الناشئة (رسالة ماجستير). كلية الاقتصاد، حلب: جامعة حلب.

9. فريد بن طالبي. (2013). فعالية السياسة النقدية في ظل برامج الإصلاح الاقتصادي –حالة الاقتصاد الجزائري للفترة (1970-2011) (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة الجزائر 3.

10. عصام لوشان. (2013). السياسة النقدية ودورها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي دراسة حالة الجزائر (1990-2010). (رسالة ماجستير). تخصص اقتصاد التنمية، باتنة: جامعة الحاج لخضر.

11. أسماء مخاليف. (2017). محددات التضخم في الجزائر مع مقاربة بدوال الاستهلاك (أطروحة دكتوراه). تخصص اقتصاد مالي، باتنة: جامعة الحاج لخضر.

12. ناصر بوجلال. (2021). التيسير الكمي كأداة لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات المالية –دراسة تجارب دولية مع الإشارة الى الحالة الجزائرية (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تيبازة: المركز الجامعي مرسلي عبد الله.

13. ياسين نذير. (2011). أثر السياسة المالية والنقدية على البطالة في الجزائر دراسة قياسية تحليلية للفترة 1970-2010 (رسالة ماجستير). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة الجزائر 03.

14. يوسف واقد. (2010). النظام القانوني الإلكتروني (رسالة ماجستير). كلية الحقوق، تيزي وزو: جامعة مولود معمري.

ج–المقالات المنشورة في المجلات العلمية:

1. علي صاري. (2018). تقييم فعالية سياسة التيسير الكمي في تخفيف أثر الأزمات. مجلة الآفاق للدراسات الاقتصادية، 3(2)، ص 73.

2. خروف منير، وفريحة ليندة، وثوامرية ريم. (2020). أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على ميزان المدفوعات الجزائري :دراسة قياسية للفترة 2000-2016. مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، 4(1)، ص 20.

3. معمر حمداني، ومصطفى بناي. (2021). السياسة النقدية كآلية فعالة لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية في الجزائر دراسة تحليلية للفترة 2000-2017. مجلة المنتدى للدراسات والأبحاث الاقتصادية، 5(2)، ص 56.

4. نور الدين بهلول، وأسماء زغادنية. (2020). أثار التمويل غير التقليدي على الاقتصاد الجزائري: دراسة تقييمية خلال الفترة (2017-2019). مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، 6(1)، 195.

5. محمد هاني، وميلود وعيل. (2018). سياسة التيسير الكمي كآلية حديثة لتطبيق السياسة النقدية –دراسة تحليلية نظرية لآفاق تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر .مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات 3(4). ص 100.

6. إبراهيم بوكرشاوي. (2020). تحليل مدى استقلالية بنك الجزائر خلال الفترة 1990-2017. مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، 06(02)، ص419.

7. الحاج العربي منصوري، وإلياس الشاهد. (2020). دراسة العلاقة السببية بين الإنفاق الحكومي وميزان المدفوعات في الجزائر للفترة (2000-2017) باستخدام نماذج أشعة الانحدار الذاتي (VAR). المجلة العلمية المستقبل الاقتصادي، 8(1)، 116.

8. عبد العزيز الشويش، وبشرى عبد الباري أحمد. (2014). التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية. مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارة والاقتصادية، 4(2)، 116-138.

9. العباس بهناس. (2013). النظام المصرفي الجزائري في ظل الأمر 11/03 المتعلق بالنقد والقرض والتحديات الراهنة له. مجلة دفاتر اقتصادية، 4(2).

10. العشي وليد، وصديقي أحمد. (2018). تجربة التيسير الكمي في الجزائر .مجلة اقتصاديات المال والأعمال، 2(2)، 249-268.

11. بسمان كامل جواد. (2019). مدى استجابة المتغيرات المالية والاقتصادية للتيسير الكمي في المملكة المتحدة. مجلة أهل البيت عليهم السلام، 16(25)، 22-62.

12. بن عدة أمحمد. (2017). واقع سياسة استهداف التضخم في الجزائر للفترة (2001-2014) ومتطلبات تفعيلها بالاعتماد على التجربة التركية. مجلة الاقتصاد والمالية، 03(01)، 08-19.

13. بن يوسف نوة. (2014). أثر التضخم على ميزان المدفوعات دراسة تحليلية قياسية للجزائر خلال الفترة 1990-2012. مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، 8(2)، 25-49.

