

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الجزائر 3
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم المالية والمحاسبة
تخصص: المالية العامة والتشريع الضريبي

بمعنوان:

تقييم تجربة التسيير الكمي على استدامة التمويل في
الجزائر (2017-2022)

تحت إشراف:
د. بوعمامة نصرالدين

من إعداد الطالب:
بوقزاطة مولود

لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة الجزائر 3	أستاذة التعليم العالي	أ.د. صديقي مليكة
مقرا	جامعة الجزائر 3	أستاذ محاضر أ	د. بوعمامة نصر الدين
ممتحنا	جامعة الجزائر 3	أستاذ محاضر أ	د. بن قويدر حياة
ممتحنا	جامعة الجزائر 3	أستاذ محاضر أ	د. مفتي محمد البشير
ممتحنا	جامعة البويرة	أستاذة التعليم العالي	أ.د. ضيف أحمد
ممتحنا	جامعة البويرة	أستاذة التعليم العالي	أ.د. عزوز أحمد

السنة الجامعية: 2026/2025

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

كلمة شكر وتقدير

الحمد لله الذي بنعمته تتمّ الصالحات، وبتوفيقه يُبلغ المقاصد والغايات، والصلاة والسلام على أشرف المرسلين، سيدنا محمد، وعلى آله وصحبه أجمعين.

أتقدّم بخالص عبارات الشكر وعظيم الامتنان إلى أستاذي المشرف على هذه الأطروحة، الأستاذ الدكتور بوعمامة نصر الدين، الذي لم يبخل عليّ بعلمه، ولا بتوجيهاته السديدة، ولا بنصائحه القيمة طيلة مراحل إنجاز هذه الأطروحة. لقد كان دعمه العلمي، وتتبّعه الدقيق، وتوجيهه المنهجي الركيزة الأساسية التي ساهمت في إخراج هذا العمل إلى حيّز الوجود، فله مني جزيل الشكر والتقدير، ووافر الاحترام والعرفان.

كما أتوجّه بجزيل الشكر وعميق التقدير إلى السادة الأساتذة المؤطّرين الذين كان لهم الفضل في دعوي وتوجيهي، وعلى رأسهم الأستاذ الدكتور قدي عبد المجيد، لما قدّمه من ملاحظات علمية قيّمة وإرشادات منهجية أسهمت في تحسين جودة هذا العمل وتعميق أبعاده التحليلية.

كما أعبر عن امتناني لكل أساتذتي الذين كان لهم فضل في تكويني العلمي، ولكل من قدّم لي يد العون أو كلمة دعم، من قريب أو بعيد، خلال مسيرتي البحثية.

وأختم بتوجيه أسى عبارات الشكر والتقدير إلى عائلي الكريمة، التي كانت سندًا معنويًا وداعمًا دائمًا، متحملةً معي أعباء هذه الرحلة العلمية، فلهم مني كل الوفاء والعرفان.

والله وليّ التوفيق.

الإهداء

إلى روجي أبي وأمي الطاهرتين، رحمهما الله رحمةً واسعة،
إلى من كانا سندًا ودعاءً صامتًا، ومن علّمني معنى الصبر والاجتهاد،
أهدي هذا العمل المتواضع، راجيًا من الله أن يجعله في ميزان حسناتهما.

إلى عائلتي الصغيرة، زوجتي الكريمة،
وإلى فلذات أكبادي: خليل، ماريا، وصال، وعبد الرحيم،
الذين كانوا مصدر إلهام وقوة، وتحملوا معي عناء هذه المسيرة العلمية،
لكم مني كل الحب والامتنان.

إلى إخوتي جميعًا دون استثناء، الأحياء منهم، وإلى من انتقلوا إلى رحمة الله،
وإلى كل أفراد عائلتي الكبيرة،
عرفانًا بالمودعة، والدعم، والدعاء الصادق.

إلى أصدقائي دون استثناء،
الذين شاركوني لحظات الجِدِّ والتعب، وساندوني بالكلمة الصادقة والموقف النبيل.

وإلى أساتذتي الكرام،
وإلى أستاذي المشرف،
تقديرًا لعلمهم، واحترامًا لفضلهم، واعترافًا بعظائمهم.

أهدي هذا العمل.

ملخص

تتناول هذه الأطروحة تقييم تجربة التيسير الكمي وأثرها على استدامة التمويل العمومي في الجزائر خلال الفترة 2017-2022، في ظل التحديات التي واجهتها المالية العمومية نتيجة تراجع الإيرادات النفطية وتزايد الاحتياجات التمويلية للدولة. وقد برزت هذه السياسة كخيار استثنائي لمواجهة الضغوط المالية وضمان استمرارية تمويل النفقات العمومية في سياق اتسم بتراجع الموارد التقليدية للتمويل.

وتهدف الدراسة إلى تحليل مدى فعالية التيسير الكمي في دعم استدامة التمويل العمومي، وتقييم انعكاساته على المؤشرات النقدية والمالية والتوازنات الاقتصادية الكلية. ولتحقيق ذلك، اعتمدت منهجاً وصفيًا مدعماً بالتحليل الإحصائي للبيانات الرسمية الصادرة عن مختلف الهيئات الوطنية المختصة.

أظهرت نتائج الدراسة أن اللجوء إلى التيسير الكمي مكّن من توفير موارد مالية ساهمت في تخفيف الضغوط على الخزينة العمومية وضمان استمرارية تمويل الالتزامات الحكومية على المدى القصير، كما ساعد في الحد من تفاقم عجز الميزانية خلال فترة التطبيق. غير أن هذه السياسة صاحبها آثار نقدية ومالية تمثلت أساساً في توسع الكتلة النقدية وارتفاع مستويات السيولة، بما يطرح تحديات تتعلق بالحفاظ على الاستقرار النقدي والمالي مستقبلاً.

وتخلص الأطروحة إلى أن التيسير الكمي يشكل أداة استثنائية ذات فعالية ظرفية في معالجة الاختلالات التمويلية، إلا أن استدامة التمويل العمومي على المدى الطويل تبقى رهينة بقدرة الاقتصاد على تحقيق إصلاحات هيكلية وتعزيز التنسيق بين السياسة النقدية والسياسة المالية وتنويع مصادر التمويل. كما تقدم الدراسة مساهمة علمية في فهم آثار السياسات النقدية غير التقليدية في الاقتصادات الريعانية، وتوفر مجموعة من الاستنتاجات والتوصيات التي يمكن الاستناد إليها في صياغة الخيارات التمويلية المستقبلية.

Résumé

Cette thèse porte sur l'évaluation de l'expérience de l'assouplissement quantitatif (Quantitative Easing) et de son impact sur la soutenabilité du financement public en Algérie durant la période 2017–2022, dans un contexte marqué par les défis auxquels ont été confrontées les finances publiques en raison de la baisse des recettes pétrolières et de l'accroissement des besoins de financement de l'État. Cette politique s'est imposée comme une option exceptionnelle visant à faire face aux pressions budgétaires et à assurer la continuité du financement des dépenses publiques dans un environnement caractérisé par le recul des sources traditionnelles de financement.

L'étude a pour objectif d'analyser l'efficacité de l'assouplissement quantitatif dans le soutien à la soutenabilité du financement public et d'évaluer ses répercussions sur les indicateurs monétaires et financiers ainsi que sur les équilibres macroéconomiques. Pour ce faire, elle s'appuie sur une approche descriptive renforcée par une analyse statistique des données officielles publiées par les différentes institutions nationales compétentes.

Les résultats montrent que le recours à l'assouplissement quantitatif a permis de mobiliser des ressources financières ayant contribué à atténuer les pressions exercées sur le Trésor public et à assurer la continuité du financement des engagements de l'État à court terme. Cette politique a également contribué à limiter l'aggravation du déficit budgétaire durant la période de sa mise en œuvre. Toutefois, elle s'est accompagnée d'effets monétaires et financiers, notamment l'expansion de la masse monétaire et l'augmentation des niveaux de liquidité, soulevant ainsi des défis liés au maintien de la stabilité monétaire et financière à l'avenir.

La thèse conclut que l'assouplissement quantitatif constitue un instrument exceptionnel dont l'efficacité demeure essentiellement conjoncturelle dans le traitement des déséquilibres de financement. Néanmoins, la soutenabilité du financement public à long terme reste tributaire de la capacité de l'économie à engager des réformes structurelles, à renforcer la coordination entre la politique monétaire et la politique budgétaire et à diversifier les sources de financement. Cette recherche apporte également une contribution scientifique à la compréhension des effets des politiques monétaires non conventionnelles dans les économies rentières et propose un ensemble de conclusions et de recommandations susceptibles d'éclairer les choix futurs en matière de financement public.

Abstract

This thesis examines the experience of Quantitative Easing (QE) and evaluates its impact on the sustainability of public financing in Algeria during the period 2017–2022. The study is conducted within a context marked by significant challenges to public finances resulting from declining oil revenues and increasing government financing needs. In this regard, quantitative easing emerged as an exceptional policy option aimed at addressing budgetary pressures and ensuring the continuity of public expenditure financing in an environment characterized by the shrinking availability of traditional funding sources.

The study seeks to analyze the effectiveness of quantitative easing in supporting the sustainability of public financing and to assess its effects on monetary and financial indicators, as well as on macroeconomic balances. To achieve these objectives, the research adopts a descriptive approach supported by a statistical analysis of official data published by the relevant national institutions.

The findings indicate that the implementation of quantitative easing enabled the mobilization of financial resources that helped alleviate pressures on the Public Treasury and ensured the continuity of financing government commitments in the short term. The policy also contributed to limiting the worsening of the budget deficit during the period of its implementation. However, it was accompanied by monetary and financial effects, particularly the expansion of the money supply and the increase in liquidity levels, which raised challenges related to maintaining monetary and financial stability in the future.

The thesis concludes that quantitative easing constitutes an exceptional policy instrument whose effectiveness remains essentially short-term and cyclical in addressing financing imbalances. Nevertheless, the long-term sustainability of public financing depends on the economy's ability to undertake structural reforms, strengthen coordination between monetary and fiscal policies, and diversify sources of public financing. The study also provides a scientific contribution to understanding the effects of unconventional monetary policies in rentier economies and offers a set of conclusions and recommendations that may help guide future public financing decisions.

الفهرس

فهرس المحتويات

رقم الصفحة	العنوان
	التشكرات
	الاهداء
	ملخص البحث
II	الفهرس
VI	فهرس الجداول
VIII	فهرس الأشكال
X	قائمة المختصرات
ب	مقدمة
02	الفصل الأول: الإطار المفاهيمي لسياسة التيسير الكمي
02	تمهيد
02	المبحث الأول: ماهية أداة التيسير الكمي
03	المطلب الأول: مفهوم التيسير الكمي
04	المطلب الثاني: خصائص وأهداف التيسير الكمي وتأثيره على المتغيرات الاقتصادية
09	المطلب الثالث: علاقات التيسير الكمي ببعض الأدوات النقدية الأخرى وأثره على المتغيرات الاقتصادية.
12	المبحث الثاني: أهم التجارب الدولية في تطبيق سياسة التيسير
13	المطلب الأول: تجربة اليابان في توظيف التيسير الكمي لإنعاش الاقتصاد
23	المطلب الثاني: التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية كأحد أبرز الحلول للأزمة المالية العالمية لسنة 2008
33	المطلب الثالث: التيسير الكمي في المملكة المتحدة والاتحاد الأوروبي
40	المبحث الثالث: تحديات تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر 2017-2022
40	المطلب الأول: البيئة الاقتصادية والمالية في الجزائر قبيل تطبيق سياسة التيسير الكمي
42	المطلب الثاني: الإطار القانوني والتنظيمي للسياسة النقدية في الجزائر

49	المطلب الثالث: تدابير تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر والإصلاحات المرافقة له (2017-2022)
69	الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي والتحليلي لاستدامة التمويل في ظل سياسة التيسير الكمي
69	تمهيد
70	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للاستدامة المالية
70	المطلب الأول: مفاهيم عامة حول الاستدامة المالية
76	المطلب الثاني: علاقات الاستدامة المالية
84	المطلب الثالث: أبعاد وأشكال الاستدامة المالية
89	المبحث الثاني: مؤشرات تقييم الاستدامة المالية
89	المطلب الأول: مؤشرات قابلية التأثر والهشاشة المالية
94	المطلب الثاني: مؤشرات الاستدامة الديناميكية
99	المطلب الثالث: مؤشرات المخاطر والاستدامة طويلة الأجل والعدالة بين الأجيال
104	المبحث الثالث: تحليل وتقييم استدامة الدين العام
105	المطلب الأول: مفهوم تحليل استدامة الدين العام وأهدافه
106	المطلب الثاني: الأطر المعتمدة لتحليل استدامة الدين العام
109	المطلب الثالث: تصنيفات وتحليل نتائج استدامة الدين العام
116	الفصل الثالث: التحليل التطبيقي لأثر التيسير الكمي على المؤشرات النقدية والمالية واستدامة التمويل في الجزائر
116	تمهيد
117	المبحث الأول: أثر التمويل غير التقليدي على المؤشرات النقدية
118	المطلب الأول: تطور الكتلة النقدية بمكوناتها M1 و M2 خلال فترة التمويل غير التقليدي 2017-2022
122	المطلب الثاني: العلاقة بين نمو الكتلة النقدية ومعدل التضخم خلال فترة التمويل غير التقليدي 2017-2022
125	المطلب الثالث: تقييم تكيف السياسة النقدية مع التمويل غير التقليدي وأثره على استقرار النظام النقدي في الجزائر 2017-2022
128	المبحث الثاني: انعكاسات التيسير الكمي على المؤشرات المالية العمومية 2017-2022
129	المطلب الأول: أثر التيسير الكمي على رصيد الميزانية وعجز الخزينة

139	المطلب الثاني: أثر التيسير الكمي على تطور الدين العمومي وهيكل تمويله
148	المطلب الثالث: أثر التيسير الكمي على مستويات الإنفاق العمومي واستدامة المالية العمومية
157	المبحث الثالث: التفاعل بين المؤشرات النقدية والمالية
158	المطلب الأول: العلاقة بين نمو الكتلة النقدية وعجز الميزانية
161	المطلب الثاني: التأثير المتبادل بين التضخم والنفقات العمومية
163	المطلب الثالث: التداخل بين السياسة النقدية والمالية في ظل التمويل غير التقليدي
168	الخاتمة
173	قائمة المراجع

فهرس الجداول

فهرس الجداول

رقم الصفحة	العنوان	الرقم
108	ملخص مؤشرات الاستدامة المالية	01
114	يمثل الحدود الدلالية لعبء الدين العام حسب إطار استدامة الدين العام	02
122	يمثل تطور حجم الكتلة النقدية خلال الفترة الممتدة بين 2017 - 2022. (بنك الجزائر)	03
124	العلاقة بين التمويل غير التقليدي والسيولة	04
126	تطور الكتلة النقدية M2 في الجزائر 2017 - 2022	05
127	تطور معدل التضخم في الجزائر	06
128	العوامل الوسيطة	07
136	تطور عجز الخزينة 2014-2022	08
139	مقارنة بين نماذج التمويل التقليدي وغير التقليدي	09
145	هيكل الدين العمومي حسب الجهة الممولة 2016-2022	10
157	يمثل تطور مؤشر الكتلة النقدية M2 إلى الناتج الداخلي الخام 2017-2022	11
159	استنتاجات مركبة حول الاستدامة المالية	12
162	تطور نسبة الكتلة النقدية M2 إلى الناتج الداخلي الخام 2017-2022	13
165	تطور معدل التضخم والنفقات العمومية (% من الناتج الداخلي الخام) 2017 - 2022	14
168	التداخل بين السياسة النقدية والمالية في ظل التمويل غير التقليدي الحقائق التالية	15

فهرس الأشكال

فهرس الأشكال

الرقم	العنوان	رقم الصفحة
01	القاعدة النقدية اليابانية، M2 والإقراض المصرفي خلال الجولة الأولى من التيسير الكمي	16
02	حجم برنامج شراء الأصول تحت سياسة التيسير الشامل CME	19
03	إجمالي احتياطات مؤسسات الإيداع	26
04	تطور الميزان التجاري في ال. و. م. أ خلال الفترة 2000-2001	34
05	نسبة العمالة إل السكان	34
06	أسعار الفائدة الرئيسية للبنك المركزي الأوروبي من 1 / 2000 إل 1 / 2020	38
07	برنامج شراء الأصول من طرف البنك المركزي الأوروبي (مليار أورو)	40
08	تطور معدل البطالة في منطقة اليورو للفترة 2005 - 2020%	41
09	يمثل منحى يبين تطور الدين العام في الاقتصاديات المتقدمة والناشئة 2000-2012	112
10	رسم بياني يمثل العلاقة الزمنية بين نسبة نمو الكتلة النقدية M2 ومعدل التضخم السنوي خلال الفترة 2017-2022	126
11	العلاقة بين نمو الكتلة النقدية ومعدل التضخم كنسب مئوية	127
12	تطور رصيد الميزانية العامة (% من الناتج المحلي الإجمالي) 2014-2022	133
13	تطور عجز الخزينة العمومية (مليار دج) (2014-2022)	133
14	تطور الكتلة النقدية (M2) مقابل عجز الميزانية 2016-2022	140
15	تطور الدين العمومي كنسبة الدين العمومي من الناتج المحلي الإجمالي 2016-2022	143
16	هيكل الدين العمومي حسب الجهة الممولة 2016-2022	145
17	تطور بنية الإنفاق العمومي في الجزائر 2016-2022	152
18	يمثل تطور مؤشر الكتلة النقدية M2 إلى الناتج الداخلي الخام 2017-2022	157
19	تطور نسبة الكتلة النقدية M2 إلى الناتج الداخلي الخام 2017-2022	162
20	تطور معدل التضخم والنفقات العمومية (% من الناتج الداخلي الخام) 2017-2022	165

مختصر الكلمات

مختصر الكلمات

المختصر	الكلمة	الشح باللغة العربية
QE	Quantitative Easing	التييسير الكمي: سياسة نقدية غير تقليدية يقوم من خلالها البنك المركزي بضخ السيولة في الاقتصاد عبر شراء السندات والأصول المالية بهدف تحفيز النمو الاقتصادي وخفض أسعار الفائدة
BA	Banque d'Algérie	البنك المركزي: الجزائري المسؤول عن إصدار العملة وتنفيذ السياسة النقدية والحفاظ على الاستقرار النقدي والمالي
FED	Federal Reserve System	الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي: البنك المركزي للولايات المتحدة الأمريكية، يتولى إدارة السياسة النقدية والتحكم في أسعار الفائدة والتضخم.
M1	M1 : Money Supply 1	الكتلة النقدية الضيقة: تشمل النقود المتداولة خارج البنوك والودائع الجارية القابلة للاستعمال الفوري .
M2	Money Supply 2	الكتلة النقدية الموسعة: تشمل M1 مضافاً إليها الودائع الادخارية والودائع لأجل قصيرة المدى .
PIB	Produit Intérieur Brut (PIB)	الناتج الداخلي الخام: القيمة الإجمالية للسلع والخدمات المنتجة داخل الدولة خلال فترة زمنية معينة، ويعد مؤشراً أساسياً لقياس الأداء الاقتصادي .
Dette/PIB	Dette/PIB : Debt-to-GDP Ratio	نسبة الدين إلى الناتج الداخلي الخام: مؤشر يقيس حجم الدين العمومي مقارنة بالناتج الداخلي الخام لتقييم قدرة الدولة على تحمل ديونها .
BFR	Besoin en Fonds de Roulement	احتياج رأس المال العامل: يمثل الأموال اللازمة لتمويل النشاط اليومي للمؤسسة وتغطية الفارق بين النفقات والإيرادات قصيرة الأجل .
ONS	Office National des Statistiques	الديوان الوطني للإحصائيات: الهيئة الرسمية الجزائرية المكلفة بجمع وإنتاج ونشر البيانات والإحصاءات الاقتصادية والاجتماعية
FMI	Fonds Monétaire Internationa	صندوق النقد الدولي: منظمة مالية دولية تهدف إلى تعزيز الاستقرار النقدي العالمي وتقديم القروض والمساعدات الفنية للدول .