14. بوالشعور شريفة، وقمري زينة. (2020). أثر التيسير الكمي والعلاقة السببية بين عرض النقد، التضخم وسعر الصرف في الجزائر :دراسة قياسية. مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 20(2)، 276-289.

15. بوسالم رفيقة، وبونوة شعيب. الفجوة التضخمية في الجزائر 1988-2006. Revue du Lareiid، (1)، 77-94.

16.بوقزاطة مولود، وبوعمامة نصر الدين. أثر تطبيق سياسة التيسير الكمي على التضخم في الجزائر خلال الفترة 2017-2022. مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، 13(1)، 626-652.

17. جمال سويح، وعلال بن ثابت. (2020). دراسة تحليلية لأثر التضخم على النمو الاقتصادي من خلال قياس عتبة التضخم في الجزائر خلال الفترة (1990-2016). مجلة البشائر الاقتصادية، 6(2)، 98-111.

18. حسين طيوب، وفريد بن عبيد. (2022). انعكاسات التمويل غير التقليدي على الاقتصاد الجزائري في ظل تقلبات أسعار النفط خلال الفترة 2010-2019. مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، 07(01)، 78-93.

19. حمزة رملي. (2018). التمويل غير التقليدي في الجزائر وفق تعديلات قانون النقد والقرض ... هل يتعلق الأمر بالتيسير الكمي؟. مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، 4(1)، 211-239.

20. شهيدة كيفاني. (2017). دور السياسة النقدية في معالجة اختلال ميزان المدفوعات دراسة حالة الجزائر 1990-2016. *مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة*، *4*(2)، 99-117.

21. صلوح محمد العيد، وبن حامد عبد الغني. (2020). تقييم تجربة التمويل غير التقليدي في الجزائر بالإشارة إلى بعض التجارب الدولية .مجلة الاستراتيجية والتنمية، 10(4)، 170-188.

22. عبد الكامل لهشمي، ومواد حطاب. (2021). أثر السياسة النقدية على مؤشرات الاستقرار الاقتصادي بالجزائر دراسة تحليلية تقييمية 2000-2019. مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، 10(2)، 560-584.

23. عثمان محاسن حاج نور. (2019). أثر عرض النقود على معدلات التضخم في السودان للفترة 2010-2018. مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، 6(2)، 153-176.

24. علي صاري. (2016). البنوك المركزية في الدول النامية وقدرتها على الممارسات غير التقليدية. مجلة الاقتصاد والمالية، 2(1)، 67-82.

25. فتيحة بن علي، وصالح تومي. (2020). تحليل وتقييم أدوات السياسة النقدية وفعاليتها في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية دراسة حالة الجزائر خلال الفترة (1990-2017). مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، 16(22)، 49-64.

26. كريمة بسدات. (2016). دراسة قياسية لأسباب اختلال ميزان المدفوعات في الجزائر. مجلة المالية والأسواق، 3(2)، 241-262.

27. مالكي عمر. (2021). دراسة العلاقة بين البطالة والنمو الاقتصادي وفق قانون okun في الجزائر. مجلة آفاق علمية، 13(1)، 779-796.

28. محمد المومني. (2014). عجز الموازنة العامة في الاقتصاد الإسلامي وطرق معالجته. مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، 8(1)، 277-292.

29. محمد بن البار، وصلاح الدين شريط. (2017). تحليل تطور بنية الموازنة العامة في الجزائر خلال الفترة 2000-2016. مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، 8(1)، 223-233.

30. مختار رابحي. (2015). التأطير القانوني للعمل المصرفي في الجزائر-دراسة استبيانية تحليلية للأمر 10-04. مجلة دفاتر اقتصادية، 06(02)، 147-156.

31.مكاوي هجيرة، وبوبكر محمد. (2020). دور صندوق ضبط الايرادات في تمويل العجز الموازني في الجزائر خلال الفترة 2010-2018. مجلة المالية والأسواق، 7(1)، 252-266.

32. ميدون سيساني. (2019). دور الدولة في مواجهة عجز ميزان المدفوعات في ظل ندرة الموارد المالية: الجزائر خلال الفترة 1990-2016. مجلة الدراسات التجارية والاقتصادية المعاصرة، 2(1)، 57-72.

33. نادية عز الدين، وبسمة عوملي. (2020). فعالية سياسة التيسير الكمي في مواجهة الأزمات المالية-دراسة تجارب بعض الدول المتقدمة-. مجلة المالية والاسواق، 07(03)، 144-163.

34. نبيلة دودو، عبد الرزاق فوزي. (2019). التيسير الكمي لمواجهة الأزمات المالية – دراسة التجربة الأمريكية والأوروبية-. مجلة الاقتصاد والمالية، 05(01)، 210-221.

35. نبيلة دودو، وعبد الرزاق فوزي. (2020). السياسة النقدية غير التقليدية لإدارة الأزمات المالية -دراسة تجربة التيسير الكمي في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا-. مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، 06(04)، 351-371.

36. نسرين كزيز، ولخضر ومرغاد. (2017). آليات تمويل وعلاج عجز الموازنة العامة للدولة في الجزائر –دراسة تحليلية (2017/2000). مجلة العلوم الانسانية، 17(01)، 497-519.

37. هدى هذياء يونسي، ماجدة مدوخ. (2019). أثر سياسة التيسير الكمي على المستوى العام للأسعار في الجزائر. مجلة آفاق علمية، 11(02)، 336-356.

د-التقارير والمطبوعات:

1. وزارة المالية. (2016). التقرير الاقتصادي السنوي لوزارة المالية لسنة 2016، الجزائر.

2. بنك الجزائر. (2014). حوصلة حول التطورات النقدية والمالية لسنة 2013 وتوجهات سنة 2014، الجزائر.

3. بنك الجزائر. (2015). حوصلة حول التطورات النقدية والمالية لسنة 2014 وتوجهات سنة 2015، الجزائر.

4. بنك الجزائر. (2016). حوصلة حول التطورات النقدية والمالية لسنة 2015 وتوجهات سنة 2016، الجزائر.

5. بنك الجزائر. (2017). حوصلة حول التطورات النقدية والمالية لسنة 2016 وتوجهات سنة 2017، الجزائر.

6. بنك الجزائر. (2018). حوصلة حول التطورات النقدية والمالية لسنة 2017 وتوجهات سنة 2018، الجزائر.

7. بنك الجزائر. (2018). التقرير السنوي لبنك الجزائر لسنة 2018، الجزائر.

8. بنك الجزائر .(2018) .النشرة الإحصائية الثلاثية لبنك الجزائر، الجزائر.

9. بنك الجزائر. (2019). التقرير السنوي لبنك الجزائر لسنة 2019، الجزائر.

10. بنك الجزائر. (2020). التقرير السنوي لبنك الجزائر لسنة 2020، الجزائر.

11. بنك الجزائر. (2021). التقرير السنوي لبنك الجزائر لسنة 2021، الجزائر.

12. بنك الجزائر. (2022). التقرير السنوي لبنك الجزائر لسنة 2022، الجزائر.

13. صندوق النقد الدولي. (2022). تقرير مشاورات المادة الرابعة مع الجزائر لعام 2022.

14. علي ميرزا. (2015). آثار انخفاض أسعار النفط على الدول المستهلكة والمنتجة. الدوحة: المركز العربي للأبحاث ودراسة السياسات.

15. محمود أحمد ابراهيم الشرقاوي. (2003). مفهوم الأعمال المصرفية الالكترونية واهم تطبيقاتها. مؤتمر الأعمال المصرفية الالكترونية بين الشريعة والقانون. دبي.

16. مليكة بن علقمة. (2021). محاضرات في قانون النقد والقرض، مطبوعة موجهة لطلبة سنة ثانية ماستر، اقتصاد نقدي وبنكي. جامعة سطيف 1.

17. رقية بوحيضر. (2015). محاضرات في الاقتصاد النقدي المعمق.كلية العلوم الاقتصادية والتجارية والتسيير :جامعة جيجل.

18. بنك الجزائر. (2019). الوضعية المالية الشهرية جانفي 2019 لبنك الجزائر. تم الاسترداد من: https://www.bank-of-algeria.dz.

19. العربية نت. (2020). الجزائر تخفض الانفاق وحزمة من الإجراءات العربية نت. تم الاسترداد من: https://www.alarabiya.net/ar/aswaq/economy.

20. عائد عميرة. (2019). عودٌ على بدء.. الاستدانة الخارجية تهدد السيادة الجزائرية. نون بوست. تم الاسترداد من: https://www.noonpost.com/content/29905.