بنك التسويات الدولية: مؤسسة مالية دولية تُنسق التعاون بين البنوك المركزية وتُعرف بأنها "بنك البنوك المركزية".	Bank for International Settlements	BIS
الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري: أدوات مالية مضمونة بقروض عقارية، تُستخدم في الأسواق المالية لتوفير السيولة.	Mortgage-Backed Securities	MBS
الاستدامة المالية: قدرة الدولة على الاستمرار في تمويل نفقاتها والتزاماتها المالية دون التعرض لأزمات مالية أو ارتفاع مفرط في الدين العام.	Fiscal Sustainability :	Fiscal Sustainability
مؤشرات الهشاشة أو القابلية للتعرض للمخاطر: مؤشرات اقتصادية ومالية تُستخدم لقياس مدى تعرض الاقتصاد للصدمات والأزمات المالية أو النقدية.	• Vulnerability Indicators	Vulnerability Indicators

مقدمة

مقدمة

شهدت المالية العمومية في الدول النامية والريعية خلال العقود الأخيرة تحديات متزايدة، نتيجة تنامي النفقات العمومية واتساع الالتزامات الاقتصادية والاجتماعية للدولة، مقابل محدودية الموارد المالية وتقلبها، خاصة في الاقتصادات المعتمدة بدرجة كبيرة على عائدات الموارد الطبيعية. وقد أسفر هذا الواقع عن ضغوط متصاعدة على الميزانيات العامة، الأمر الذي أعاد إلى الواجهة إشكالية استدامة التمويل العمومي باعتبارها أحد المرتكزات الأساسية لضمان الاستقرار الاقتصادي الكلي والحفاظ على التوازنات المالية على المدى الطويل.

وفي سياق متصل، أظهرت الأزمات الاقتصادية والمالية المتلاحقة، وبوجه خاص الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، محدودية فعالية أدوات السياسة النقدية التقليدية في مواجهة حالات الركود العميق والاختلالات البنوية. وقد دفع ذلك العديد من البنوك المركزية إلى تبني السياسات النقدية غير التقليدية، وفي مقدمتها سياسة التيسير الكمي، كآلية استثنائية تهدف إلى تعزيز السيولة، دعم التمويل العمومي، وتحفيز النشاط الاقتصادي في المدى القصير.

لقد عرف الاقتصاد الجزائري منذ سنة 2014 ضغوطا مالية معتبرة، نتيجة الانخفاض الحاد في أسعار النفط، وهو ما انعكس سلبا على الإيرادات العمومية وأدى إلى تفاقم عجز الميزانية وتراجع هوامش التمويل التقليدي. وفي ظل هذا الوضع، لجأت السلطات العمومية إلى اعتماد سياسة التيسير الكمي ابتداء من سنة 2017، في إطار قانوني استثنائي سمح بالتمويل المباشر للخرينة العمومية من طرف بنك الجزائر.

وقد مثل هذا التوجه تحولا جوهريا في إدارة السياسة الاقتصادية، من خلال إعادة تشكيل العلاقة بين السياسة النقدية والسياسة المالية، الأمر الذي أثار نقاشا واسعا حول جدوى هذا الخيار وحدود فعاليته، خاصة فيما يتعلق بمخاطر التضخم، اختلال المؤشرات النقدية، وتداعياته المحتملة على استدامة التمويل العمومي والتوازنات الاقتصادية الكلية على المدى المتوسط والطويل.

❖ أهمية الدراسة

تكتسي هذه الدراسة أهمية علمية وعملية؛ فمن الناحية العلمية، تسهم في إثراء الأدبيات المتعلقة بالسياسات النقدية غير التقليدية واستدامة التمويل في الاقتصادات الريعية. أما من الناحية العملية، فتوفر تحليلا موضوعيا يمكن أن يدعم صانعي القرار في تقييم بدائل التمويل العمومي، والحد من المخاطر المرتبطة باللجوء إلى أدوات التمويل غير التقليدي.



❖ أهداف البحث

يهدف هذا البحث إلى:

- تأطير سياسة التيسير الكمي من الناحية النظرية وتحليل تطورها في الفكر الاقتصادي المعاصر.
- إبراز مفهوم استدامة التمويل العمومي ومؤشراته وآليات تقييمه.
- تحليل تجربة التيسير الكمي في الجزائر خلال الفترة (2017-2022) في ضوء تطور المؤشرات النقدية والمالية.
- تقييم أثر هذه السياسة على التوازنات الاقتصادية الكلية واستدامة التمويل العمومي.
- استخلاص نتائج وتوصيات من شأنها الإسهام في ترشيد خيارات السياسة الاقتصادية مستقبلا.

❖ دوافع اختيار الموضوع

جاء اختيار هذا الموضوع البحثي انطلاقا من مجموعة من الدوافع العلمية والعملية، التي تعكس أهمية دراسة أثر التيسير الكمي على المؤشرات النقدية والمالية واستدامة التمويل في الجزائر، خلال الفترة الممتدة من 2017 إلى 2022. ويمكن تلخيص هذه الدوافع فيما يلي:

الدافع العلمي والمنهجي: نسعى إلى المساهمة في إثراء الدراسات الاقتصادية والنقدية المتعلقة بالتمويل غير التقليدي، من خلال تحليل معمق للبيانات والمؤشرات النقدية والمالية، واستخدام أساليب منهجية دقيقة تمكن من فهم ديناميكيات السياسات النقدية الحديثة وتأثيرها على استدامة التمويل العمومي.

الدافع التطبيقي والواقعي: يرتبط اختيار الموضوع بالمتابعة الدقيقة للواقع المالي والاقتصادي الجزائري، حيث يتيح البحث تحليل أثر التيسير الكمي على الأداء المالي للدولة، وفهم التفاعلات بين السياسة النقدية والمؤشرات المالية المختلفة، بما يعكس التحديات والفرص التي تواجه صناع القرار في إدارة الموارد العامة وتحقيق الاستقرار المالي.

الدافع المعرفي والابتكاري: يهدف البحث إلى دراسة موضوع حديث نسبيا في السياق الجزائري، وهو التيسير الكمي، وتحليل أثره على المؤشرات النقدية والمالية، بما يسمح باستكشاف روابط جديدة بين السياسات النقدية غير التقليدية واستدامة التمويل، وتقديم نتائج علمية يمكن أن تشكل مرجعا مهما للباحثين والمهتمين بالشأن المالي الوطني.



❖ إشكالية الدراسة

في ضوء ما سبق، تتمحور الإشكالية الرئيسية لهذه الأطروحة حول التساؤل الآتي:

إلى أي مدى ساهمت تجربة التيسير الكمي في الجزائر خلال الفترة (2017-2022) في دعم استدامة التمويل العمومي، وما هي انعكاساتها على المؤشرات النقدية والمالية والتوازنات الاقتصادية الكلية؟

❖ تساؤلات الدراسة

تتفرع عن الإشكالية الرئيسية مجموعة من التساؤلات الفرعية، يمكن إجمالها فيما يلي:

- ما هو الإطار النظري والمفاهيمي الذي يحكم سياسة التيسير الكمي واستدامة التمويل العمومي؟
- ما دوافع اللجوء إلى التيسير الكمي في الجزائر، وما الخصوصيات التي ميّزت تطبيقه؟
- كيف أثّرت هذه السياسة على تطور المؤشرات النقدية، لا سيما الكتلة النقدية، السيولة البنكية، ومستوى التضخم؟
- إلى أي حد ساهم التيسير الكمي في تعزيز استدامة التمويل العمومي، وما المخاطر التي قد يفرزها على المدى المتوسط والطويل؟

❖ فرضيات الدراسة

تنتطق هذه الأطروحة من مجموعة من الفرضيات الرئيسية، تتمثل في:

1. أسهم التيسير الكمي في الجزائر في التخفيف من حدة الاختلالات المالية الظرفية على المدى القصير، من خلال توفير موارد تمويل استثنائية للخزينة العمومية.
2. أدى التوسع النقدي الناتج عن التيسير الكمي إلى تأثيرات ملموسة على المؤشرات النقدية، تمثلت أساسا في ارتفاع الكتلة النقدية ومستويات السيولة.
3. ساهم التيسير الكمي في الحد من تفاقم عجز الميزانية والدين العمومي في المدى القصير، غير أنه أفرز مخاطر محتملة على استدامة التمويل العمومي في المدى المتوسط والطويل.
4. تبقى فعالية التيسير الكمي في دعم الاستدامة المالية مشروطة بمدى التنسيق بين السياسة النقدية والسياسة المالية، وبوجود إصلاحات هيكلية مرافقة.

❖ الدراسات السابقة

لقد تم الاطلاع على مجموعة واسعة من الدراسات السابقة بهدف الوقوف على ما تم التطرق إليه في مجال الدراسة، وتحديد الثغرات البحثية التي يمكن أن تسدها هذه الأطروحة. ورغم تعدد الدراسات المتعلقة بالمؤسسات المالية والبنوك، سواء على المستوى الدولي أو في الجزائر، إلا أن الدراسات التي تناولت دور التيسير الكمي كأداة لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات المالية، مع التركيز على التجربة الجزائرية، لا تزال محدودة. وبذلك، يشكل هذا البحث إضافة علمية جديدة تسعى إلى سد هذه الفجوة البحثية، من خلال دراسة معمقة للتجارب الدولية وتطبيقاتها على السياق الجزائري.

وقد تم تصنيف الدراسات السابقة إلى فئتين رئيسيتين: الدراسات باللغة الأجنبية والدراسات باللغة العربية، مع الإشارة إلى أبرز المساهمات والنتائج التي توصلت إليها كل دراسة، وكذلك نقاط الاختلاف مع الدراسة الحالية.

أ. الدراسات باللغة الأجنبية

1. Marco Spaltro (2023) – *The Impact of Quantitative Easing and Capital Requirements on Bank Lending: an Econometric Analysis*

أجريت الدراسة في جامعة Birkbeck ، وهدفت إلى تحليل أثر التيسير الكمي ومتطلبات رأس المال على الإقراض المصرفي باستخدام أساليب قياسية متقدمة. وأظهرت النتائج أن التيسير الكمي أدى إلى زيادة الإقراض المصرفي، خصوصا خلال الأزمات المالية، رغم أن أثره كان محدودا على البنوك الصغيرة، بينما كان تأثيره أكبر في البنوك الكبيرة والمؤسسات الأكثر قدرة على التمويل.

2. Venkataramanan Sharadha (2023) – *Impact of Quantitative Easing on Emerging Markets: A Study on India*

أجريت الدراسة في Liverpool John Moores University ، وركزت على دراسة العلاقة بين التيسير الكمي في الأسواق المتقدمة وتأثيره على الأسواق الناشئة، من خلال نماذج VAR لتحليل التأثير على أسعار الفائدة وسعر الصرف والسيولة. وأشارت الدراسة إلى أن التيسير الكمي ساهم في استقرار السيولة ورفع القدرة التمويلية للبنوك، لكنه ارتبط أيضا بتحديات في إدارة التضخم وسعر الصرف على المدى الطويل.

3. Marco Loonstra (2022) – *Quantitative Easing in the Eurozone*

أجريت الدراسة في Lund University، وركزت على تحليل أثر التيسير الكمي في منطقة اليورو قبل وبعد الأزمة المالية العالمية. وأكدت النتائج أن التيسير الكمي ساهم في استقرار الأسواق المالية وتعزيز قدرة البنوك على الإقراض، مع توضيح الآليات التي يستخدمها البنك المركزي لضبط السيولة والتأثير على الاقتصاد الكلي.

ب. الدراسات باللغة العربية

1. **بركان زهية (2011) – فعالية السياسة النقدية لمكافحة التضخم في ظل العولمة: دراسة حالة الجزائر.**

هدفت الدراسة إلى قياس فعالية السياسة النقدية في الجزائر في مواجهة التضخم خلال العولمة، مع التركيز على دور أدوات البنوك المركزية في استقرار الأسعار وسعر الصرف. وأوصت الدراسة بأهمية الاستفادة من التجارب الدولية لدعم سياسات التحكم في التضخم، مع تخصيص أدوات مناسبة للسياق الجزائري.

2. **شويش عبد الحميد وبشرى عبد الباري أحمد – (2023) التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية**

تناولت الدراسة كيفية استخدام التيسير الكمي كأداة حديثة للسياسة النقدية، من خلال تحليل تجريبي للبنوك المركزية وأثر هذه السياسة على السيولة، أسعار الفائدة، وأسواق المال. وأظهرت النتائج فعالية التيسير الكمي في دعم النشاط المصرفي وتعزيز قدرة البنوك على مواجهة التحديات الاقتصادية، خصوصاً خلال الأزمات المالية.

3. **مطاي عبد القادر وراشدي فتيحة – (2021) سياسة التسهيل الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات**

ركزت الدراسة على دور التيسير الكمي في الجزائر خلال الأزمة المالية الأخيرة، وأبرزت أن هذه السياسة ساهمت في تحسين السيولة وتعزيز قدرة البنوك على الإقراض، مع تباين النتائج حسب حجم البنك ونوعه، وقدمت توصيات لتطوير الأدوات النقدية في البلاد.

4. **محمد بوطوبة وأحمد طويل – (2022) سياسة التسهيل الكمي وأثرها على سعر الصرف**
تناولت الدراسة أثر التيسير الكمي على سعر الدولار وأسواق الصرف في الجزائر، وأكدت أن تطبيق التيسير الكمي ساهم في الحد من تقلبات سعر الصرف، مع ضرورة مراقبة أثر هذه السياسات على التضخم على المدى الطويل.

5. ناصر بوجلال (2021/2020) - التيسير الكمي كأداة لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات المالية: دراسة تجارب دولية مع الإشارة للتجربة الجزائرية

تمثل هذه الأطروحة إسهاما مباشرا للدراسة الحالية، حيث ركزت على تحليل أثر التيسير الكمي على المؤشرات النقدية والمالية واستدامة التمويل في الجزائر خلال الفترة 2017-2022، مع دراسة مقارنة للتجارب الدولية الرائدة. وقد أبرزت النتائج دور التيسير الكمي في تعزيز قدرة البنوك والمؤسسات المالية على مواجهة الأزمات المالية، وتحقيق استقرار نسبي للأسواق، مع تقديم توصيات عملية تتعلق بتطوير السياسات النقدية في الجزائر.

خلاصة تحليل الدراسات السابقة

من خلال مراجعة الدراسات السابقة، يمكن استخلاص عدة نقاط مهمة:

- معظم الدراسات ركزت على تأثير التيسير الكمي في الاقتصادات المتقدمة أو الأسواق الناشئة، مع اهتمام محدود بالسياق الجزائري.
- الدراسات باللغة العربية تناولت دور السياسة النقدية التقليدية والحديثة في إدارة التضخم والسيولة، لكن دور التيسير الكمي كأداة نقدية حديثة لم يتم تناوله بشكل معمق إلا في الدراسات الأخيرة، بما في ذلك أطروحة ناصر بوجلال.
- الفجوة البحثية التي تسعى الدراسة الحالية لسدها تتعلق بتحليل أثر التيسير الكمي على استدامة التمويل في الجزائر، مع ربط النتائج بالتجارب الدولية لتقديم توصيات عملية قابلة للتطبيق.

❖ منهجية الدراسة

اعتمدت الأطروحة على المنهج الوصفي، وذلك من خلال:

- استخدام المنهج الوصفي لتأطير الجوانب النظرية والمفاهيمية في الفصلين الأول والثاني.
- الاعتماد على البيانات الإحصائية الفصل التطبيقي.

❖ حدود الدراسة

تتخصر هذه الدراسة مكانيا في الاقتصاد الجزائري، وزمانيا في الفترة الممتدة من 2017 إلى 2022، مع التركيز على أثر سياسة التيسير الكمي على استدامة التمويل العمومي، دون التوسع في تحليل سياسات اقتصادية أخرى إلا في حدود ما يخدم أهداف البحث.

❖ هيكل الأطروحة

تسعى هذه الأطروحة إلى تقديم دراسة شاملة حول التيسير الكمي كأداة لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات المالية، مع التركيز على أثره على المؤشرات النقدية والمالية واستدامة التمويل في الجزائر خلال الفترة 2017-2022. ويأتي اختيار هذا الموضوع في سياق الأهمية المتزايدة للسياسات النقدية غير التقليدية في مواجهة الصدمات الاقتصادية، ولا سيما بعد الأزمات المالية العالمية والتحديات المحلية المتعلقة بتذبذب أسعار النفط وتقلبات الأسواق المالية.

تهدف الدراسة إلى تحليل فاعلية التيسير الكمي في دعم الاستقرار المالي والنقدي، مع مقارنة التجربة الجزائرية بالتجارب الدولية الرائدة، وسد الفجوة البحثية في الأدبيات الاقتصادية الوطنية. وتجمع الأطروحة بين الإطار النظري، والتحليل المفاهيمي، والتطبيق العملي لتقديم رؤية متكاملة حول الموضوع.

تحتوي دراستنا على ثلاث فصول حيث يتناول الفصل الأول الإطار المفاهيمي لسياسة التيسير الكمي باعتبارها أداة نقدية غير تقليدية ظهرت لمواجهة الأزمات المالية والركود الاقتصادي عندما تصبح أدوات السياسة النقدية التقليدية غير فعالة. وقد عرّف الفصل التيسير الكمي بأنه قيام البنك المركزي بضخ سيولة نقدية كبيرة عبر شراء السندات والأصول المالية بهدف تحفيز النمو وخفض معدلات الفائدة طويلة الأجل. كما استعرض خصائص هذه السياسة وأهدافها، خاصة دعم الائتمان، تنشيط الاستثمار، ومحااربة الانكماش. وتناول كذلك آثارها على التضخم، عرض النقد، أسعار الفائدة وأسعار الصرف، مع إبراز جوانبها الإيجابية والسلبية. وبين الفصل العلاقة بين التيسير الكمي وعمليات السوق المفتوحة والإصدار النقدي، موضحاً أوجه التشابه والاختلاف بينها. كما عرض أبرز التجارب الدولية في تطبيق هذه السياسة، خاصة في اليابان والولايات المتحدة الأمريكية بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008. وخلص الفصل إلى أن التيسير الكمي أصبح من أهم أدوات السياسة النقدية الحديثة في مواجهة الأزمات وتحقيق الاستقرار الاقتصادي أما الفصل الثاني فقد تناول إطاراً مفاهيمياً وتحليلياً لمفهوم "الاستدامة المالية"، التي تُعرف بقدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها المالية طويلة الأجل دون الإخلال باستقرارها الاقتصادي. ولا تقتصر الاستدامة على الجوانب الحسابية للدين والعجز، بل تتجاوزها لتشمل الكفاءة والشفافية في إدارة الموارد لضمان حقوق الأجيال القادمة. يستعرض الفصل أهمية هذه الاستدامة في تعزيز الثقة المالية، ودعم النمو الاقتصادي، وتحصين الدولة من الأزمات. كما يحدد قواعد تنظيمية، كالقاعدة الذهبية وقواعد

توازن الموازنة، لضمان الانضباط المالي. ويوضح تأثير متغيرات جوهرية مثل سعر الفائدة ومعدل النمو الاقتصادي على استدامة المالية العامة. أخيراً، يسلط الضوء على دور المؤسسات الدولية، كصندوق النقد والبنك الدولي، في وضع معايير ومؤشرات لقياس مدى استدامة الدين وقدرة الدول على تمويل التنمية بشكل مستقر أما الفصل الثالث فقد تناول التحليل التطبيقي لأثر سياسة التيسير الكمي على المؤشرات النقدية والمالية في الجزائر خلال الفترة (2017-2022). وفيما يلي ملخص لأهم محاوره:

- **سياق التمويل غير التقليدي:** يوضح الفصل أن اللجوء إلى التمويل المباشر من بنك الجزائر كان إجراءً استثنائياً لمواجهة العجز المالي وتآكل احتياطي الصرف الناتج عن انخفاض أسعار النفط منذ 2014، وذلك لضمان استمرارية الإنفاق العمومي.
 - **أثر التيسير الكمي على المؤشرات النقدية:** يحلل الفصل انعكاسات هذه السياسة على المتغيرات النقدية، مشيراً إلى تأثيرها المباشر على السيولة البنكية، مستويات أسعار الفائدة، وحجم الودائع البنكية.
 - **الانعكاسات على المالية العمومية:** يتناول الفصل أثر التمويل غير التقليدي على مؤشرات الدين العام، والإيرادات والنفقات العمومية، معتبراً أن الاعتماد الكثيف على هذا النوع من التمويل ساهم في تسارع وتيرة الدين العمومي الداخلي، مما أدى إلى زيادة هشاشة الاستدامة المالية على المدى المتوسط.
 - **التفاعل بين السياسات:** يشير الفصل إلى وجود ضعف في التنسيق بين السياستين المالية والنقدية خلال تلك الفترة، حيث طغت الاعتبارات الظرفية على الرؤية الاستراتيجية.
 - **الاستنتاجات الرئيسية:** يخلص الفصل إلى أن سياسة التيسير الكمي لم تحقق استدامة مالية بالمعنى الشامل، بل كانت أداة لكسب الوقت وتقادي اختلالات آنية. كما يؤكد أن التحسن في مؤشرات العجز بعد 2021 يُعزى لارتفاع أسعار النفط وليس لنجاح السياسة بحد ذاتها، مما يكرس التبعية الربعية ويؤكد ضرورة الإصلاحات الهيكلية وتنويع الاقتصاد.
- وقد اختتمت الدراسة بتحليلاً شاملاً لتجربة التيسير الكمي في الجزائر خلال الفترة (2017-2022) في ظل أزمة مالية هيكلية. وقد أثبتت النتائج أن هذا التوجه مثل استجابة ضرورية وفورية للضغوط المالية، لكنه يظل حلاً مؤقتاً لا يغني عن الإصلاحات الهيكلية. كما أبرزت الدراسة ما يلي:
- **نتائج الفرضيات:** تأكدت صحة الفرضية القائلة بأن التيسير الكمي ساهم في التخفيف من حدة الاختلالات المالية الظرفية على المدى القصير عبر توفير تمويل استثنائي للخزينة.
 - **التحديات:** أظهرت الدراسة الآثار غير المباشرة للتوسع النقدي على التضخم، السيولة، وفعالية السياسة النقدية التقليدية.