21. خ.د. (2019). الحكومة تتخلى عن التمويل غير التقليدي .جريدة الخبر، تم الاسترداد من: https://www.elkhabar.com/press/article/155105/.

هـ-المراسيم والقوانين:

1. ج.ر.ج.ج. (18 ابريل، 1990). قانون 90-10، مؤرخ في 14 ابريل 1990، المتعلق بالنقد والقرض.(16).

2. ج.ر.ج.ج. (04 مارس، 2004). النظام رقم 04/02، مؤرخ في 04مارس 2004، المتعلق بشروط تكوين الحد الأدنى من للاحتياطي الالزامي.

3. ج.ر.ج.ج. (26 ماي، 2009). النظام رقم 02/09، مؤرخ في 26 ماي 2009، المتعلق بعمليات السياسة النقدية وأدواتها وإجراءاتها.

4. ج.ر.ج.ج. (11 أكتوبر، 2017). قانون رقم 17-10، المؤرخ في 11أكتوبر 2017، المتمم والمعدل للأمر 03-11.المتعلق بالنقد والقرض.

5. ج.ر.ج.ج. (28 ديسمبر، 2020). المادة 20 مكرر من نظام رقم 2020-09 والمتعلق بعمليات السياسة النقدية وأدواتها وإجراءاتها.

6. ج.ر.ج.ج. (19 فيفري، 2015). النظام رقم 01/15، مؤرخ في 19 فيفري 2015، المتعلق بعمليات خصم السندات العمومية وإعادة خصم السندات الخاصة والتسبيقات والقروض للبنوك والمؤسسات المالية.

7. ج.ر.ج.ج. (5 مارس، 2018). مرسوم تنفيذي رقم 18-86 مؤرخ في 5 مارس 2018، يتضمن آلية متابعة التدابير والإصلاحات الهيكلية في إطار تنفيذ التمويل غير التقليدي. .

ثانيا–المراجع باللغة الأجنبية:

أ–الكتب:

1. BURDA, M., & WYPLOSZ, C. (2005). Macroéconomie (Vol. 4e édition). DE Boeck.

2. BERNIER, B., & Yves, S. (2001). Initiation à la macroéconomie, (Vol. 8e édition). DUNOD.

3. handa, J. (2009). Monetary Economics . (Vol. second edition). Routledge.

4. Buckley, G., & Desai, S. (2011). What you need to know about economics. Capstone.

5. Gray, S., & Talbot, N. (2006,). Monetary operations. Centre for Central Banking Studies.

ب–الرسائل والأطروحات:

1. Gurbuz Besek , Z. (2008). Crèdibilite et efficqcitè de la politique de ciblage d'inflation en Turquie sur la pèriode2002-2006. These de Doctorat en science Economique, 39. Université Rennes02, France.

2. Katla , Á. (2014). Quantitative Easing -Economic & Financial Effects of an Unconventional Monetary Policy (Master's Thesis). Copenhagen: Copenhagen Business School.

3. Turar, E. (2002). Inflation Targeting in developing Countries and its applicability to the Turkish economy. Blacksburg, Virginia.

4. Schmidt , C. (2012). Unconventional Monetary Policy in The IS-LM Model. p 43. Roma: university LUISS Guido Carli.

ج–المقالات المنشورة في المجلات العلمية:

1. Bernanke, B., & Mishkin, F. (1997). Inflation targeting a new frame work for monetary policy. Journal of economic perspectives, 11(2), 97-116.

2. Breedon, F. (2012). The financial market impact of UK quantitative easing1. Oxford reviews of economic policy, 28(4), 702-728.

3. Brett, W. F., & Neely, C. J. (2013). Four Stories of Quantitative Easing. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 95(1). 51–88.

4. Daghir, M. (2012). Indicative supervision on the Monetary Business organizations (Banks). Journal of economic and administrative sciences, 81(65).

5. Fatouh, M., & al. (2019). The impact of quantitative easing on UK bank lending: Why banks do not lend to businesses? Journal of Monetary Economics, 10(03).1-26.

6. Gerther , M., & karadi, p. (2010). Model of unconventional Monetary. 58(2011). 17-34.

7. Greenwood, J. (2017). The Japanese Experience with QE and QQE. The Cato Journal, 37(1), 17-38.

8. Sugimoto, K., & Matsuki, T. (2015). Effects of the Japan's current quantitative and qualitative easing. Economics Letters, 133, 112-116.