- **آفاق البحث:** تبرز الحاجة إلى دراسات مستقبلية تتناول الأثر طويل الأجل للتيسير الكمي على النمو والتشغيل، وإجراء مقارنات دولية مع تجارب مشابهة في الاقتصادات الريعية، بالإضافة إلى تقييم دور الحوكمة وكفاءة المؤسسات.
- **الخلاصة:** تؤكد الدراسة أن تحقيق استدامة مالية حقيقية يتطلب مقارنة شمولية تربط بين الإصلاح المالي والهيكلية وتحديث النظم الضريبية وسوق الدين الداخلي، بدلاً من الاعتماد المستمر على الحلول النقدية الاستثنائية.

الفصل الأول

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي لسياسة التيسير الكمي

تمهيد

عرفت السياسات النقدية خلال العقود الأخيرة تحولات عميقة فرضتها التغيرات البنوية في الاقتصاد العالمي، ولاسيما تواتر الأزمات المالية واتساع نطاقها وتأثيراتها العابرة للحدود، الأمر الذي كشف محدودية الأدوات النقدية التقليدية، وعلى رأسها سعر الفائدة وعمليات السوق المفتوحة، في تحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي. وفي هذا السياق، برزت سياسة التيسير الكمي كخيار نقدي غير تقليدي تبنته العديد من البنوك المركزية الكبرى لمواجهة حالات الركود العميق، والانكماش، ومصيدة السيولة، من خلال التوسع في القاعدة النقدية والتدخل المباشر في الأسواق المالية.

وانطلاقاً من ذلك، يهدف هذا الفصل إلى تقديم الإطار المفاهيمي والنظري لسياسة التيسير الكمي، باعتبارها إحدى أهم الابتكارات الحديثة في مجال السياسة النقدية. ويتناول الفصل ماهية التيسير الكمي من حيث مفهومه، خصائصه، وأهدافه، مع إبراز دوافع اللجوء إليه في الظروف الاستثنائية التي تقف فيها السياسة النقدية التقليدية فعاليتها. كما يعرض الفصل الآثار الاقتصادية المترتبة عن تطبيق هذه السياسة على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، مثل التضخم، أسعار الفائدة، عرض النقد، وأسعار الصرف، إلى جانب توضيح علاقته ببعض الأدوات النقدية الأخرى. ويختتم الفصل باستعراض أهم التجارب الدولية في تطبيق سياسة التيسير الكمي، قصد استخلاص الأسس النظرية والمنهجية التي تمهد للتحليل التطبيقي في الفصول اللاحقة من هذه الأطروحة.

المبحث الأول: ماهية أداة التيسير الكمي

تعدّ أداة التيسير الكمي إحدى الأدوات غير التقليدية لسياسة النقدية التي لجأت إليها البنوك المركزية في أعقاب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، وذلك في ظل بلوغ أسعار الفائدة الرسمية حدودها الدنيا، واقتربها من المستوى الصفري، مما حدّ من فعالية الأدوات النقدية التقليدية. ومن الناحية العملية، يمثّل التيسير الكمي إجراء استثنائياً تقوم بموجبه البنوك المركزية بتوسيع ميزانياتها العمومية إلى ما يتجاوز مستوياتها الاعتيادية، من خلال تنفيذ برامج ممنهجة لشراء الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، ولاسيما السندات الحكومية أو تلك المدعومة من قبلها، من الأسواق الثانوية مقابل ضخ احتياطيّات إضافية في الجهاز المصرفي. ويهدف هذا التدخل إلى تقليص المعروض من الأوراق الحكومية طويلة الأجل في السوق، والضغط نزولاً على أسعار الفائدة طويلة الأجل، بما يدفع المستثمرين إلى إعادة توجيه محافظهم نحو الأصول ذات المخاطر الأعلى، الأمر الذي يسهم في تخفيف القيود المالية وتحفيز النشاط الاقتصادي. وانطلاقاً من ذلك، يسعى هذا المبحث إلى الإحاطة بمختلف جوانب سياسة التيسير الكمي من خلال تناول العناصر الآتية:

المطلب الأول: مفهوم التيسير الكمي.

التيسير الكمي هو عبارة عن سياسة نقدية يقوم بموجبها البنك المركزي بزيادة حجم مركزه المالي ليتمكن من زيادة حجم الأموال المخصصة للإقراض عبر إصدار كمية نقدية جديدة، حيث يقوم البنك المركزي باستخدام هذه النقود الجديدة لشراء الأصول من البنوك الأخرى أو من الخزينة العامة، ما يزيد من السيولة لدى تلك المصارف و/ أو الخزينة العامة، فتصبح البنوك بذلك قادرة على إعطاء المزيد من القروض للراغبين بذلك، وتصبح الخزينة العامة قادرة على تمويل نفقاتها¹.

تُتيح هذه السياسة للبنك المركزي التدخل المباشر في الأسواق المالية من خلال شراء الأوراق المالية من مؤسسات مالية محددة مسبقاً، أو اقتناء السندات الحكومية، وذلك عبر إصدار كتلة نقدية تتجاوز المستوى الذي يعكس الدخل الحقيقي أو المقابلات النقدية القائمة في الاقتصاد. ويهدف هذا الإجراء إلى مواجهة حالات الانكماش الاقتصادي، ودعم معدلات النمو، إلى جانب توفير مصدر تمويل للخزينة العامة عبر خلق طلب مستمر على سنداتها. ومن خلال تيسير شروط الحصول على الائتمان، تتجه معدلات الفائدة نحو الانخفاض، مما يؤدي إلى توسيع حجم القروض الاستهلاكية والاستثمارية، وبالتالي زيادة الطلب الكلي على السلع والخدمات. ويسهم هذا المسار في تحفيز النشاط الاقتصادي وخلق فرص عمل جديدة، بما يدعم مسار الانتعاش الاقتصادي.

ترجع نشأة أداة، أو سياسة، التيسير الكمي إلى فترة الكساد الكبير الممتدة بين سنتي 1929 و1933، حيث جرى تطبيقها لأول مرة سنة 1932 في الولايات المتحدة الأمريكية خلال إدارة الرئيس فرانكلين روزفلت. وقد تمثل هذا التوجه في إصدار كتلة نقدية غير مغطاة بمقابلات حقيقية في جانب الخصوم من ميزانية الاحتياطي الفيدرالي، بهدف ضخ السيولة في الاقتصاد الأمريكي والحد من حالة الذعر المصرفي الناتجة عن السحوبات المكثفة للودائع من قبل الأعوان الاقتصاديين. ويُعدّ هذا الإجراء سابقة في التاريخ الاقتصادي الحديث، إذ جاء متزامناً مع التخلي عن نظام الصرف القائم على الذهب سنة 1932، والانتقال نحو نظام الإصدار النقدي الحر، الذي يقوم على مرونة عرض الكتلة النقدية دون التقيد بقيود مادية صارمة. ورغم هذا الظهور المبكر للتيسير الكمي، فإن بعض الاقتصاديين يرون أن اعتماده كأداة غير تقليدية للسياسة النقدية على نطاق واسع لم يتبلور إلا لاحقاً، خاصة مع توسع لجوء البنوك المركزية إليه عقب انفجار فقاعة الإنترنت في مطلع الألفية الثالثة، وما تلاها من أزمات مالية واقتصادية.

ومن أمثلة استخدام هذه السياسة قيام البنك المركزي الياباني بزيادة احتياطياته من 5 تريليون ين إلى 25 تريليون ين بين عامي 2001 و 2006، حيث شرع هذا البنك الياباني في استخدام سياسة التسهيل الكمي في محاولة لتحفيز اقتصاد البلد الذي عانى من الركود، ولقد استخدم الاحتياطي الفدرالي هذه

¹ قدي عبد المجيد، الموازنة العمة للدولة والسياسات الاقتصادية، مناهج، تجديد وتحديات معاصرة، النشر الجامعي الجديد، الجزائر 2022، ص

السياسة لشراء الديون والسندات السيادية وغيرها من الأصول مقابل ضخ سيولة، وعلى الرغم من أن اليابان استخدمت برنامج التسهيل الكمي قبل أمريكا، فإن برنامج "التسهيل الكمي الأمريكي" الذي أطلقه الاحتياطي الفيدرالي عام 2009 بنسخته الأولى ثم الثانية في نوفمبر 2010، والثالثة في سبتمبر 2012 يعد الأشهر والأكثر تأثيراً، حيث تعتبر الولايات المتحدة من الدول التي لجأت إليه على نطاق واسع منذ ركود سنة 2008، وحتى البنك المركزي الأوروبي قام بذلك في عام 2015، على الرغم من القوانين التي تحظر التمويل المباشر للديون الحكومية من قبل البنك المركزي الأوروبي.

كما يمكن أن يكون التيسير الكمي موجهاً للخزينة العامة، حيث تقوم البنوك المركزية بشراء الأوراق المالية الحكومية، وذلك بغرض توفير تمويل للخزينة العامة، والتي تصل إلى ضائقة العجز -النفقات أكثر من الإيرادات التي كانت تعتمد في تمويلها على مصادر تقليدية تتمثل في الموارد الجبائية، الدين الداخلي.

1. تعريف التيسير الكمي:

يمكن تقديم عدة تعريفات لسياسة التيسير الكمي، باعتبارها من أحدث الابتكارات في مجال السياسة النقدية، إذ شهد هذا المفهوم انتشاراً واسعاً في الأوساط الاقتصادية والإعلامية عقب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008. وقد تنوعت المقاربات التعريفية التي سعت إلى ضبط هذا المصطلح وتحديد أبعاده بدقة، ومن بين أبرز هذه التعريفات ما يلي:

- التيسير الكمي سياسة نقدية غير تقليدية يتم من خلالها شراء الموجودات المالية من طرف البنوك المركزية لزيادة التدفقات المالية إلى الاقتصاد بهدف المحافظة على معدلات فائدة في السوق عند المستوى المحدد والمستهدف¹.

- التيسير الكمي هو أداة نقدية غير تقليدية تعتمد البنوك المركزية لتحفيز النشاط الاقتصادي الوطني عندما تغشل السياسة النقدية التقليدية في تحقيق أهدافها.²

- التيسير الكمي شكل غير تقليدي للسياسة النقدية يقوم فيه البنك المركزي بخلق النقود إلكترونياً لشراء أصول مالية كالسندات الحكومية، وتهدف هذه العملية إلى إحداث زيادة مباشرة في إنفاق القطاع الخاص، وإعادة التضخم إلى مستوياته المستهدفة.

- التيسير الكمي هو ممارسة يقوم بها البنك المركزي عند محاولته للحد من تأثير الركود الاقتصادي على الأنشطة الاقتصادية الحقيقية عن طريق إصدار فائض من النقود؛ إصدار كمية جديدة من النقود وطرحها في الاقتصاد دون مقابل.

¹ عبد العزيز شويش عبد الحميد بشرى عبد الباري احمد التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 4 العدد 2، 2014، ص 125.

² Ásgeirsdóttir Katla, Quantitative Easing: Economic and Financial Effects of an Unconventional Monetary, Master Thesis, Copenhagen Business School, Denmark, 2014, p :8.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن سياسة التيسير الكمي هي سياسة نقدية غير تقليدية تعتمد على البنوك المركزية في الظروف الاقتصادية الاستثنائية، خاصة عند عجز أدوات السياسة النقدية التقليدية - كخفض أسعار الفائدة - عن تحقيق أهداف الاستقرار الاقتصادي والنقدي. وتقوم هذه السياسة على إصدار أو خلق نقود بكميات كبيرة وضخها في الاقتصاد من خلال شراء الأصول المالية، لاسيما السندات الحكومية والأوراق المالية، بهدف زيادة السيولة المتداولة، وتحفيز الائتمان والإنفاق والاستثمار، ودعم النشاط الاقتصادي الحقيقي، والحد من آثار الركود والانكماش، مع السعي إلى إعادة معدلات التضخم والنمو إلى المستويات المستهدفة.

المطلب الثاني: خصائص، أهداف التيسير الكمي وتأثيره على بعض المتغيرات الاقتصادية.

للتيسير الكمي خصائص تميزه عن باقي أدوات السياسة النقدية تؤهله لتحقيق الأهداف المسطرة مسبقاً وإحداث تغيرات في المتغيرات الاقتصادية.

1. خصائص التيسير الكمي.

نبرز أهم ملامح التيسير الكمي على النحو التالي:¹

- يُعد التيسير الكمي سياسة طويلة الأجل تتضمن استخدام مجموعة من الأدوات، وليس أداة واحدة كما ورد في بعض التعريفات.
- يتم اللجوء إلى التيسير الكمي في الحالات الاستثنائية والصعبة، مثل الأزمات المالية والاقتصادية، كما حدث بعد أزمة 2008، حيث شملت الأصول المالية المستخدمة سندات حكومية وسندات خاصة مثل السندات المدعومة بالرهون العقارية وديون المؤسسات المالية.
- بعد تخفيض معدلات الفائدة كخطوة مرحلية، يعمل التيسير الكمي على التدخل في السوق المالية، بهدف دعم مؤشرات الاقتصاد الكلي وتحفيز النمو الاقتصادي، وهو الهدف النهائي للسياسة.

2. الجوانب السلبية في التيسير الكمي²

قد يؤدي شراء السندات بكميات كبيرة وغير مدروسة ضمن إطار التيسير الكمي إلى ارتفاع أسعار السلع، ويترتب على ذلك فقدان العملة لقيمتها الحقيقية نتيجة زيادة المعروض النقدي وحدوث التضخم. ويظهر هذا التأثير بوضوح في الاقتصادات الكبرى مثل الولايات المتحدة، حيث يمتد أثر التيسير الكمي إلى الاقتصاد العالمي، ليشمل بشكل مباشر أسعار السلع الأساسية مثل الغذاء والنفط والذهب، مما يؤثر بدوره على جميع القطاعات الاقتصادية.

¹ فارس دبا، أثر اجراءات التيسير الكمي للولايات المتحدة في الأسواق الناشئة، رسالة ماجستير في العلاقات الاقتصادية الدولية - الدولية، جامعة -جامعة حلب 2018 ص 18.

² عبد العزيز شويش عبد الحميد وبشرى عبد الباري، التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية، كلية الإدارة والاقتصاد، تكريت، العراق، مجلة كركوك للعلوم إدارية والاقتصادية، المجلد 4 العدد 2، 2014، ص 135.

كما أن التيسير الكمي يضعف قيمة العملة الوطنية، مثل الدولار، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الموارد الأساسية التي تتم معظم التعاملات المالية بها، ويزيد العبء على الاقتصاد، خصوصا إذا لم يكن قد تعافى بشكل كامل من الأزمة الاقتصادية السابقة.

علاوة على ذلك، فإن الإفراط في الاعتماد على التيسير الكمي قد يضعف ثقة المستثمرين والمستهلكين في الاقتصاد، وقد يؤدي ذلك إلى آثار عكسية تشمل تباطؤ الاستثمارات، تقلب الأسواق المالية، وزيادة الضغوط التضخمية، مما يقلل من فعالية السياسة النقدية نفسها.

3. أهداف (دوافع) سياسة التيسير الكمي:

تباينت دوافع تبني التيسير الكمي بين البنوك المركزية حسب السياق الاقتصادي لكل دولة والأهداف المرجوة من السياسة النقدية. فمن جهة، لجأت بعض البنوك المركزية التي تجاوزت أسعار فائدها الأساسية مستوى الصفر إلى شراء الأصول بهدف تحسين أداء أسواق السندات، كما هو الحال في الهند وجنوب إفريقيا والفلبين. ومن جهة أخرى، استخدمت البنوك المركزية التي اقتربت أسعار فائدها الأساسية من "النطاق الأدنى الصفري"، مثل شيلي وبولندا والمجر، التيسير الكمي كأداة للتخفيف من شدة الأوضاع المالية وتقديم دفعة نقدية تحفيزية إضافية لدعم النشاط الاقتصادي.

أما فئة الثالثة من البنوك المركزية، فكان هدفها من التيسير الكمي التخفيف المؤقت لضغوط التمويل التي تواجهها الحكومة، لا سيما في سياق الأزمات غير المسبوقة مثل جائحة كوفيد-19، كما جرى في غانا وغواتيمالا وإندونيسيا والفلبين. وتبرز هذه الأمثلة التنوع الواضح في استراتيجيات التيسير الكمي، ما يعكس مرونة هذه السياسة وقدرتها على التكيف مع الظروف الاقتصادية المختلفة والأولويات الوطنية لكل دولة.¹

عندما يشهد الناتج المحلي الإجمالي نموا بطيئا، يلجأ البنك المركزي إلى زيادة المعروض النقدي وخفض سعر الفائدة لتحفيز النشاط الاقتصادي. فأسعار الفائدة المنخفضة تشجع المستثمرين على ضخ المزيد من الأموال في الاقتصاد، مما يدعم الاستثمارات والاستهلاك. وعندما تقترب أسعار الفائدة من مستوى الصفر، ولا تزال الحاجة قائمة لاتخاذ إجراءات إضافية لدعم الاقتصاد، يلجأ البنك المركزي إلى تطبيق سياسة التيسير الكمي.

وتقوم هذه السياسة على طباعة النقود وشراء السندات الحكومية، والمعروفة أيضا باسم سندات الخزينة. وبذلك يحصل حاملو هذه السندات على سيولة نقدية مباشرة، بينما تضيف هذه السندات إلى ميزانية البنك المركزي كأصول. وتتمثل النتيجة النهائية للتيسير الكمي في زيادة السيولة في النظام المالي، دعم النشاط الاقتصادي، وتحفيز مؤشرات الاقتصاد الكلي، لا سيما النمو والاستثمار.

¹ قدي عبد المجيد، الموازنة العمة للدولة والسياسات الاقتصادية، مناهج، تجديد وتحديات معاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 369.

ويمكن تلخيص أهم ملامح سياسة التيسير الكمي فيما يلي¹:

1.3. التأثير في معدل الفائدة طويل الأجل:

قيام البنوك المركزية بشراء الأصول طويلة الأجل بسبب انخفاض المعروض منها من قبل المستثمرين، إذا افترضنا ثبات الطلب المتزايد عليها من خلال سياسة التيسير الكمي، مما يساهم في ارتفاع أسعار الأصول طويلة الأجل وانخفاض معدلات الفائدة طويلة الأجل.

2.3. التقليل من مخاطر أسعار السندات:

تتأثر أسعار السندات بدرجة كبيرة بتقلبات أسعار الفائدة، ويزداد هذا التأثير كلما طالت مدة استحقاق السند. وعليه، يُعدّ الحدّ من هذه المخاطر أحد الاعتبارات الأساسية لبرامج التيسير الكمي، ولا سيما فيما يتعلق بالسندات السيادية، لما لها من دور محوري في تحسين عوائد السندات التجارية والاستثمارية. ويسهم ذلك في تعزيز ثقة المستثمرين، وتشجيعهم على تداول هذه الأدوات المالية، بما يؤدي إلى توفير مستوى ملائم من السيولة داخل السوق المالية.

3.3. تحييد الإفلاس وعدم الوفاء بالالتزامات المالية:

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

4. أثر التيسير الكمي على بعض المتغيرات الاقتصادية:

يؤثر التيسير الكمي بصفة فعالة على أهم المتغيرات الاقتصادية ونذكر منها²:

1.4. أثر التيسير الكمي على التضخم:

يسبب التيسير الكمي ارتفاع معدلات التضخم أكثر مما هو مرغوب فيه إذا تمت المبالغة في تقدير المبلغ المطلوب للتيسير ويتم صك نقود أكثر من اللازم، ومن ناحية أخرى، يمكن أن يفشل إذا كانت المصارف لا تزال مترددة في منح القروض إلى الشركات الصغيرة والأسر من أجل تحفيز الطلب، ويمكن للتيسير الكمي أن يخفف بفعالية عملية تخفيض المديونية كما يخفض العائدات ولكن في سياق الاقتصاد العالمي،

¹ العشي وليد، صديقي أحمد، تجربة التيسير الكمي في الجزائر، مجلة اقتصاديات المال والاعمال . JFBE - ، العدد 6 ، جوان 2018 ، ص 256-257.

² عبد العزيز شويش عبد الحميد وبشرى عبد الباري، التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية، كلية الإدارة والاقتصاد، تكريت، العراق، مجلة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 4 العدد 2، 2014، ص 134-135.