9. Amatoa, J., & Gerlach, s. (2002). Inflation targeting in emerging market and transition economies: Lessons after a decade, European Economic Review .46(4). 1-12.

10. Olivo, v. (2015). Friedman Monetarism and Quantitative Easing. Munich personal RePEc Archive paper. 69205.

11. Blinder, A. (2010). Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 92(6). 465–479.

12. Shirai, S. (2014). Japan's Monetary Policy in a Challenging Environment. Eurasian Economic Review. 4(1). 3-24.

13. Salih, I. (2018). Effectiveness of inflation targeting based monetary policy. Opcion Review. 34(16).pp. 1032-1057.

14. Olsen, J. (2014). The Impact of Quantitative Easing on Equity Prices. Journal of Financial Planning. 27(5). 52–60.

د–التقارير والمطبوعات:

1. Churm, R., & al. (2015). Unconventional monetary policies and. Bank of England Staff Working Paper No. 542.

2. Hausken, K., & Ncube, M. (2014). Quantitative Easing and Its Impact in the US, Japan, the UK and Europe. SPRINGER BRIEFS IN ECONOMICS.

3. Joyce, M., & Tong, M. (2011). The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact. Bank of England.

4. Kimura, T., & Small, D. (2004). Quantitative Monetary Easing and Risk in Financial Asset Markets. Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research. Washington: Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board.

5. Banque d'Algérie. (2019). POINT DE SITUATION SUR LE FINANCEMENT NON CONVENTIONNEL. Alger.

6. Banque d'Algérie. (2021). note de conjoncture tendances monétaires et financiers premier semestre 2021. Alger.

7. Bridges, J., & Thomas, R. (2012). The impact of QE on the UK economy —some supportive monetarist arithmetic. Bank of England Working Paper No. 442.

8. Tucker, P. (2022). Quantitative easing, monetary policy implementation and the public finances. Institute for Fiscal Studies.

9. Kenneth n, K. (2004). A snapshot in inflation targeting in its Adolescence. RBA Annual Conference.

10. Takatoshi, L. (2009). Zero interest Rate policy and Quantitative, Macroeconomic Stability and financial Regulation pp 67-78.

11. Shirai, S. (2013). Japan's economic activity, prices, and monetary policy – monetary policy in the past and present. Meeting with business leaders. Asahikawa: Board of the Bank of Japan.

12. Maeda, E., & al. (2005). Japan's open market operations under the QE policy. Bank of Japan Working paper series.

13. Louali, k. (2004). Opportunités de mise en œuvre d'une politique de ciblage d'inflation au Maroc. Direction de la politique économique générale, Maroc.

14. Kuroda, H. (2014). The practice and theory of unconventional monetary policy. The International Economic Association.7-14.

15. Kapetanios, G., & al. (2012). Assessing the economy-wide effects of quantitative easing. BANK OF ENGLAND. No. 443.

16. Iwata, K. (2013). Quantitative and qualitative monetary easing and its transmission. The Kyoto Chamber of Commerce and Industry. Tokyo: Bank of Japan.

17. Iwata, K. (2013). Purpose and mechanism of quantitative and qualitative monetary easing. Commemorating the 50th Anniversary of the Institute of Economic Research,. Chuo: Chuo University.

18. Havrylchyk, O. (2016). Incentivising Lending to SMEs with the Funding for Lending Scheme: Some Evidence from Bank-level Data in the United Kingdom. OECD Economics Department. Working Papers No. 1365.

19. Economic Affairs Committee, h. (2021). Quantitative easing: a dangerous addiction? HOUSE OF LORDS Economic Affairs Committee.

20. Kirchner, S. (2019). Lessons from Quantitative Easing in the United States: A Guide for Australian Policymakers. University of Sydney. The United States Studies Centre.

21. Brad, F. (2021). IEO evaluation of the Bank of England's approach to quantitative easing. Bank of England.

ثالثا: المواقع الإلكترونية:

1. https://www.bank-of-algeria.dz/statistiques-associees/.

2. https://www.bankofengland.co.uk/boeapps/database/Bank-Rate.asp.

3. https://www.federalreserve.gov/default.htm.

4. https://fred.stlouisfed.org/series/SP500.

5. https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL.