قد تساهم معدلات الفائدة المنخفضة في استمرار الاحتفاظ بالموجودات في الاقتصاديات الأخرى. ومن المعلوم في الأدبيات الاقتصادية إن الزيادة في المعروض النقدي لها تأثير تضخمي كما يتضح من الزيادة في المعدل السنوي للتضخم، وهناك ثغرة زمنية بين النمو النقدي والتضخم، ويمكن بناء الضغوط التضخمية المرتبطة بالنمو النقدي من التيسير الكمي قبل أن يعمل البنك المركزي على مواجهتها، ويتم تخفيف المخاطر التضخمية إذا كان النمو الاقتصادي 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، 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 تماما 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.

إن زيادة 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 تقليل معدلات العائد الحقيقية.

إن بعض المراقبين يعتقدون إن مشتريات البنك المركزي من الموجودات المالية (في نطاق عملية التسهيل الكمي) سيؤدي إلى تنشيط وتوسيع عمليات الإقراض التي ستقوم بها البنوك التجارية وهذا ما يحفز الاستهلاك و/أو الاستثمار، لاسيما إذا كان الاقتصاد يتعافى (لأسباب أخرى) غير التيسير الكمي، إن هذا سيؤدي بالنتيجة إلى التضخم.

2.4. أثر التسهيل الكمي في سعر الفائدة

في العادة، ينفذ البنك المركزي السياسة النقدية برفع أو خفض معدل الفائدة المستهدف من أجل التحكم بأسعار الفائدة بين البنوك. وعموما، يحقق البنك المركزي معدل الفائدة المستهدف في الأساس من خلال عمليات السوق المفتوحة، حيث يقوم البنك المركزي بشراء أو بيع السندات الحكومية قصيرة الأجل 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 بدوره يؤثر على معدلات الفائدة بين البنوك.

إذا كان معدل الفائدة الاسمية عند صفر أو قريب منه، فلا يمكن للبنك المركزي أن يجعله أقل من ذلك، ويمكن أن تحدث هذه الحالة ما يُسمى بفخ السيولة، على سبيل المثال خلال الانكماش الاقتصادي أو عندما يكون التضخم منخفض جدا، وفي هذه الحالة، فإن البنك المركزي قد يستخدم التسهيل الكمي لشراء

كمية محددة من السندات أو الموجودات الأخرى من المؤسسات المالية بصرف 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 (السبيل الوحيد الباقي) لتنشيط الاقتصاد.

ويمكن تنفيذ التسهيل الكمي، والسياسة النقدية بشكل عام فقط، إذا سيطر البنك المركزي على العملة المستخدمة.

3.4. أثر التيسير الكمي في عرض النقد:

إن عرض النقد يتألف من النقد في التداول والحسابات الجارية وحسابات التوفير لدى الجهاز المصرفي ولأن التيسير الكمي يصب أساسا في الموجود النقدي للجهاز المصرفي فإن أثره مباشر على عرض النقد وإن عرض النقد يزداد فور إطلاق خطط التسهيل الكمي وتنفيذها.

4.4. أثر التيسير الكمي في أسعار الصرف:

يسهم التيسير الكمي في التأثير على أسعار الصرف من خلال زيادة المعروض النقدي، الأمر الذي يؤدي غالبًا إلى انخفاض قيمة العملة المحلية. وتنعكس هذه الآثار بصورة إيجابية على المصدرين في الدولة التي تعتمد هذه السياسة، إذ تصبح صادراتهم أكثر تنافسية في الأسواق الخارجية نتيجة انخفاض أسعارها نسبياً، كما يستفيد المدينون المقترضون بهذه العملة لأن تراجع قيمتها الحقيقية يخفف من عبء ديونهم. في المقابل، يترتب عن انخفاض قيمة العملة آثار سلبية على الدائنين وحائزي الأصول النقدية، بسبب تراجع القوة الشرائية والقيمة الحقيقية لما يمتلكونه من أرصدة مالية. كذلك، يتضرر المستوردون نتيجة ارتفاع تكاليف السلع والخدمات المستوردة بفعل انخفاض سعر صرف العملة المحلية.

ومن جهة أخرى، قد تتجه البنوك والمؤسسات المالية إلى توظيف السيولة الجديدة الناتجة عن التيسير الكمي في الاستثمار بالأسواق الناشئة أو في أسواق السلع والأصول الأجنبية، بدلاً من توجيهها إلى تمويل الشركات المحلية، خاصة في الحالات التي تواجه فيها هذه الشركات صعوبات ائتمانية أو ضعفاً في الطلب على القروض.

إن زيادة مؤثرات التضخم التي هي أحد أهداف التيسير الكمي وأحد نتائجه ستعكس على أسعار صرف العملات التي هي النتيجة الطبيعية للتضخم.

المطلب الثالث: علاقات التيسير الكمي ببعض الأدوات النقدية الأخرى وأثره على المتغيرات الاقتصادية.

1. العلاقة بين التيسير الكمي وعمليات السوق المفتوحة والمقارنة بينهما:

يُعدّ التيسير الكمي قريبا في أحد جوانبه من عمليات السوق المفتوحة، إذ يقوم جوهر هاتين الأدوات على تدخل البنك المركزي في السوق المالية من خلال شراء الأوراق المالية بمختلف أنواعها. وكما هو الحال في عمليات السوق المفتوحة، يتضمن التيسير الكمي آلية مماثلة، غير أنه في بعض الحالات يتركز على

فئات محددة من الأوراق المالية، كالأوراق المالية المضمونة برهون عقارية، وذلك لكونها كانت سببا رئيسيا في تقادم أزمة السيولة لدى المصارف الحائزة لها. وبناء عليه، تتقاطع الأدوات من حيث أسلوب التدخل في الأسواق المالية، وكذلك من حيث الأثر المستهدف وآلية تحقيقه.

يمكن إبراز أهم الفروقات بين عمليات السوق المفتوحة وبرامج التيسير الكمي من خلال النقاط الآتية:

- تفوق القيمة المالية لبرامج التيسير الكمي بكثير حجم عمليات السوق المفتوحة، إذ تُنفذ هذه الأخيرة عادة خلال فترات زمنية قصيرة لا تتجاوز بضعة أسابيع أو أشهر، في حين تمتد برامج التيسير الكمي على مدى زمني أطول قد يصل إلى عدة سنوات؛¹

- تُستخدم عمليات السوق المفتوحة في الظروف الاقتصادية العادية بهدف التأثير المحدود في أسعار الفائدة قصيرة الأجل، بينما يُلجأ إلى سياسة التيسير الكمي في فترات الأزمات المالية، لاسيما عندما تبلغ أسعار الفائدة قصيرة الأجل مستويات قريبة من الصفر أو تصبح صفرية (حالة مصيدة السيولة)، وذلك بغرض تحفيز الطلب الكلي ودعم النشاط الاقتصادي.

- يقتصر تدخل البنك المركزي في إطار عمليات السوق المفتوحة على شراء سندات الخزينة قصيرة الأجل، في حين تشمل برامج التيسير الكمي اقتناء أوراق مالية طويلة الأجل، مثل السندات الحكومية والأوراق المالية المضمونة برهون عقارية، ويتم ذلك بشكل متواصل ولمدد زمنية طويلة.

- نظرا لكون أسعار الفائدة طويلة الأجل عادة ما تكون أعلى من نظيرتها قصيرة الأجل، فإن التيسير الكمي يتيح خفض المعدلات طويلة الأجل حتى في الحالات التي تكون فيها المعدلات قصيرة الأجل منخفضة، وهو ما تعجز عمليات السوق المفتوحة التقليدية عن تحقيقه.

- رغم أن الهدف النهائي لكلا السياستين يتمثل في تحفيز النشاط الاقتصادي وتحقيق استقرار معدلات التضخم، إلا أن الهدف الوسيط يختلف؛ إذ تركز عمليات السوق المفتوحة على التحكم في أسعار الفائدة، بينما تستهدف سياسة التيسير الكمي التأثير المباشر في حجم الكتلة النقدية.

2. العلاقة بين التيسير الكمي والإصدار النقدي والمقارنة بينهما:

يختلف التيسير الكمي عن سياسة إصدار النقود أو ما يُعرف اصطلاحا بـ «طباعة النقود»، إذ تُستخدم السيولة التي يضخها البنك المركزي في إطار التيسير الكمي لشراء السندات الحكومية أو أصول مالية أخرى من السوق، في حين يُقصد بطباعة النقود عادة تمويل العجز المالي الحكومي أو سداد الدين العام بشكل مباشر، وهي الممارسة المعروفة بتسييل الدين الحكومي. ويكمن جوهر التمييز بين السياستين في

¹ . العشي وليد، تقييم فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بعد الازمة المالية 2008، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة احمد دراية، اندار، الجزائر، 2021، ص 123.

أن التيسير الكمي يهدف إلى تنشيط الاقتصاد ودعم الاستقرار المالي، وليس إلى تمويل الإنفاق الحكومي، وهو فرق جوهري بين الممارستين.

وتهدف البنوك المركزية من خلال برامج التيسير الكمي إلى الحفاظ على معدلات الفائدة المستهدفة ودعم عمل الأسواق المالية، وهي سياسة يُلجأ إليها غالباً في فترات الأزمات عندما تصبح أدوات السياسة النقدية التقليدية غير فعالة. وقد برز ذلك بوضوح عقب الصدمة غير المسبوقة التي أحدثتها جائحة كوفيد-19، والتي تسببت في انكماش اقتصادي عالمي قُدِّر بنحو 3.3% سنة 2020، ما دفع العديد من البنوك المركزية في الاقتصادات الصاعدة إلى التدخل السريع عبر حزمة من الأدوات غير التقليدية، من بينها إطلاق برامج التيسير الكمي أو ما يُعرف رسمياً ببرامج شراء الأصول، حيث أقدم نحو عشرين بنكاً مركزياً على شراء ديون حكومية وخاصة بهدف تخفيف الضغوط وضمان استمرارية عمل الأسواق¹.

ورغم شيوع استخدام مصطلح «طباعة النقود» في وصف التيسير الكمي من قبل بعض وسائل الإعلام والمحليين، فإن المصارف المركزية تؤكد أن طبيعة استخدام النقود المُصدرة حديثاً في إطار التيسير الكمي تختلف جذرياً، إذ يتم توظيفها لشراء أصول مالية من السوق الثانوية، وليس لتمويل مباشر للحكومات. وتمنع القوانين في معظم الدول المتقدمة، كالولايات المتحدة والمملكة المتحدة واليابان ودول الاتحاد الأوروبي، البنوك المركزية من شراء الديون الحكومية مباشرة من الخزينة العامة، ما يفرض تنفيذ العملية عبر مرحلتين: إصدار السندات من قبل الحكومة للقطاع الخاص، ثم قيام البنك المركزي بشرائها من السوق الثانوية.

ويُميز العديد من المحللين بين التيسير الكمي وتنقيد الديون، حيث يتمثل الفارق الجوهري في نية البنك المركزي وأهدافه المعلنة؛ فالتيسير الكمي يظل أداة مؤقتة تهدف إلى تحفيز الاقتصاد، مع الالتزام بعكسه عند تحسن الأوضاع الاقتصادية من خلال بيع الأصول المقتناة. أما تنقيد الديون فيُفترض حدوثه عندما يواصل البنك المركزي شراء السندات الحكومية رغم تجاوز التضخم للمستويات المستهدفة ومع وجود صعوبات حكومية في التمويل.

وفي هذا السياق، أشار **بن برنانكي** (Ben Bernanke) اقتصادي أمريكي ورئيس سابق لمجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي خلال الفترة 2006-2014، يُعد من أبرز المنظرين لسياسات التيسير الكمي والأدوات النقدية غير التقليدية، وقد لعب دوراً محورياً في إدارة السياسة النقدية الأمريكية خلال الأزمة المالية العالمية لسنة 2008) سنة 2002 إلى امتلاك الحكومة الأمريكية أدوات تمكّنها من مواجهة الانكماش الاقتصادي ومعدلات الفائدة الصفرية عبر شراء أصول مالية محددة، دون اللجوء إلى توزيع مباشر للنقود، وهو ما يُعد جوهر سياسة

¹ عبد العزيز شويش عبد الحميد وبشرى عبد الباري، التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية، كلية الإدارة والاقتصاد، تكريت، العراق، مجلة كركوك للعلوم إدارية واقتصادية ص 131-132. مرجع سابق ذكره.

التيسير الكمي. وقد عكست هذه التصريحات استعداد البنوك المركزية لاستخدام أدوات غير تقليدية لمنع الانكماش، ما أثار جدلاً واسعاً دفع بعض النقاد إلى وصف هذه السياسات بـ "طباعة النقود".

كما ذهب بعض المسؤولين، مثل ريتشارد فيشر، إلى اعتبار التيسير الكمي شكلاً من أشكال تنقيح الدين، في حين رأى اقتصاديون آخرون، من بينهم روبرت ماكتيير، أن طباعة النقود خلال فترات الركود ليست إشكالية بحد ذاتها، مؤكداً أن التيسير الكمي لا يختلف عن السياسة النقدية التقليدية إلا من حيث الحجم ونطاق التدخل.

المبحث الثاني: أهم التجارب الدولية في تطبيق سياسة التيسير الكمي

شهد العالم خلال الفترة الممتدة بين عامي 2007 و2008 أزمة مالية عالمية حادة، تُعدّ الأعمق منذ أزمة الكساد الكبير في ثلاثينيات القرن الماضي. وقد انطلقت هذه الأزمة من سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، قبل أن تتطور سريعاً إلى أزمة اقتصادية ومالية شاملة ذات امتدادات دولية. وأسفرت هذه الأزمة عن اضطرابات واسعة تمثلت في شح الائتمان، وانهايار عدد من المؤسسات الاقتصادية الكبرى، وتراجع مستويات الطلب، وارتفاع معدلات التعثر في السداد، إلى جانب تسريح أعداد كبيرة من العمال. وعلى الرغم من اختلاف حدة الركود من دولة إلى أخرى، فإن معظم الاقتصادات العالمية عرفت تباطؤاً ملحوظاً نتيجة تقلص التمويل وانخفاض حجم التجارة الدولية.

وفي مواجهة هذه الأوضاع، بادرت الحكومات إلى اعتماد برامج تحفيزية شملت تقديم الدعم المالي وإنقاذ المؤسسات المتعثرة، في حين عمدت البنوك المركزية إلى تخفيض أسعار الفائدة الأساسية بشكل كبير في محاولة لتفعيل أدوات السياسة النقدية التقليدية. غير أن استمرار الاضطرابات في الأسواق المالية، ووصول أسعار الفائدة قصيرة الأجل إلى مستويات قريبة من الصفر، قلّص من فعالية هذه الأدوات، ما استدعى البحث عن بدائل غير تقليدية.

وفي هذا السياق، اتجهت البنوك المركزية الكبرى، وعلى رأسها الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، وبنك اليابان، وبنك إنجلترا، والبنك المركزي الأوروبي، إلى تبني سياسة التيسير الكمي كأداة نقدية غير تقليدية، بهدف استعادة الاستقرار المالي، ودعم النشاط الاقتصادي الحقيقي، ودفع معدلات التضخم نحو مستوياتها المستهدفة. وامتداداً لهذه التجارب، لجأت الجزائر بدورها إلى اعتماد سياسة مماثلة عقب أزمة تراجع أسعار النفط سنة 2014.

وسيتناول هذا المبحث عرضاً تحليلياً لأبرز تجارب التيسير الكمي، وذلك من خلال المحاور الآتية:

- تجربة اليابان في توظيف التيسير الكمي لإنعاش الاقتصاد.
- دور التيسير الكمي في الولايات المتحدة كأداة رئيسة لمعالجة تداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

- تجارب التيسير الكمي في كل من المملكة المتحدة والاتحاد الأوروبي.

المطلب الأول: تجربة اليابان في التيسير الكمي لإنعاش الاقتصاد

منذ حصول بنك اليابان على استقلالية موسعة بموجب قانون بنك اليابان الجديد الذي دخل حيز التنفيذ سنة 1998، أصبح البنك يتمتع بقدر أكبر من الاستقلال في إدارة السياسة النقدية وتحقيق استقرار الأسعار، واجه تحديات نقدية واقتصادية معقدة امتدت لسنوات طويلة، رغم انسجام هذا الاستقلال مع المعايير الدولية. وفي ظل الركود المزمن الذي أعقب انفجار فقاعة الأصول في مطلع التسعينيات، وفشل التخفيضات المتتالية لأسعار الفائدة في تحفيز التعافي، ولاحقاً تفاقم الأوضاع بعد انهيار فقاعة تكنولوجيا المعلومات سنة 2001، برزت الحاجة إلى أدوات نقدية غير تقليدية. وفي هذا السياق، كان بنك اليابان أول بنك مركزي رئيسي يعتمد سياسة التيسير الكمي كاستجابة للأزمة بهدف معالجة الركود ودعم النمو الاقتصادي.

1. أسباب استمرار ضعف الاقتصاد الياباني لأكثر من 20 عاماً

واصل الاقتصاد الياباني معاناته من ركود ممتد تجاوز عقدين من الزمن عقب انفجار الفقاعة الاقتصادية في مطلع تسعينيات القرن الماضي. وقد تناولت العديد من الدراسات هذه الظاهرة في محاولة لتفسير أسبابها، حيث أرجعها بعض الباحثين إلى عوامل دورية مرتبطة بتقلبات الدورة الاقتصادية، في حين اعتبر آخرون أن العوامل الهيكلية كانت العامل الحاسم في استمرار هذا الركود. ويمكن إجمال أبرز هذه العوامل فيما يلي:¹

1.1. العوامل المالية: واجه القطاع المالي الياباني مشكلات حادة تمثلت في تفاقم القروض المتعثرة حتى بداية الألفية الثالثة، ما دفع البنوك إلى تشديد شروط الإقراض وتقليص عرض الائتمان. وأسهم ذلك في إضعاف النشاط الاقتصادي وخلق أصول منخفضة الجودة، الأمر الذي أدى إلى حلقة مفرغة من الركود وعدم الاستقرار المالي.

2.1. سياسات البنك المركزي: عقب استقلال بنك اليابان في إدارة السياسة النقدية سنة 1998، انتهج سياسات وُصفت بالحذرة، واعتبرها بعض المحللين عاملاً ساهم في تعميق الضغوط الانكماشية. ورغم محاولات البنك احتواء الركود، فإن الأدوات النقدية التقليدية أثبتت محدودية فعاليتها في دفع النمو الاقتصادي.

3.1. سوق العمل: خلال فترة الطفرة الاقتصادية في الثمانينيات، اعتمدت العديد من القطاعات على العمل الإضافي المكثف، ما أدى إلى تفاقم ظاهرة الوفاة الناتجة عن الإجهاد المهني، والتي تحولت إلى

¹ Wataru Takahashi, **Japanese Monetary Policy: Experience from the Lost Decades**, International Journal of Business, 18(4), 2013, P: 289.

إشكال اجتماعي بارز. وقد ترتب على ذلك فرض قيود قانونية على ساعات العمل في التسعينيات، وهو ما ساهم في تقليص ساعات العمل الفعلية وإبطاء وتيرة النمو.

4.1. العوامل الديموغرافية: واجهت اليابان تحولات ديموغرافية عميقة تمثلت في التسارع الكبير لشيخوخة السكان، ما أدى إلى تقلص حجم القوة العاملة وارتفاع الأعباء الاقتصادية. وقد أشار بنك اليابان إلى أن هذه التغيرات كانت من بين العوامل الرئيسية المغذية للانكماش، الأمر الذي دفع الحكومة إلى الدعوة لإصلاحات هيكلية تهدف إلى توسيع مشاركة المرأة في سوق العمل وتعزيز الابتكار الصناعي.

5.1. تصاعد المنافسة العالمية: تزايدت حدة المنافسة الإقليمية مع تحقيق الاقتصادات الآسيوية، ولاسيما الصين، معدلات نمو مرتفعة في الصناعات منخفضة التكلفة، في حين واجهت الصناعات اليابانية ذات القيمة المضافة العالية منافسة قوية من دول مثل كوريا الجنوبية وتايوان. ورغم الريادة التكنولوجية لليابان، فإن وتيرة الابتكار لم تكن كافية لمواكبة التحولات السريعة، مما أدى إلى تراجع ميزتها التنافسية في ظل تسارع العولمة وانتشار التكنولوجيا التي مكّنت الدول النامية من إنتاج سلع عالية القيمة، خاصة في مجال الإلكترونيات.

ويُستخلص مما سبق أن الركود الياباني كان نتيجة تفاعل معقد بين عوامل دورية وهيكلية، يصعب الفصل بينها بشكل دقيق. وقد شهدت اليابان خلال هذه المرحلة أزمات اقتصادية متلاحقة، أبرزها الأزمة المصرفية لسنة 1997، التي ترتب عليها فرض ما يُعرف بـ «علاوة اليابان» (علاوة اليابان هي الزيادة في أسعار الفائدة أو تكلفة الاقتراض المفروضة على البنوك اليابانية في الأسواق الدولية بسبب ارتفاع *perceived* مخاطرها خلال الأزمة المصرفية اليابانية سنة 1997) على معدلات الإقراض. وأمام هذه التحديات، لجأ بنك اليابان إلى اعتماد سياسات نقدية غير تقليدية، كان من أوائلها تبني سياسة سعر الفائدة الصفري، في محاولة لدعم النمو الاقتصادي وتحقيق الاستقرار المالي.

2. الجولة الأولى من التيسير الكمي (2001-2006) QE1

تم تنفيذ الجولة الأولى خلال فترة محافظي بنك اليابان ماساتاكاهايامي (1998-2003) وتوشيهيكو فوكوي (2003-2008)، وتعدّ بداية استخدام اليابان لأداة التيسير الكمي كسياسة نقدية غير تقليدية.

1.2. نشأة التيسير الكمي: في ربيع عام 1999، اعتمد بنك اليابان سياسة سعر الفائدة الصفري (ZIRP)، إلى جانب خطوات داعمة مثل زيادة رأس المال للبنوك في مارس 1999. أسهمت هذه الإجراءات في تحسن طفيف للاقتصاد الياباني، حيث شهد الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ارتفاعاً في الربع الرابع من العام نفسه، بينما استمر التضخم في المنطقة السلبية لكنه اقترب تدريجياً من مستوى الصفر.

مع هذه المؤشرات الإيجابية، دعا إيكو شينوتسوكا، عضو مجلس سياسة بنك اليابان، إلى رفع أسعار الفائدة لدعم المدخرين. استجاب البنك لهذا التوجه، فأنتهى سياسة ZIRP وزاد سعر الفائدة إلى 0.25% في أغسطس 2000.

2.2. العودة إلى الركود واعتماد التيسير الكمي: استمرت زيادات أسعار الفائدة حتى مارس 2001، لكن سرعان ما تراجع أسعار الأسهم وتجدد الانكماش الاقتصادي، متزامنا مع ركود الولايات المتحدة بعد انفجار فقاعة تكنولوجيا المعلومات. استجابة لذلك، خفّض بنك اليابان سعر الفائدة مجدداً، ولجأ إلى التيسير الكمي كأداة نقدية غير تقليدية، معتمداً على ثلاث ركائز أساسية:

1. ضمان توفر سيولة كافية من خلال أرصدة الحساب الجاري في البنك المركزي.
2. زيادة السيولة لدعم مؤشر أسعار المستهلك الأساسي (CPI) وتحفيز ارتفاعه نحو مستويات إيجابية.
3. شراء الأصول المالية طويلة الأجل، مثل السندات الحكومية اليابانية (JGBs) وأدوات الدين الأخرى، بهدف توفير سيولة إضافية ودعم المؤسسات المالية.

3.2. تنفيذ سياسة التيسير الكمي

أصدر مجلس سياسات بنك اليابان بيانا في 9 مارس 2001 يوضح الطبيعة غير المسبوقة لهذا القرار، مشيراً إلى أن "الظروف الاقتصادية تبرر اعتماد التيسير الكمي بشدة، وهو إجراء من غير المحتمل اتخاذه في الظروف العادية".

خلال الجولة الأولى من التيسير الكمي التي استمرت من مارس 2001 إلى مارس 2006، قام بنك اليابان بشراء ما مجموعه **12 تريليون ين** من الأصول المالية. ونتيجة لذلك:

- توسعت الميزانية العمومية للبنك المركزي من **115.3 تريليون ين** إلى **152.3 تريليون ين**.
- تضمنت المشتريات سندات حكومية يابانية طويلة الأجل (JGBs) وسندات قصيرة الأجل، مثل أدوات الخزنة المعروفة باسم *Tegata*

ويمكن تلخيص سياسة بنك اليابان خلال هذه الفترة في النقاط التالية:

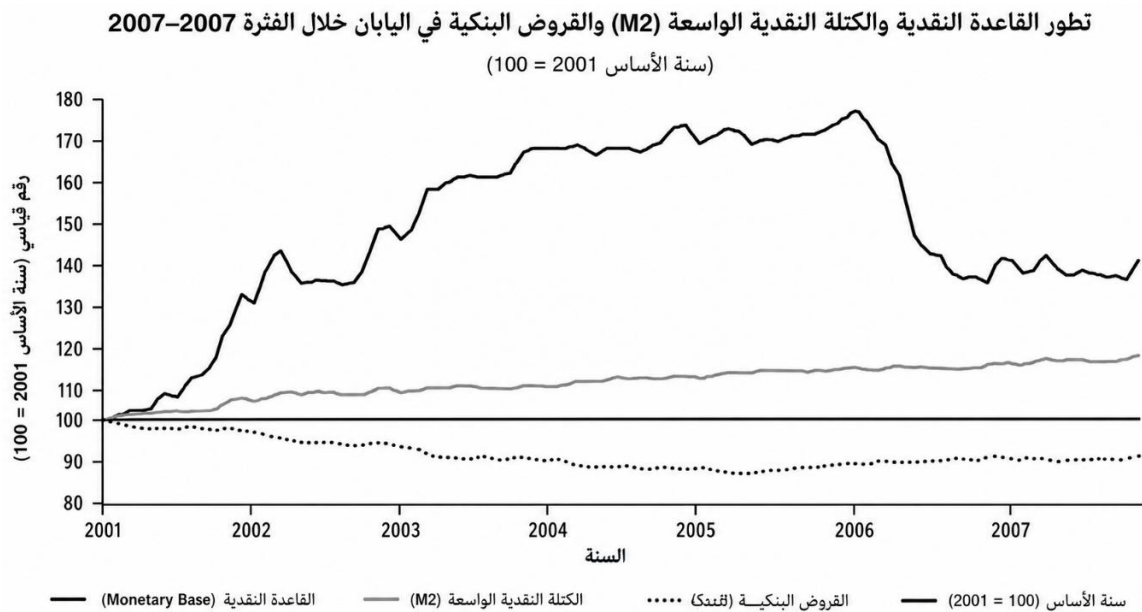
1. خفض سعر الفائدة إلى الصفر تقريبا: حيث وصل إلى 0.001%.
2. توفير احتياطات مالية كبيرة: تم ذلك من خلال استخدام أدوات متنوعة للعمليات النقدية، بما في ذلك زيادة المشتريات المباشرة للسندات الحكومية طويلة الأجل، وتمديد تاريخ استحقاق هذه العمليات النقدية لمدة 10 أشهر في المرحلة الأخيرة من سياسة التيسير الكمي، بهدف ضمان توفير السيولة الكافية للاقتصاد.

3. تبني سياسة "تيسير الائتمان": تضمنت الأصول التي اشتراها البنك الأوراق المالية المدعومة بأصول (ABS) وكذلك الأوراق التجارية المدعومة بأصول (ABCP).

4. التزام بسياسة سعر الفائدة الصفري والتيسير الكمي: تعهد البنك بمواصلة هذه السياسة حتى يتم القضاء على المخاوف من الانكماش الاقتصادي، مع ضمان بقاء مؤشر أسعار المستهلك عند مستوى الصفر أو أعلى.

5. إجراءات غير مسبقة لاستقرار النظام المالي: شملت هذه الإجراءات شراء الأسهم التي تحتفظ بها المؤسسات المالية، بهدف تعزيز استقرار القطاع المالي.

الشكل رقم 01 القاعدة النقدية اليابانية، M2 والإقراض المصرفي خلال الجولة الأولى من التيسير الكمي



Source: John Greenwood, The Japanese Experience with QE and QQE, Cato Journal, Vol 37, No 1, Winter 2017, P:19

3. الجولة الثانية: سياسة التيسير النقدي الشامل (CME) 2010-2013

تمثل الجولة الثانية من التيسير الكمي في اليابان تطبيق سياسة التيسير النقدي الشامل (Comprehensive Monetary Easing - CME)، خلال الفترة من 2010 إلى 2013، في عهد المحافظ ماساكي شيراكاوا 2013-2008.

لفهم هذه الجولة، من المهم الإشارة إلى سياق السياسة النقدية اليابانية خلال الفترة الانتقالية بين الجولة الأولى والثانية (2006-2010)، والتي تأثرت بتداعيات الأزمة المالية العالمية 2008.

1.3. استجابة بنك اليابان للركود الناتج عن الأزمة المالية العالمية :

بعد الانهيار الاقتصادي العالمي الذي بدأ في خريف 2008، وتأزم الأنظمة المالية في الولايات المتحدة وأوروبا، شهد الاقتصاد الياباني تراجعاً حاداً في الصادرات نتيجة انخفاض الطلب العالمي، إلى جانب تراجع الاستثمارات بسبب تدهور أرباح الشركات. كما واجهت اليابان تقلبات قوية في سعر صرف الين، وارتفاعاً ملحوظاً في معدلات التضخم خلال صيف 2008، نتيجة ارتفاع أسعار السلع الأولية، ما زاد الضغط على البنك المركزي لاعتماد سياسات نقدية فعّالة لمواجهة الركود.

رداً على هذه الأوضاع، تبنى بنك اليابان جملة من الإجراءات النقدية الاستثنائية، تمثلت فيما يلي:¹

2.3. إجراءات الجولة الثانية من التيسير النقدي الشامل (CME)

1. تخفيض أسعار الفائدة الأساسية: خفض بنك اليابان سعر الفائدة الرئيسي من 0.5% إلى 0.3% في أكتوبر 2008، ثم إلى 0.1% في ديسمبر من نفس العام.

كما تم تقليص سعر الفائدة على تسهيلات الإقراض التكميلية من 0.75% إلى 0.3%، مع تثبيت الفائدة على الاحتياطات الفائضة عند 0.1%.

2. عمليات ضخ السيولة: في ديسمبر 2009، أطلق البنك المركزي آلية تمويل قصيرة الأجل لمدة ثلاثة أشهر بسعر فائدة ثابت 0.1% مقابل ضمانات بلغت قيمتها 10 تريليون ين، وتم رفع هذا المبلغ في مارس 2010 إلى 20 تريليون ين.

في أوت 2010، تم تقديم تسهيلات تمويلية جديدة لمدة ستة أشهر بقيمة 10 تريليون ين إضافية، ليصل إجمالي السيولة المقدمة إلى 30 تريليون ين.

برنامج شراء الأصول المالية: أطلق البنك المركزي برنامجاً لشراء الأصول بهدف خفض أسعار الفائدة طويلة الأجل وتقليل أقساط المخاطر المالية.

شملت الأصول المستهدفة: الصناديق المشتركة، أدوات الخزنة، الأوراق التجارية (CP)، سندات الشركات، صناديق الاستثمار المتداولة (ETFs)، وصناديق الاستثمار العقاري اليابانية (J-REITs). تم تحديد حجم البرنامج في البداية بـ 35 تريليون ين، مع التخطيط لتحقيق هذا الهدف بحلول نهاية عام 2011.

¹ Sayuri Shirai, **Japan's Monetary Policy in a Challenging Environment**, Speeches at the Bank of Italy and the Eurasia Business and Economics Society Conference Held in Rome, January 11th-12th 2013, P:11-12

3.3. إطار سياسة التيسير النقدي الشامل (CME)

استجابة للأزمة المالية العالمية، لجأت العديد من البنوك المركزية إلى أدوات غير تقليدية لتوفير السيولة ودعم النشاط الاقتصادي، وكان من أبرز هذه الأدوات برامج التيسير الكمي عبر شراء السندات الحكومية على نطاق واسع.

وفي هذا السياق، أعلن بنك اليابان في أكتوبر 2010 عن بدء تنفيذ سياسة التيسير النقدي الشامل (CME)، التي استمرت حتى أبريل 2013. وقد ارتكزت هذه السياسة على شراء مجموعة واسعة من الأصول المالية بهدف دعم الاقتصاد وتهيئة بيئة تمويلية ميسرة.

وتضمنت أبرز ملامح هذه السياسة ما يلي:

- اعتماد سياسة الفائدة الصفرية تقريبا، مع خفض سعر الفائدة الاسمية إلى نطاق يتراوح بين 0% و0.1%

- خفض أسعار الفائدة طويلة الأجل، من خلال شراء سندات الحكومة اليابانية (JGBs)، نظرا لانخفاض أسعار الفائدة قصيرة الأجل إلى مستويات متدنية بالفعل.

- تأثير مباشر على سلوك المستثمرين عبر قنوات متعددة مثل إعادة توازن المحافظ المالية وتأثير الثروة، من خلال برنامج شراء الأصول الذي شمل:

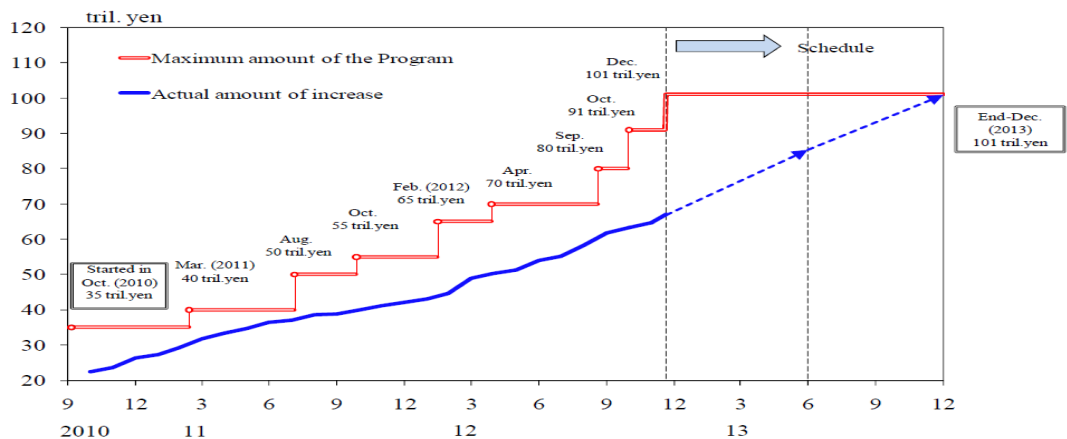
- السندات الحكومية (JGBs)

- أدوات الخزنة

- الأوراق التجارية (CP)

- صناديق الاستثمار العقاري اليابانية (J-REITs) وصناديق الاستثمار المتداولة (ETFs)

الشكل رقم 2 حجم برنامج شراء الأصول تحت سياسة التيسير الشامل CME



Source: Sayuri Shirai, Japan's Monetary Policy in a Challenging Environment, Speeches at the Bank of Italy and the Eurasia Business and Economics Society Conference Held in Rome, January 11th-12th 2013

تم رفع إجمالي قيمة البرنامج تدريجياً، من 35 تريليون ين في بداية التطبيق، إلى:

• 65 تريليون ين في نهاية 2012

• 101 تريليون ين بحلول نهاية 2013

• 111 تريليون ين مع نهاية 2014

ومن الجدير بالذكر أن هذه السياسة تجاوزت ما يُعرف بـ "قاعدة الأوراق النقدية"، وهي القاعدة التي تنص على أن حجم حيازة البنك المركزي من السندات الحكومية يجب أن يبقى ضمن حدود النقد المصدر. وبما أن بنك اليابان كان يمتلك بالفعل كميات ضخمة من السندات، فقد تم اعتبار هذه السياسة استثنائية ومؤقتة، وأصبح هدف برنامج شراء الأصول هو المحرك الأساسي للتيسير النقدي.

كذلك، تم دعم القطاع الخاص من خلال خطة لشراء السندات الصادرة عن الشركات منذ مايو 2009، وأطلقت آلية لإقراض البنوك لمدة ثلاث سنوات بفائدة ثابتة منخفضة لتشجيع التوسع في الإقراض المصرفي.

4.3. التمييز بين سياسة التيسير الكمي (QEP) والتيسير النقدي الشامل (CME)

يُلاحظ وجود فروقات جوهرية بين السياستين، تتلخص في النقاط الآتية:

• تنوع الأصول المالية¹: يغطي برنامج CME نطاقاً أوسع من الأصول مقارنة ببرنامج QEP، مما يعزز من تأثيره في خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل وتقليل مخاطر السوق.

• التركيز على جانب الأصول في الميزانية العمومية: بينما يركز QEP على توسيع جانب الخصوم من خلال زيادة أرصدة الحسابات الجارية لدى البنك المركزي، فإن CME يركز على شراء الأصول مباشرة من السوق.

• الاحتياطات الفائضة ليست هدفاً مباشراً: في إطار CME، لم يعد حجم الاحتياطات الفائضة هدفاً رئيسياً للسياسة النقدية، بل نتيجة جانبية لعمليات السوق، في حين كان ذلك هدفاً أساسياً في QEP.

• استمرار الفائدة الإيجابية على التسهيلات التكميلية: حافظ بنك اليابان على سعر فائدة إيجابي قدره 0.1% على التسهيلات التكميلية، رغم تحديد النطاق المستهدف للفائدة بين 0% و 0.1%، ما يميز CME عن التيسير الكمي الذي تم في بيئة فائدة صفرية بالكامل.

الجولة الثالثة: سياسة التيسير الكمي والنوعي (QQE) من عام 2013 إلى الوقت الراهن

تُعد الجولة الثالثة من التيسير النقدي في اليابان بمثابة نقطة تحول في السياسة النقدية غير التقليدية، حيث تمثلت في اعتماد سياسة التيسير الكمي والنوعي (Quantitative and Qualitative

¹ Sayuri Shirai, *Japan's Monetary Policy in a Challenging Environment*, op. cit, p:12-13.

Monetary Easing – QQE، وذلك تحت قيادة محافظ بنك اليابان **هاروهيكو كورودا (Haruhiko Kuroda)** منذ عام 2013 وحتى الآن.

وسيتم عرض أبرز محاور هذه الجولة كما يلي:

1. مفهوم سياسة التيسير الكمي والنوعي (QQE)

في إطار الجهود المبذولة لكسر دائرة الانكماش وتحفيز النشاط الاقتصادي من خلال توسيع القاعدة النقدية، عبر تنفيذ عمليات شراء واسعة النطاق للأصول المالية، تشمل السندات الحكومية قصيرة وطويلة الأجل، إضافة إلى الأصول ذات المخاطر المرتفعة مثل **الصناديق الاستثمارية المتداولة (ETFs)** و**صناديق الاستثمار العقاري اليابانية (J-REITs)**. وقد أسهمت هذه السياسة في رفع أسعار الأسهم وخفض قيمة الين مقابل الدولار الأمريكي، وهو ما يُعزى إلى التفاعلات قصيرة الأجل للاستجابة السوقية. ونتيجة لذلك، ارتفعت نسبة حجم الميزانية العمومية لبنك اليابان إلى الناتج المحلي الإجمالي، لتتجاوز بشكل ملحوظ ما هو مسجل في كل من الولايات المتحدة ومنطقة اليورو.

2. الخصائص الرئيسية لسياسة QQE

تتميز سياسة التيسير الكمي والنوعي بأربع سمات أساسية تُبرز تمايزها عن السياسات السابقة، وهي¹:

1. توسيع مشتريات السندات الحكومية وتمديد آجالها:

○ تعتبر السندات الحكومية اليابانية (JGBs) الأداة الأساسية لتحقيق هدف استقرار الأسعار بنسبة 2% في أقرب وقت ممكن.

○ دمج البنك مشتريات JGB ضمن إطار شراء منتظم (RINBAN) مع برنامج شراء الأصول.

○ تقرر تمديد متوسط الاستحقاق من 3 سنوات إلى نحو 7 سنوات، مع إمكانية شراء سندات استحقاقها يصل إلى 40 سنة.

○ تم تحديد زيادة سنوية بمقدار 50 تريليون ين، وهو ما أدى إلى مضاعفة الرصيد الإجمالي للسندات من نهاية عام 2012 حتى نهاية عام 2014، بما يعكس اختلافا نوعيا وكميا عن الممارسات السابقة.

¹ Sayuri Shirai, **Japan's Economic Activity, Prices, and Monetary Policy: Monetary Policy in the Past and Present** op-cit, P: 4-5

2. زيادة مشتريات الأصول ذات المخاطر:

- شملت الأصول صناديق الاستثمار المتداولة (ETFs) وصناديق الاستثمار العقاري (J-REITs)، بقيمة شراء سنوية تصل إلى 1 تريليون ين و30 مليار ين على التوالي.
- تم تجميد مستويات السندات الخاصة والأوراق التجارية (CP) عند مستوياتها الحالية، نظرا لانخفاض علاوات المخاطر فيها.

3. التركيز على استهداف التضخم وتبني أهداف كمية واضحة:

- تمحورت السياسة حول توقعات التضخم متوسطة إلى طويلة الأجل باعتبارها قناة حيوية لتحقيق هدف 2%.
- ركّز البنك على تعزيز توقعات التضخم لدى الأسر والشركات، ما يؤثر بدوره إيجابا على الأجور والأسعار.
- إذا فاقت وتيرة الزيادة في توقعات التضخم معدلات الفائدة الاسمية، فإن ذلك يُفضي إلى خفض أسعار الفائدة الحقيقية، ما يخلق بيئة تمويلية مواتية.