6. https://www.federalreserve.gov/releases/h41/.

7. https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS.

8. https://obr.uk/box/the-funding-for-lending-scheme/

9.https://www.ons.gov.uk/employmentandlabourmarket/peopleinwork/employmentandemployeetypes/bulletins/uklabourmarket/previousreleases.

10. https://data.albankaldawli.org.

11. https://data.albankaldawli.org/indicator/SL.UEM.TOTL.ZS?locations=DZ.

12. https://data.albankaldawli.org/indicator/SL.UEM.TOTL.ZS?end=2015&locations=US&start=2008.

13. https://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2015&locations=US&start=2008.

14. https://data.albankaldawli.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?locations=DZ.

15. https://data.albankaldawli.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?end=2021&locations=GB&start=2009.

16. https://data.albankaldawli.org/indicator/BN.CAB.XOKA.CD?locations=DZ.

17. https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2021&locations=GB.

18. https://www.bankofengland.co.uk/asset-purchase-facility/2021/2021-q4.

19. https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html.

ملخص الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل أثر التمويل غير التقليدي على التوازنات الاقتصادية الكلية في الجزائر خلال الفترة 2017–2022، وذلك في ظل الاختلالات التي أعقبت تراجع أسعار النفط منذ 2014. انطلقت الدراسة من الإطار النظري لسياسة التيسير الكمي وآليات انتقالها عبر قنوات السيولة البنكية، أسعار الأصول، وتوقعات السوق، كما تناولت مفهوم التوازن الاقتصادي الكلي من خلال أدوات السياسة المالية والنقدية ونموذج IS–LM ، مع التركيز على عجز الموازنة وميزان المدفوعات كمتغيرين أساسيين.اعتمدت الدراسة منهجين متكاملين: المنهج الوصفي التحليلي لتفسير الأسس النظرية والتجارب الدولية (اليابان، الولايات المتحدة، بريطانيا)، والمنهج التطبيقي لتحليل بيانات رسمية لبنك الجزائر ووزارة المالية حول تطور الكتلة النقدية، السيولة البنكية، القروض الموجهة للدولة، العجز المالي، ميزان المدفوعات، والتضخم خلال فترة التمويل غير التقليدي.توصلت النتائج إلى أن التمويل غير التقليدي أدى إلى توسع كبير في الكتلة النقدية وارتفاع القروض الموجهة للدولة، مما أسهم في تحسن مؤقت للسيولة البنكية، لكنه تسبب في ضغوط تضخمية وتراجع قيمة الدينار، دون معالجة هيكلية للعجز أو تحسين مستدام لميزان المدفوعات. وتشير الدراسة إلى أن فعالية هذه السياسة تظل محدودة في ظل غياب إصلاحات مؤسساتية وسوق مالية قادرة على امتصاص السيولة بشكل فعال.

الكلمات المفتاحية: التمويل غير التقليدي؛ التضخم؛ عجز الموازنة، ميزان المدفوعات؛ النمو الاقتصادي.

Abstract:

This study aims to analyze the impact of unconventional financing on macroeconomic balances in Algeria during the period 2017–2022, in light of the economic imbalances that followed the sharp decline in oil prices since 2014. The research begins by examining the theoretical framework of quantitative easing (QE) and its transmission channels through banking liquidity, asset prices, and market expectations. It also addresses macroeconomic equilibrium through fiscal and monetary policy instruments and the IS–LM model, with a particular focus on budget deficits and the balance of payments as key variables. The study adopts two complementary approaches: a descriptive–analytical method to explain the theoretical foundations and international experiences (Japan, the United States, and the United Kingdom), and an applied analytical method based on official data from the Bank of Algeria and the Ministry of Finance. The empirical analysis examines the evolution of the money supply, banking liquidity, government-directed loans, budget deficits, balance of payments, and inflation during the implementation of unconventional financing. The findings indicate that unconventional financing led to a significant expansion of the money supply and a sharp increase in government borrowing**,** contributing to a temporary improvement in banking liquidity**,** but also generating inflationary pressures and a depreciation of the Algerian dinar, without achieving structural correction of fiscal imbalances or a sustainable improvement in the balance of payments. The study concludes that the effectiveness of this policy remains limited in the absence of institutional reforms and a developed financial market capable of absorbing excess liquidity efficiently.

Keywords: Unconventional financing; inflation; budget deficit; balance of payments; economic growth