4. استراتيجية تواصل واضحة وفعالة:

- اعتمد البنك على الرقم "2" كرمز تواصل: 2% كهدف للتضخم، أفق زمني عامين، ومضاعفة القاعدة النقدية والمشتريات من JGBs وETFs، بالإضافة إلى تمديد آجال الاستحقاق.
- هذه الرسائل عززت مصداقية البنك وأظهرت تصميمه على بلوغ الأهداف المعلنة.

3. آلية انتقال التيسير الكمي والنوعي (QQE) إلى الاقتصاد

تُفسّر آلية تأثير سياسة التيسير الكمي والنوعي (QQE) على الاقتصاد الياباني من خلال سلسلة متتابعة من الخطوات على النحو التالي:

1. التزامات بنك اليابان:

- استقرار الأسعار: الالتزام بتحقيق معدل تضخم سنوي قدره 2% وفق مؤشر أسعار المستهلك، في أقرب وقت ممكن (حوالي عامين).
- زيادة القاعدة النقدية: تطبيق سياسة QQE لدعم الهدف التضخمي.

2. تعزيز توقعات التضخم: يؤدي الالتزام بتثبيت الهدف التضخمي إلى تصاعد توقعات ارتفاع معدل التضخم لدى الأسواق والجمهور.

3. انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية المتوقعة: مع ارتفاع توقعات التضخم، تنخفض أسعار الفائدة الحقيقية، مما يخلق بيئة تمويلية محفزة للنشاط الاقتصادي.

4. تحفيز النشاط الاقتصادي عبر عدة قنوات:

○ تراجع تكلفة الاقتراض الحقيقية: يشجع المؤسسات على زيادة الاستثمار في الأصول الثابتة، والأفراد على الاستثمار في قطاع السكن.

○ ارتفاع أسعار الأصول: يؤدي نمو الاستثمار إلى ارتفاع أسعار الأسهم والعقارات والأراضي، مما يحسن الوضع المالي للأسر والشركات.

○ تحسين إمكانية التمويل: تسهل الأوضاع المالية الأقوى الحصول على التمويل، فتزداد الاستثمارات السكنية والاستهلاك والاستثمار الثابت في قطاع الأعمال.

5. تأثير أسعار الفائدة على سعر الصرف: انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية للين مقارنة بالعملة الأخرى يؤدي إلى انخفاض قيمة الين، مما يدعم الصادرات ويزيد أرباح الشركات ويحفز توسيع استثماراتها.

6. تعزيز الطلب الكلي: انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية المتوقع وزيادة القاعدة النقدية يؤديان إلى تحفيز ثلاثة مكونات أساسية للطلب الكلي: الاستهلاك، الاستثمار، والصادرات، مما يرفع الطلب على السلع والخدمات تدريجياً.

7. التأثير النهائي على الاقتصاد: ارتفاع الطلب يزيد من مستوى الإنتاج، ويستدعي المزيد من العمالة، ما يؤدي إلى ارتفاع الأجور وتحفيز الاستهلاك مجدداً. العنصر الجوهري في هذه الآلية هو ترسيخ توقعات التضخم الإيجابية لدى الجمهور، مما يعزز استقراراً تضخيمياً معتدلاً ويقضي على التوقعات الانكماشية التي سيطرت على الاقتصاد الياباني لأكثر من 15 عاماً، محققاً هدف التضخم البالغ 2%.

4. التدابير النقدية المتخذة في مواجهة جائحة COVID-19

مع تفشي جائحة كوفيد-19 وما صاحبها من اضطرابات اقتصادية ومالية عالمية، تدخل بنك اليابان بسلسلة من الإجراءات الاستثنائية لتعزيز التيسير النقدي، شملت ما يلي:

- زيادة المعروض النقدي وتوفير السيولة بالدولار الأمريكي.
- تنفيذ عمليات شراء واسعة النطاق لسندات الحكومة اليابانية¹ (JGBs).
- التنسيق مع بنوك مركزية كبرى بنك كندا المركزي BOC، بنك إنجلترا المركزي BOE، ECB البنك المركزي الأوروبي، FED الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، SNB البنك المركزي السويسري لتوفير الدولار

1. JGBs السندات الحكومية اليابانية. وهي أدوات دين تصدرها الحكومة اليابانية لتمويل عجز الميزانية أو تمويل النفقات العمومية، ويقوم بشرائها المستثمرون والبنوك والبنك المركزي الياباني.

الأمريكي، مع خفض تكلفة القروض بالدولار بنسبة 0.25% وتقديم آجال استحقاق أسبوعية وشهرية تصل إلى 84 يوماً.

1. تسهيل تمويل الشركات: استحداث آلية لتقديم القروض مقابل ديون الشركات، بقيمة تصل إلى 8 تريليون ين وبسعر فائدة 0% لمدة عام.

رفع حجم شراء سندات الشركات والأوراق التجارية إلى 2 تريليون ين، مع حد أقصى يصل إلى 3.2 تريليون ين للأوراق التجارية و4.2 تريليون ين لسندات الشركات حتى سبتمبر 2020.

2. توسيع شراء صناديق الاستثمار المتداولة وصناديق العقار:

رفع وتيرة مشتريات صناديق ETFs إلى 12 تريليون ين سنوياً، وصناديق الاستثمار العقاري اليابانية (J-REITs) إلى 180 مليار ين.

3. الإبقاء على سياسة مراقبة منحني العائد (YCC) :

• الفائدة قصيرة الأجل: تطبيق سعر سلبي (-0.1%) على أرصدة المؤسسات المالية.

• الفائدة طويلة الأجل: شراء JGBs للحفاظ على عوائد عشر سنوات قريبة من الصفر، مع مرونة في الكميات لضمان استقرار العوائد، بزيادة سنوية تصل إلى 80 تريليون ين.

4. استمرار سياسات QQE و YCC : التزام البنك بالإبقاء على هذه السياسات ما دامت ضرورية لتحقيق هدف استقرار الأسعار عند 2%.

مواصلة توسيع القاعدة النقدية لتجاوز معدل التضخم السنوي 2%، مع التأكيد على استعداد البنك لاتخاذ إجراءات إضافية عند الحاجة، بالتنسيق مع الحكومة والمؤسسات المالية الدولية.

المطلب الثاني: التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية كأحد أبرز الحلول للأزمة المالية العالمية لعام 2008

لمواجهة الركود العميق منذ 2007، خفّض الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية، وعند بلوغها الحد الصفري (ZLB) في نهاية 2008، لجأ إلى سياسة التيسير الكمي (QE). هدفت هذه السياسة إلى إعادة هيكلة ميزانيته العمومية لخفض أسعار الفائدة طويلة الأجل وتحفيز النشاط الاقتصادي.

1. الجولة الأولى من التيسير الكمي (QE1)

جاءت استجابة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي للأزمة المالية 2007-2009، إذ بدأ الاحتياطي الفيدرالي في التحرك متأخراً نسبياً منذ صيف 2007، حيث خفّض سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية في 18 سبتمبر 2007 من المستوى الأساسي البالغ 5.25%، ووصل إلى 2% بحلول أبريل 2008، مع إبقائه

عند هذا الحد مؤقتا لمراقبة تطورات الاقتصاد. خلال هذه المرحلة، لم يشهد الميزان المالي للولايات المتحدة توسعا كبيرا، كما لم تُسجَل زيادة ملموسة في احتياطات البنوك¹.

مع تصاعد الأزمة خلال 2008، أصبح ضخ السيولة في الأسواق أمرا ضروريا، فبدأ الاحتياطي الفيدرالي باتخاذ خطوات غير تقليدية تجاوزت المشتريات المعتادة لسندات الخزنة، شملت إطلاق برامج ائتمانية قصيرة الأجل متنوعة، والسماح باستخدام أصول مختلفة كضمانات، بما فيها الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري. شملت هذه البرامج تقديم قروض لمؤسسات مصرفية وغير مصرفية، بما في ذلك بعض الهيئات الأجنبية، بهدف:

1. تخفيف الضغوط على السيولة في الأسواق المالية.

2. دعم المؤسسات ذات الأهمية النظامية.

3. تعزيز النشاط الاقتصادي.

اعتمد الاحتياطي الفيدرالي في هذه الفترة نمطين من التيسير الكمي:

- **نمط الأصول:** بدأ أوائل 2008 ببيع سندات الخزنة وشراء أصول أقل سيولة لتوفير السيولة المطلوبة.
- **نمط المطلوبات:** دعمت وزارة الخزنة عمليات الاحتياطي الفيدرالي عبر اقتراض الأموال وإيداعها في حساباته، ما أتاح توسيع الأصول دون زيادة كبيرة في الاحتياطات المصرفية، وهو ما شكّل سابقة في التداخل بين السياسة النقدية والمالية.

مع انهيار بنك ليمان براذرز في سبتمبر 2008، تغيرت الصورة كليا، فتم خفض أسعار الفائدة إلى قرابة الصفر بحلول ديسمبر، وبدأ الاحتياطي الفيدرالي في توسيع ميزانيته العمومية بسرعة، حيث ارتفعت الأصول من 907 مليار دولار في بداية سبتمبر إلى أكثر من 2.2 تريليون دولار بحلول نوفمبر، مصحوبا بزيادة كبيرة في الاحتياطات المصرفية.

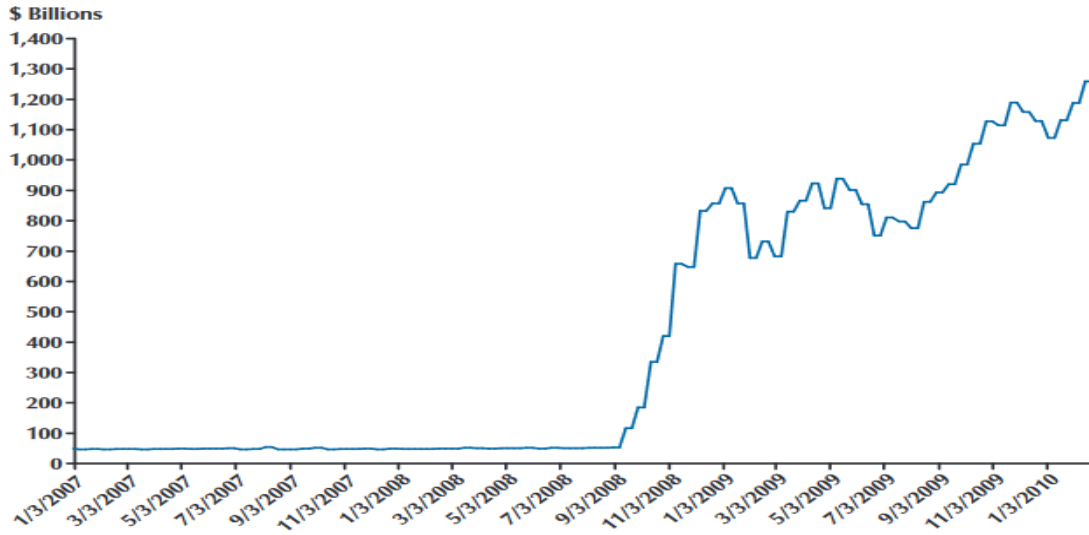
في مارس 2009، أعلنت لجنة السوق المفتوحة عن برنامج التيسير الكمي الأول (QE1)، الذي استمر حتى مارس 2010، وشمل شراء:

- 1.25 تريليون دولار من الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري.
- 200 مليار دولار من ديون الوكالات الحكومية.
- 300 مليار دولار من سندات الخزنة.

¹ Alan S. Blinder, **Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies**, FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS REVIEW NOVEMBER/DECEMBER 2010 ,P: 467-468.

بحلول النصف الثاني من 2009، أظهرت البيانات الاقتصادية تحسنا نسبيا، ما دفع اللجنة إلى إبطاء وتيرة شراء السندات تمهيدا لإنهاء البرنامج في الربع الأول من 2010.

الشكل رقم 3 : إجمالي احتياطات مؤسسات الإيداع



SOURCE: <https://fred.stlouisfed.org/series/TOTRESN>

2. أهداف الجولة الأولى من التيسير الكمي (QE1)

سعى الاحتياطي الفيدرالي من خلال التيسير الكمي الأول إلى تحقيق جملة من الأهداف، أهمها:¹

1. تعزيز الثقة في الاقتصاد الأمريكي وتحسين مؤشرات الأداء الاقتصادي.
2. دعم سوق العمل وخفض معدلات التضخم.
3. إدارة تدريجية لخفض مشتريات السندات دون انسحاب مفاجئ.
4. الحفاظ على معدلات فائدة قريبة من الصفر لتعزيز الإقراض والاستثمار.

3. تقييم المرحلة الأولى من التيسير الكمي (QE1)

بدأ تنفيذ برنامج التيسير الكمي الأول بطريقة تجريبية وموجهة للمؤسسات، حيث تم تصميم التدخلات بسرعة استجابة لحالات إنقاذ عاجلة مثل شركة "Bear Stearns" و "AIG". لكن سرعان ما تحولت التدخلات إلى برامج مدروسة قائمة على السوق، مثل مرفق تمويل الأوراق التجارية (CPFF) وبرنامج شراء الأوراق المدعومة بالرهن العقاري (MBS) ومرفق TALF.

كان الهدف الرئيسي من هذه البرامج خفض علاوات المخاطر التي ارتفعت بشكل كبير خلال ذروة الأزمة. وبالفعل، ساهم الاحتياطي الفيدرالي في تخفيف عبء الأصول المتعثرة عن كاهل البنوك، وانتقلت

1 نبيلة دودو، فوزي عبد الرزاق، التيسير الكمي لمواجهة الازمات المالية، -دراسة التجربة الامريكية والأوروبية-، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد 5، العدد 1

مكونات ميزانيته العمومية من التركيز على سندات الخزنة إلى التركيز على أوراق مالية مدعومة بالرهن العقاري.

رغم هذه الإجراءات، ظل الاقتصاد الأمريكي في حالة تباطؤ، واستمرت معدلات البطالة مرتفعة، بينما أحجمت البنوك عن التوسع في الإقراض نتيجة ضعف الطلب. ونتيجة لذلك، قرر الاحتياطي الفيدرالي لاحقاً إطلاق جولة ثانية من التيسير الكمي.

الجولة الثانية من التيسير الكمي (QE2)

مع تواصل مظاهر الضعف في أداء الاقتصاد الأمريكي خلال عام 2010، قرّرت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة إطلاق الجولة الثانية من التيسير الكمي (QE2) وفي هذا السياق، أكد رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي آنذاك، بن برنانكي، توفر أدوات نقدية إضافية يمكن توظيفها لدعم استقرار الأسعار وتعزيز التعافي الاقتصادي. غير أن هذه التصريحات لم تُحدث رد فعل قوي في الأسواق المالية، إذ كان اللجوء إلى التيسير الكمي الثاني متوقعا مسبقا في ضوء المؤشرات الاقتصادية السلبية المسجلة مطلع العام.

وفي 3 نوفمبر 2010، أعلنت اللجنة رسمياً عن الشروع في شراء سندات خزنة طويلة الأجل بقيمة إجمالية بلغت 600 مليار دولار، وبوتيرة شهرية قدرها 75 مليار دولار. ونظراً إلى أن هذه الخطوة كانت محسوبة سلفاً من قبل المتعاملين في الأسواق، فقد ظل تأثيرها على مستويات أسعار الفائدة محدوداً. وتشير نتائج استطلاع أجرته صحيفة وول ستريت جورنال في أكتوبر 2010 إلى أن الأسواق كانت تتوقع برنامج شراء بحجم يقارب 750 مليار دولار، الأمر الذي جعل الإعلان الفعلي أقل من التوقعات، وانعكس ذلك في ارتفاع طفيف لعوائد سندات الخزنة وكذلك أسعار عقود مبادلة الفائدة (OIS) على الآجال الطويلة¹.

الهدف الأساسي من التيسير الكمي الثاني

تمحور الهدف الأساسي للجولة الثانية من التيسير الكمي حول قناة إعادة موازنة المحافظ الاستثمارية إذ أدى قيام الاحتياطي الفيدرالي بشراء سندات الخزنة طويلة الأجل إلى رفع أسعارها وخفض عوائدها، الأمر الذي دفع المستثمرين إلى إعادة توجيه محافظهم نحو أصول بديلة ذات عائد أعلى، كالأسهم والعقارات. وأسهم هذا التحول في دعم أسعار الأصول وتعزيز إنفاق القطاع الخاص عبر ما يُعرف بـ أثر

¹ Kjell Hausken, Mthuli Ncube. **Quantitative Easing and Its Impact in the US, Japan, the UK and Europe**, Springer New York Heidelberg Dordrecht London, 2013, p: 36.

الثروة، باعتباره إحدى الآليات الرئيسية لمواجهة الانكماش الاقتصادي الناجم عن الانخفاض الحاد في قيم الأصول خلال الأزمة المالية¹.

وخلال الفترة الممتدة من **نوفمبر 2010 إلى يونيو 2011**، استحوذ الاحتياطي الفيدرالي على ما يقارب كامل الإصدارات الجديدة من سندات الخزنة، بقيمة إجمالية بلغت **600 مليار دولار**، في حين لم تتجاوز الاحتياطيات المصرفية المطلوبة نحو **130 مليار دولار**، وهو ما يعكس حجم التوسع الكبير في ضخ السيولة داخل الاقتصاد.

عملية تويست (Operation Twist)

تُعد عملية "تويست" المرحلة الثالثة ضمن الاستجابة النقدية الشاملة للأزمة المالية، بعد بلوغ أسعار الفائدة حدها الصفري وتنفيذ الجولتين الأولى والثانية من التيسير الكمي. ففي صيف عام 2011، ومع عودة مؤشرات الضعف الاقتصادي إلى الظهور، فضّل الاحتياطي الفيدرالي اعتماد هذه الأداة كخيار وسيط بدل الانتقال المباشر إلى جولة ثالثة من التيسير الكمي.

أولاً: مفهوم عملية تويست

تمثل عملية "تويست" أداة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، تقوم على إعادة هيكلة آجال محفظة **السندات الحكومية** لدى الاحتياطي الفيدرالي، دون توسيع حجم ميزانيته العمومية. وتستند هذه الآلية إلى شراء السندات طويلة الأجل بهدف رفع أسعارها وخفض عوائدها، مقابل بيع السندات قصيرة الأجل، ما يؤدي إلى ارتفاع عوائدها. وينتج عن هذا التوجه **تحريف منحني العائد** عبر خفض العوائد طويلة الأجل دون التأثير المباشر على أسعار الفائدة القصيرة الأجل.

ويُسهم انخفاض العوائد طويلة الأجل في تحفيز النشاط الاقتصادي من خلال تقليص تكلفة الاقتراض، مما يشجع الأسر على تمويل اقتناء المساكن والسيارات، ويحفّز الشركات على الاستثمار. في المقابل، تؤدي العوائد المنخفضة إلى تراجع جاذبية الادخار، بما يدعم توجيه الموارد نحو الإنفاق والاستثمار.

ثانياً: أوجه التشابه بين عملية تويست وبرنامج QE2

تتشابه عملية "تويست" مع برنامج التيسير الكمي الثاني (QE2) في عدة جوانب، إذ يستهدف كلاهما **خفض أسعار الفائدة طويلة الأجل** دون تعديل معدلات الفائدة القصيرة الأجل. غير أن الفارق الجوهرى بينهما يكمن في آلية التمويل؛ حيث اعتمدت عملية "تويست" على بيع السندات قصيرة الأجل من محفظة الاحتياطي الفيدرالي لتمويل مشتريات السندات طويلة الأجل، بينما استند برنامج QE2 إلى خلق التزامات نقدية جديدة، ما أدى إلى توسّع الميزانية العمومية.

¹RICHARD C. KOO. **The Escape from Balance Sheet Recession and the QE Trap**. Published by John Wiley & Sons Singapore Pte. Ltd. Singapore. 2015. p:75-76

وعلى الرغم من أن القيمة الاسمية لعملية "تويست" كانت أقل من حجم QE2، فإن المقارنات النسبية تشير إلى تقارب ملحوظ في الأثر:

1. بلغت عملية "تويست" نحو نصف حجم برنامج QE2 قياسا إلى الناتج المحلي الإجمالي، ومع ذلك كانت كافية لإحداث تأثير اقتصادي معتبر.

2. عند اعتماد المعروض المتاح من السندات طويلة الأجل كمقياس للمقارنة، تبدو عملية "تويست" قريبة من حيث الحجم الفعلي من برنامج QE2.

3. وإذا ما اعتُبرت السندات الصادرة أو المضمونة من مؤسسات حكومية مثل فاني ماي وفريدي ماك بدائل لسندات الخزنة، فإن نطاق السوق المستهدفة يتسع ليشمل كامل الأوراق المالية المضمونة حكومياً، وفي هذه الحالة يمكن اعتبار عملية "تويست" أكبر من برنامج QE2.

الجولة الثالثة من التيسير الكمي (QE3)

1. السياق العام للجولة الثالثة

مثل إعلان بنك الاحتياطي الفيدرالي في 13 سبتمبر 2012 عن إطلاق الجولة الثالثة من التيسير الكمي تحولاً نوعياً في مسار السياسة النقدية التوسعية في الولايات المتحدة. فقد أكد رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي آنذاك، بن برنانكي، أن البنك سيواصل تطبيق سياسة نقدية توسعية طالما لم تتحقق شروط اقتصادية محددة، ولا سيما فيما يتعلق بتحسّن أوضاع سوق العمل واستقرار التضخم عند مستواه المستهدف البالغ 2%. وانطلقت هذه المقاربة من تخوفات واضحة من أن سحب التحفيز النقدي بشكل مبكر قد يعرقل بلوغ هدف التضخم ويؤخر تعافي سوق العمل بصورة مستدامة.

وفي هذا الإطار، باشر الاحتياطي الفيدرالي شراء أوراق مالية مدعومة بالرهن العقاري (MBS) بقيمة 40 مليار دولار شهرياً دون ربطها بعمليات بيع للسندات قصيرة الأجل، كما كان الحال في بعض البرامج السابقة. وفي 12 ديسمبر 2012، وسّع البنك نطاق البرنامج ليشمل مشتريات شهرية إضافية بقيمة 45 مليار دولار من سندات الخزنة طويلة الأجل، لترتفع القيمة الإجمالية للمشتريات الشهرية إلى 85 مليار دولار.

وعلى خلاف الجولات السابقة، لم يحدّد الاحتياطي الفيدرالي سقفاً زمنياً أو حجماً إجمالياً مسبقاً للبرنامج، بل ربط استمراره بتطور المؤشرات الاقتصادية. واستمرت وتيرة المشتريات على هذا النحو إلى أن أعلن البنك، في 18 ديسمبر 2013، عن بدء تقليصها التدريجي اعتباراً من 29 يناير 2014، لتصل إلى 75 مليار دولار شهرياً، موزعة بين 40 مليار دولار من سندات الخزنة و 35 مليار دولار من الأوراق المدعومة بالرهن العقاري.

وتواصل خفض المشتريات تدريجياً خلال الأشهر اللاحقة إلى أن تم إنهاء البرنامج بالكامل في أكتوبر 2014. وبنهاية هذه الجولة، بلغ إجمالي الأصول التي اقتناها الاحتياطي الفيدرالي نحو 1.5 تريليون دولار من سندات الخزنة وMBS، أي ما يعادل قرابة 9% من الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي في ذلك الوقت. ويُعد اعتماد مبدأ التدفقات الشهرية المفتوحة بدل تحديد حجم إجمالي ثابت السمة الأبرز التي ميّزت برنامج QE3، إذ وقر للبنك المركزي مرونة أكبر في تكييف سياسته النقدية مع المستجدات الاقتصادية.

2. أبرز خصائص الجولة الثالثة من التيسير الكمي

اتسمت الجولة الثالثة من التيسير الكمي بعدد من الخصائص التي شكّلت منعطفًا مهماً في نهج السياسة النقدية الأمريكية، ويمكن إبرازها فيما يلي:

1.2. تبنى رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي موقفاً أكثر جرأة، من خلال الالتزام الصريح بمواصلة السياسة التوسعية إلى أن تتحقق شروط اقتصادية محددة، وعلى رأسها تحسن ملموس ومستدام في سوق العمل.

2.2. مثلت هذه الجولة سابقة في ربط سياسة التيسير الكمي مباشرة بهدف التوظيف، بما يعكس تحولاً جزئياً في أولويات الاحتياطي الفيدرالي من التركيز الحصري على استقرار الأسعار إلى دعم التعافي في سوق العمل.

3.2. لم تُستخدم سياسة QE3 كأداة وقائية لتفادي الركود فحسب، بل كوسيلة نشطة لتحفيز النمو الاقتصادي، في سياق اتسم بضعف التنسيق مع السياسة المالية نتيجة الخلافات السياسية داخل الكونغرس حول أدوات التحفيز المالي، وهو ما حمل البنك المركزي دوراً أوسع في إدارة الدورة الاقتصادية.

4.2. أعلن الاحتياطي الفيدرالي عزمه الإبقاء على سعر الفائدة المستهدف للأموال الفيدرالية عند مستويات قريبة من الصفر إلى غاية سنة 2015، في إطار توجه يهدف إلى دعم النشاط الاقتصادي وتحفيز النمو على المديين المتوسط والطويل، خاصة في ظل استمرار ضعف التعافي الاقتصادي وارتفاع معدلات البطالة.

3. أثر جولات التيسير الكمي على الاقتصاد الحقيقي في الولايات المتحدة الأمريكية

اعتمد بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي سلسلة من السياسات النقدية التوسعية غير التقليدية، في مقدمتها برامج التيسير الكمي، بهدف دعم تعافي الاقتصاد الحقيقي عقب الأزمة المالية العالمية. ففي مارس 2009، ومع توسيع نطاق الجولة الأولى من التيسير الكمي ليشمل شراء سندات الخزنة طويلة الأجل، أكدت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة أن هذه الإجراءات من شأنها الإسهام في استعادة نمو اقتصادي

تدريجي ومستدام. وعلى المنوال نفسه، برّر الاحتياطي الفيدرالي إطلاق الجولة الثانية في نوفمبر 2010 بالحاجة إلى تعزيز وتيرة التعافي الاقتصادي في ظل استمرار مظاهر الضعف.¹

ويفترض تحقيق الانتعاش الاقتصادي توسعا في المكونات الأساسية للطلب الكلي، والمتمثلة في الاستهلاك، والاستثمار الخاص، والإنفاق الحكومي، والميزان التجاري، وهو ما يمكن تحليله على النحو الآتي:

أ. الاستهلاك

يُعد الاستهلاك المحرك الرئيس للاقتصاد الأمريكي، إذ يشكّل تقليديا نحو ثلثي الناتج المحلي الإجمالي. وبعد انهيار بنك *ليمان برانرز*، سادت مخاوف من أن تؤدي معدلات البطالة المرتفعة وتدهور الثقة الاقتصادية إلى انكماش حاد في الإنفاق الاستهلاكي، ما استدعى تدخل الاحتياطي الفيدرالي لدعمه. وفي هذا السياق، استهدفت برامج التيسير الكمي الحفاظ على مستويات الاستهلاك عبر تيسير شروط الائتمان وخفض أسعار الفائدة.

وتُظهر البيانات أن الاستهلاك ظل مستقرا نسبيا خلال فترة الأزمة، رغم تسجيله انكماشا بنسبة 2% في عام 2008 و0.2% في عام 2009، قبل أن يحقق متوسط نمو سنوي بلغ 2.3% خلال الفترة 2010-2015. وكان هذا التحسن مدفوعا بزيادة الإنفاق على السلع المعمّرة، ولاسيما المركبات، إلى جانب نمو قطاع الخدمات، خاصة الرعاية الصحية. وعليه، يمكن القول إن التيسير الكمي أسهم بوضوح في دعم الاستهلاك والحفاظ على أحد الأعمدة الأساسية للطلب الكلي، حتى وإن لم يكن كافيا لإحداث تحول جذري في المسار الاقتصادي العام.

ب. الاستثمار الخاص

تعرّض الاستثمار الخاص لضرر بالغ جراء الأزمة، ولاسيما في قطاع الإسكان الذي دخل مرحلة انكماش منذ انهيار السوق العقاري عام 2006. فبعد أن مثّل الاستثمار نحو 18% من الناتج المحلي الإجمالي خلال العقد السابق للأزمة، تراجع بنسبة 2.2% في عام 2007، ثم بنسبة 15.9% في 2008، و11% في 2009.

ويمكن التمييز في هذا الإطار بين مكونين رئيسيين:

1. **الاستثمار السكني:** تشير الدراسات إلى أن الجولة الأولى من التيسير الكمي ساعدت في تقليص الفارق بين معدلات الرهن العقاري وعوائد سندات الخزانة بنحو 100 نقطة أساس، ما أدى إلى زيادة نسبية في الاستثمار السكني قُدّرت بحوالي 6.2%. كما أظهرت البيانات الفعلية نموا سنويا متوسطه

¹ James Cashman, John Olderman and other, **The Financial, Economic, Social, and Political Impact of Quantitative Easing in the United States**, School of International and Public Affairs SIPA Columbia University in the City of New York, 2016, p:21-32

6.8% خلال السنوات الخمس اللاحقة، رغم أن مساهمة هذا القطاع في تعافي الاستثمار الكلي لم تتجاوز 23%.

2. الاستثمار غير السكني: سجّل هذا القطاع بدوره تحسنا ملحوظا، حيث بلغ متوسط نموه السنوي نحو 5.7% منذ عام 2011، مدفوعا بالاستثمارات في المعدات والهياكل الإنتاجية.

ج. الإنفاق الحكومي

أسهم التيسير الكمي في توسيع الهامش المالي للحكومة الفيدرالية من خلال خفض تكاليف الاقتراض وتعزيز الإيرادات الضريبية، ما سهّل تمرير برامج تحفيزية واسعة النطاق، من بينها برنامج إغاثة الأصول المتعثرة (TARP) وقانون الإنعاش وإعادة الاستثمار الأمريكي (ARRA). ونتيجة لذلك، ارتفع العجز المالي من متوسط سنوي قدره 1.5% من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 2000-2008 إلى 8.4% بين 2009 و2012، مسجلا ذروته في عام 2009 بنحو 10%.

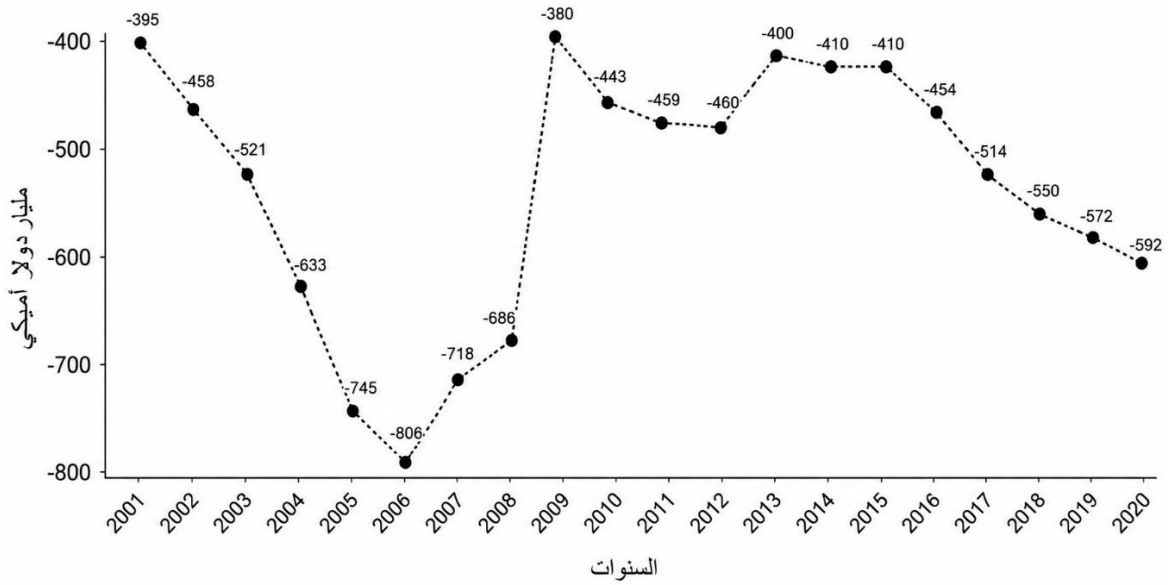
وتشير التقديرات إلى أنه في غياب هذه الحوافز المالية المدعومة جزئيا بالتيسير الكمي، لكان الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي أقل بنحو 3.5%، وبلغ معدل البطالة قرابة 11%، مع خسارة إضافية تُقدّر بحوالي 4.2 مليون وظيفة، واحتمال إطالة أمد الركود الاقتصادي.

د. الميزان التجاري

أدى تراجع قيمة الدولار الأمريكي عقب الجولتين الأولى والثانية من التيسير الكمي إلى تحسين مؤقت في القدرة التنافسية للصادرات الأمريكية. غير أن هذا الأثر تلاشى نسبيا بعد الجولة الثالثة، مع عودة الدولار إلى الارتفاع نتيجة تبني سياسات نقدية توسعية مماثلة من قبل البنك المركزي الأوروبي وبنك اليابان.

ورغم الانخفاض المتزامن في الصادرات والواردات خلال فترة التيسير الكمي الأولى، وهو ما يعكس ضعف الطلب العالمي، ظل تأثير السياسة النقدية محدودا مقارنة بالعوامل الهيكلية الدولية. فقد تقلص العجز التجاري بنحو 45% بين عامي 2007 و2010، قبل أن يعاود الارتفاع بنسبة 14% في عام 2011 مع تعافي الواردات. وبوجه عام، استقر العجز التجاري حول مستوى 450 مليار دولار، مدعوما بنمو صادرات الخدمات والانخفاض الكبير في واردات النفط بفعل الطفرة في إنتاج النفط الصخري. وعليه، يصعب الجزم بوجود تأثير مباشر وحاسم للتيسير الكمي على الميزان التجاري، نظرا لتعدد وتشابك العوامل المحددة له.

الشكل رقم 4: تطور الميزان التجاري في الو. م. أ خلال الفترة 2000-2001



المصدر: البنك الدولي

هـ. البطالة: من الناحية النظرية، يُفترض أن يسهم التيسير الكمي في خفض معدلات البطالة من خلال خفض تكاليف التمويل، مما يعزز قدرة الشركات على التوسع وخلق وظائف جديدة. ومع أن التوظيف يُعد مؤشرا اقتصاديا متأخرا، فإن البيانات تشير إلى تحسن ملحوظ بعد الأزمة.

انخفض معدل البطالة من 10% في ذروة الأزمة عام 2010 إلى 5% في مارس 2016، مع خلق أكثر من 12.8 مليون وظيفة جديدة في القطاع الخاص خلال 64 شهرا متتاليا من النمو، وهي أطول فترة متواصلة من نمو الوظائف في تاريخ الاقتصاد الأمريكي. وبلغ معدل البطالة المستوى المستهدف من قبل الاحتياطي الفيدرالي (6.5%)، مما يدل على نجاح السياسة في دعم سوق العمل.

الشكل رقم 5: نسبة العمالة إلى السكان



المصدر: مركز إحصاءات العمل في الولايات المتحدة، بنك الاحتياطي الفيدرالي في سانت لويس

عند تحليل تطورات سوق العمل، يمكن التمييز بين فترتين:

1. فترة الركود (يناير 2008 – فبراير 2010): تركزت خسائر الوظائف في القطاعات ذات الأجور المتوسطة والعالية.

2. فترة الانتعاش (فبراير 2010 – فبراير 2014): تركزت مكاسب الوظائف في القطاعات ذات الأجور المنخفضة، مما يعكس تحولاً في هيكل سوق العمل.

المطلب الثالث: التيسير الكمي في المملكة المتحدة والاتحاد الأوروبي

1. التيسير الكمي في المملكة المتحدة: تعد المملكة المتحدة من الدول التي شهدت تجربة مبكرة نسبياً في تطبيق سياسات التيسير الكمي، حيث كان بنك إنجلترا ثاني بنك مركزي عالمي يتبنى هذا النوع من السياسة بعد الأزمة المالية العالمية. وقد اتسمت المرحلة الأولى من اعتماد التيسير الكمي بالتردد، قبل أن تتخذ السلطات أولى خطواتها في يناير 2009، حين أنشأت وزارة الخزانة لجنة السياسة النقدية (MPC) ضمن بنك إنجلترا، بالتزامن مع خفض سعر الفائدة الرئيسي إلى 0.5%. وفي مارس من نفس العام، أُطلق برنامج التيسير الكمي بهدف ضخ السيولة في الاقتصاد، تعزيز الإنفاق الاسمي، ودعم تحقيق هدف التضخم المحدد بنسبة 2%.

1.1. آلية تنفيذ التيسير الكمي

تم إنشاء صندوق تسهيل شراء الأصول (APF) في 30 يناير 2009، ليعمل كفرع تابع لبنك إنجلترا، مع تكليف الصندوق بشراء أصول من القطاع الخاص، مثل سندات الشركات والأوراق التجارية. وقد تكفلت وزارة الخزانة بتغطية أي خسائر محتملة، مما وفر حماية مالية للبنك المركزي. فيما بعد، تم توسيع صلاحيات الصندوق لتشمل شراء السندات الحكومية، ممولا من خلال إصدار احتياطات نقدية جديدة من البنك المركزي، ليصبح بذلك الصندوق أداة تنفيذية مباشرة للسياسة النقدية.

2.1. مراحل التيسير الكمي في المملكة المتحدة

• الجولة الأولى (2009-2010): أطلق بنك إنجلترا برنامج شراء أصول بقيمة 200 مليار جنيه إسترليني، معظمها من السندات الحكومية، تم شراؤها أساسا من مؤسسات مالية غير مصرفية مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين، بهدف زيادة السيولة النقدية وتحفيز النشاط الاقتصادي¹.

• الجولة الثانية (2011-2012): مع تدهور التوقعات الاقتصادية إثر أزمة ديون منطقة اليورو، قررت لجنة السياسة النقدية توسيع البرنامج بمقدار 75 مليار جنيه إسترليني، ليصل الإجمالي إلى 275 مليار جنيه، ثم لاحقا إلى 375 مليار جنيه. وشملت عمليات الشراء ثلاث شرائح زمنية للسندات لضمان تأثير شامل على هيكل العائدات في السوق².

3.1. تأثير التيسير الكمي على المتغيرات الاقتصادية في المملكة المتحدة

أ. الإطار النقدي للتيسير الكمي

عمل التيسير الكمي على زيادة المعروض النقدي عبر ثلاث مراحل مترابطة:

- من شراء الأصول إلى زيادة السيولة: أدت عمليات شراء الأصول إلى رفع الاحتياطات البنكية والودائع لدى القطاع الخاص غير المصرفي، مما ساهم في توسيع المعروض النقدي الشامل.
- من السيولة إلى أسعار الأصول: أعاد البائعون استثمار السيولة المتاحة في أصول مالية أخرى، ما أدى إلى ارتفاع أسعار هذه الأصول وتراجع عوائدها.

¹ Merili Palu, **QUANTITATIVE EASING AND ITS IMPACT ON THE USD/EUR EXCHANGE RATE**, Master's Thesis, TALLINN UNIVERSITY OF TECHNOLOGY School of Economics and Business Administration Department of Finance and Economics, Estonia, 2015,p 13.

²Takatoshi Ito, **We Are All QE-sians Now**, is available at: https://cigs.canon/event/report/uploads/pdf/140620-21_ito_paper.pdf

• من ارتفاع أسعار الأصول إلى زيادة الإنفاق: انعكس ارتفاع الثروة المالية على سلوك الأسر والشركات، مما حفز زيادة الإنفاق وعزز النشاط الاقتصادي العام¹.

ب. تأثير التيسير الكمي على الأسواق المالية

ساهم التيسير الكمي في انتعاش أسعار الأصول عالية المخاطر، خاصة خلال الجولة الأولى من البرنامج. أما الجولة الثانية، فقد شهدت تأثيرات مماثلة لكن المخاوف المرتبطة بأزمة ديون منطقة اليورو قللت من فعالية السياسة، مع تحول المستثمرين نحو الأصول الأكثر أماناً².

ج. تأثير التيسير الكمي على الإقراض المصرفي

رغم أن التيسير الكمي لم يكن موجّهاً مباشرة لتحفيز الإقراض، أظهرت البيانات وجود زيادات طفيفة في حجم الإقراض، خاصة من قبل البنوك الصغيرة. ومع ذلك، حدّت ضعف رؤوس الأموال لدى بعض البنوك أثناء الأزمة من فاعلية هذه القناة النقدية.

د. تأثير التيسير الكمي على الناتج المحلي الإجمالي والتضخم

تشير تقديرات بنك إنجلترا إلى أن المرحلة الأولى من التيسير الكمي ساهمت في رفع الناتج المحلي الإجمالي بنسبة نحو 1.5% وزيادة التضخم بنسبة 0.75%. وأظهرت دراسات لاحقة أن مشتريات الأصول التي تعادل 10% من الناتج المحلي يمكن أن ترفع الإنتاج بنسبة تصل إلى 2.4% وترفع مستوى الأسعار بنسبة 1.9% عند الذروة.

هـ. تأثير التيسير الكمي على البطالة

أفاد تقرير بنك إنجلترا بأن التيسير الكمي ساهم في تفادي تفاقم البطالة وانخفاض النمو الاقتصادي، إذ لولا تدخل البنك في شراء الأصول، لكان الوضع الاقتصادي أسوأ بكثير، مع احتمال إفلاس المزيد من الشركات وارتفاع معدلات البطالة بشكل أكبر.

2. برنامج التيسير الكمي في الاتحاد الأوروبي

1.2. خلفية السياسة النقدية في منطقة اليورو: مع اندلاع الأزمة المالية العالمية في 2007-2008 وتبعاتها التي شملت أزمة الديون السيادية في بعض دول منطقة اليورو، وجد البنك المركزي الأوروبي نفسه مضطراً لاعتماد سياسة نقدية توسعية لمواجهة هذه التداعيات. شملت هذه السياسة خفض أسعار

¹ Jonathan Bridges and Ryland Thomas, **The impact of QE on the UK economy –some supportive monetarist arithmetic**, Working Paper No. 442, bank of England, January 2012, p: 11-13.

² Michael A. S. Joyce, Nick McLaren, Chris Young, **Quantitative easing in the United Kingdom: evidence from financial markets on QE1 and QE2**, Oxford Review of Economic Policy, Volume 28, Number 4, 2012, p. 699

الفائدة إلى مستويات تقارب الصفر (Zero Lower Bound – ZLB) بهدف دعم التضخم وتحفيز النمو الاقتصادي الحقيقي.

إلا أن هذه الإجراءات، رغم أهميتها، لم تكن كافية لانتشال الأسواق المالية من ضعفها، حيث استمر تراجع المعروض النقدي ومحدودية السيولة في الاقتصاد. وعلى خلاف البنوك المركزية في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة، تردد البنك المركزي الأوروبي لفترة طويلة في إطلاق برنامج تيسير كمي واسع النطاق. ومع استمرار الضغوط الاقتصادية، أعلن البنك في يناير 2015 عن تبني برنامج التيسير الكمي أو ما يُعرف بـ "برنامج شراء الأصول الموسع (APP)"، بهدف دعم الطلب الكلي وتعزيز استقرار الأسعار في منطقة اليورو.

2.2. السياسة النقدية التقليدية للبنك المركزي الأوروبي

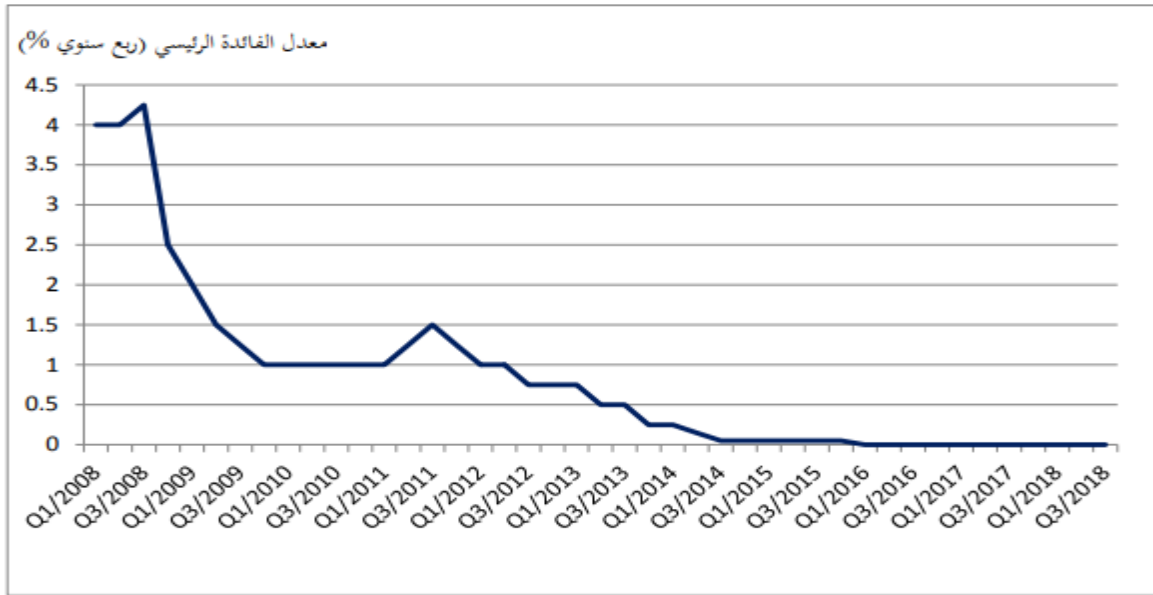
تُدار السياسة النقدية لمنطقة اليورو من خلال نظام اليورو، الذي يضم البنك المركزي الأوروبي (ECB) والبنوك المركزية الوطنية للدول الأعضاء البالغ عددها 19 دولة. ويتخذ مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي، المؤلف من المجلس التنفيذي ورؤساء البنوك المركزية الوطنية، القرارات المتعلقة بالسياسة النقدية¹.

تتمثل المهام الأساسية للبنك المركزي الأوروبي في:

1. الحفاظ على استقرار الأسعار كهدف رئيسي، وفقا للمادة 105 من معاهدة ماستريخت.
 2. إصدار العملة الأوروبية الموحدة (اليورو).
 3. تحديد أسعار الفائدة قصيرة الأجل.
 4. إدارة نظم الدفع المالية.
 5. الإشراف على الاحتياطات النقدية.
 6. تقديم المشورة للمؤسسات الأوروبية بشأن السياسات المالية والنقدية.
- ويستخدم البنك مؤشر الأسعار المنسق للمستهلك (HICP) لقياس التضخم، ويسعى إلى الحفاظ على معدل تضخم لا يتجاوز 2% على المدى المتوسط، كهدف أساسي لاستقرار الأسعار في منطقة اليورو.

¹ Kamal Mona, *The Experience of the European Monetary Union in the Coordination of Monetary and Fiscal Policies*, Munich Personal RePEc Archive (MPRA), No. 27764, posted 03 Jan 2011, p: 5.

الشكل رقم 6: أسعار الفائدة الرئيسية للبنك المركزي الأوروبي من 2000/1 إلى 2020/1



المصدر: البنك المركزي الأوروبي

3.2. من السياسة التقليدية إلى التيسير الكمي

بدأ البنك المركزي الأوروبي بالتدرج في تبني سياسات غير تقليدية، بدءاً بتخفيف حاد لأسعار الفائدة وتوسيع نطاق الإقراض طويل الأجل للبنوك. إلا أن تصاعد حدة الأزمة، خاصة بعد أزمة الديون في اليونان، أيرلندا، والبرتغال، وارتفاع أسعار الفائدة الرسمية في عام 2011، دفع البنك إلى التدخل من خلال برامج شراء السندات، التي شكلت نواة برامج التيسير الكمي اللاحقة¹.

1.3.2. برنامج شراء السندات المغطاة الأول (CBPP1) :

تم إطلاق هذا البرنامج في مايو 2009 بقيمة 60 مليار يورو واستمر حتى يونيو 2010. وكان الهدف منه تنشيط سوق السندات المغطاة، التي تمثل أحد أهم أدوات تمويل البنوك الأوروبية.

2.3.2. برنامج شراء السندات المغطاة الثاني (CBPP2) :

أطلق في نوفمبر 2011 بقيمة 40 مليار يورو، إلا أنه لم يحقق الأهداف المتوقعة، حيث لم تتجاوز قيمة المشتريات الفعلية 16.42 مليار يورو، نتيجة للطلب المرتفع على السندات المغطاة مقابل محدودية المعروض منها.

¹ Guenter W. Beck, Volker Wieland, **Quantitative Easing in the Euro Area: Its Record and Future Prospects**, IMFS Interdisciplinary Studies in Monetary and Financial Stability 1/2017, p: 13-14

3.3.2. البرنامج الثالث وشراء الأصول المدعومة بالأوراق المالية CBPP3 وABSPP:

في سبتمبر 2014، وسع البنك المركزي الأوروبي نطاق برامجه بإطلاق برنامج شراء الأصول المدعومة بالأوراق المالية (ABSPP)، إلى جانب البرنامج الثالث لشراء السندات المغطاة (CBPP3)

4.3.2. برنامج شراء القطاع العام (PSPP):

بدأ في مارس 2015، ويعد البرنامج الأوسع ضمن السياسة التوسعية للبنك المركزي الأوروبي. تم إدراجه ضمن "برنامج شراء الأصول الموسع (APP)"، ليشمل سندات حكومية، وسندات وكالات حكومية، ومؤسسات الاتحاد الأوروبي، حيث مثل PSPP النسبة الأكبر من البرنامج (85%).

تم توزيع المشتريات وفق ما يعرف بـ "مفتاح رأس المال"، الذي يأخذ في الاعتبار الناتج المحلي الإجمالي وعدد السكان لكل دولة، مع تحديد شروط محددة للمشتريات، أهمها أن تكون السندات من الدرجة الاستثمارية وأن تتراوح آجالها بين سنتين و30 سنة¹.

5.3.2. حجم المشتريات الشهرية وفق APP²:

- 60 مليار يورو (مارس 2015 - مارس 2016)
- 80 مليار يورو (أبريل 2016 - مارس 2017)
- 60 مليار يورو (أبريل - ديسمبر 2017)
- 30 مليار يورو (يناير - سبتمبر 2018)
- 15 مليار يورو (أكتوبر - ديسمبر 2018)

وفي نوفمبر 2019، استؤنفت المشتريات بمعدل 20 مليار يورو شهريا.

4.2. استجابة البنك المركزي الأوروبي لأزمة كوفيد-19

مع تفشي جائحة كوفيد-19، اتخذ البنك المركزي الأوروبي سلسلة من الإجراءات الطارئة:

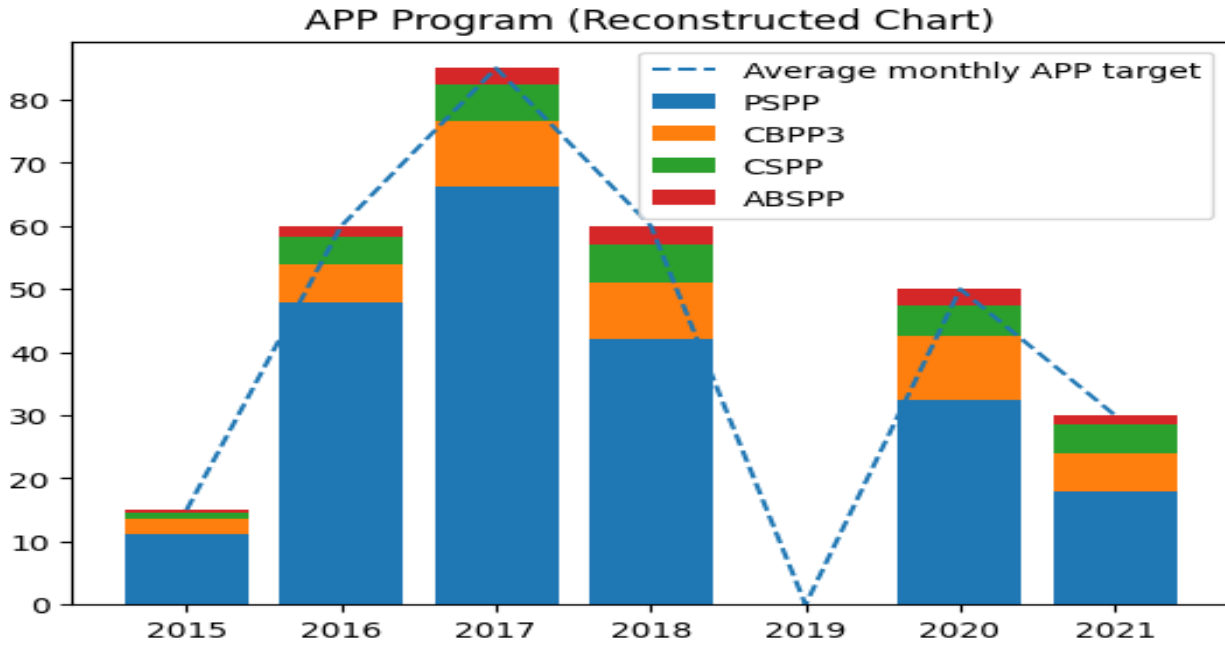
- الإبقاء على أسعار الفائدة دون تغيير؛
- تمديد برامج الإقراض طويل الأجل بشروط ميسرة؛

¹ Ralph S. J. Koijen; François Koulischer; Benoît Nguyen and Motohiro Yogo, **QUANTITATIVE EASING IN THE EURO AREA: THE DYNAMICS OF RISK EXPOSURES AND THE IMPACT ON ASSET PRICES**, Working Papers N° 601, Available on the Banque de France Website: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2836353

² **The European Central Bank (ECB), Asset purchase programmes**, available at: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>, consulted in: 18/02/2021

- تقديم حوافز للبنوك تشمل معدلات فائدة سلبية على القروض؛
- تخصيص 120 مليار يورو إضافية لشراء السندات الحكومية وسندات الشركات ضمن إطار التيسير الكمي.

الشكل رقم 7: برنامج شراء الأصول من طرف البنك المركزي الأوروبي (مليار أورو)



SOURCE: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

5.2. تأثيرات التيسير الكمي على الاقتصاد الأوروبي

أ. **النمو الاقتصادي:** ساهم التيسير الكمي في دعم النمو الاقتصادي بعد تراجع كبير نتيجة الأزمات المتعاقبة، حيث سجلت منطقة اليورو نمواً بنسبة 2.3% في عام 2017، وهو أعلى معدل خلال العقد الماضي. إلا أن اختلاف السياسات المالية بين الدول الأعضاء شكّل تحدياً أمام تحقيق تنسيق فعال مع السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي.

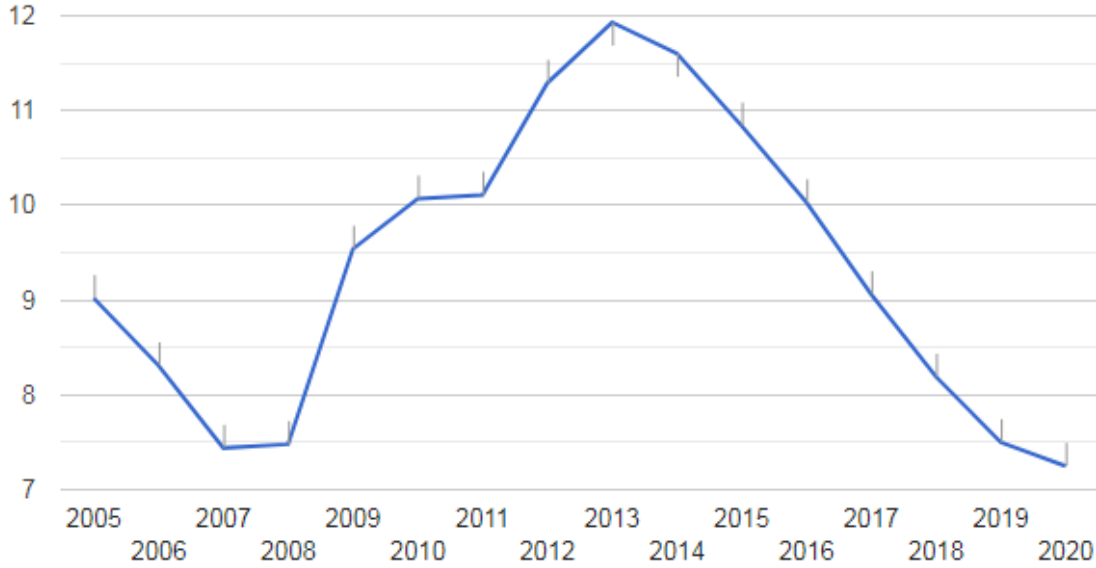
ب. **التضخم:** رغم تطبيق برامج التيسير الكمي، واجه البنك المركزي الأوروبي صعوبات في إعادة التضخم إلى مستواه المستهدف. بعد بدء البرنامج في 2015، ظل معدل التضخم متذبذباً دون تحقيق اختراق ملموس للحد المستهدف حتى عام 2016.

ج. **الأسواق المالية:** أظهرت الدراسات أن الجولة الأولى من التيسير الكمي أسهمت في خفض عوائد السندات وزيادة الطلب على الأصول المالية، إلا أن فعالية الجولات اللاحقة تراجعت، خاصة مع استقرار الأسواق مقارنة بالظروف المتوترة التي انطلقت فيها برامج مماثلة في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة.

د. **البطالة:** لم يتمكن التيسير الكمي من تحقيق انخفاض متجانس في معدلات البطالة عبر دول منطقة اليورو. فقد بلغت البطالة ذروتها في مايو 2013 عند 12%، وبدأت تتراجع تدريجياً بعد ذلك. ويُعزى

هذا التفاوت إلى غياب سياسة توظيف موحدة، مما يحدّ من تأثير السياسة النقدية على سوق العمل ويجعله متفاوتا من دولة لأخرى.

الشكل رقم 8: تطور معدل البطالة في منطقة اليورو للفترة 2005-2020/%



المصدر: من إعداد الباحث بناء على بيانات البنك الدولي

المبحث الثالث: تحديات تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر 2017-2022.

لمواجهة آثار الأزمة النفطية التي ضربت الجزائر عام 2014 وأثرت بشكل كبير على الاقتصاد الوطني، لجأت الحكومة إلى عدة إجراءات، أبرزها إصدار سندات خزينة في 2016 (الاستدانة الداخلية) لتغطية العجز في الميزانية العامة. إلا أن هذه المحاولة فشلت بسبب تدهور الثقة بين الحكومة والشعب واستمرار العجز، رغم ارتفاع أسعار المحروقات في 2017، ما أظهر محدودية الاعتماد على مصادر التمويل التقليدية.

في ظل هذه الظروف، اعتمدت الحكومة سياسة نقدية غير تقليدية لتمويل عجز الخزينة، تمثلت في التيسير الكمي لأول مرة في تاريخ الجزائر، مع تعديل قانون القرض والنقد. وتم تبني هذا القرار الاستثنائي لمدة خمس سنوات (2017-2022)، بحيث يقوم بنك الجزائر بتمويل المالية العامة مباشرة بعيدا عن الوسطاء الماليين. ويهدف هذا الإجراء إلى دعم الاقتصاد الوطني، تقادي الاستدانة الخارجية، دفع عجلة التنمية، وخلق مصادر تمويل مستدامة بعيدا عن اعتماد الدولة على عائدات المحروقات.

المطلب الأول: البيئة الاقتصادية والمالية في الجزائر قبيل تطبيق سياسة التيسير الكمي

شهدت الجزائر منذ منتصف عام 2014 تراجعا حادا في أسعار النفط، مما أثر بشكل مباشر على المالية العامة، وأدى إلى تآكل سريع للمدخرات الموازنية المتراكمة على مدى سنوات، إضافة إلى تعليق العديد

من المشاريع العامة الجارية. كما فشلت سياسة القرض المستندي التي اعتمدها الحكومة سنة 2016، في ظل ندرة مصادر التمويل البديلة واستبعاد الاستدانة الخارجية، مما زاد من الضغوط على المالية العامة.

وفي هذا السياق، أوصى بعض الخبراء في تقرير صدر أبريل 2017 بعنوان "تمويل الاقتصاد المزلق والحلول الممكنة باستخدام التمويل غير التقليدي (التيسير الكمي)" بتبني آليات غير تقليدية لمعالجة تدهور السيولة المصرفية وصعوبات تمويل الاقتصاد.

استجابة لذلك، أقدمت السلطات على تعديل قانون القرض والنقد بإدخال المادة 45 مكرر، التي تخول لبنك الجزائر، بشكل استثنائي ولمدة خمس سنوات، شراء السندات المالية الصادرة عن الخزينة مباشرة، بهدف: تغطية احتياجات تمويل الخزينة، تمويل الدين العمومي الداخلي، وتمويل الصندوق الوطني للاستثمار. كما تم ربط تنفيذ هذه الآلية ببرنامج الإصلاحات الهيكلية الاقتصادية والميزانية، مع متابعة دقيقة من قبل الخزينة وبنك الجزائر لضمان الوصول إلى توازنات مالية ونقدية في نهاية الفترة المحددة.

وثنوّه أسباب اللجوء إلى التيسير الكمي في الجزائر بشكل أساسي كحل استعجالي للأزمة الاقتصادية الناتجة عن انهيار أسعار النفط في 2014، ويمكن تلخيصها فيما يلي:

1. العجز في ميزان المدفوعات: نتيجة لانخفاض أسعار النفط عام 2014، شهدت عوائد صادرات الجزائر من المحروقات انخفاضا حادا، وهو ما أثر بشكل مباشر على الميزان التجاري نظرا لاعتماد الاقتصاد بشكل كبير على النفط وضعف الصادرات غير النفطية. وقد سجل الميزان التجاري عجزا متتاليا بلغ 28.08 مليار دولار في 2015 و 26.03 مليار دولار في 2016. وفي 2017 انخفض العجز إلى 20.04 مليار دولار، ليس نتيجة تحسن الصادرات، بل بسبب إجراءات تقليص الواردات. وبالموازاة، شهد ميزان المدفوعات انخفاضا متتاليا من 26.03 مليار دولار في 2016 إلى 21.76 مليار دولار في 2017 (11.06 مليار دولار في النصف الأول و 10.70 مليار دولار في النصف الثاني)، مما يعكس تراجعاً ملموساً مقارنة بالعام السابق.

2. السيولة النقدية: قدرت السيولة المصرفية 2730.9 مليار دينار في نهاية ديسمبر 2014. ومع تراجع أسعار النفط واستمرار العجز في ميزان المدفوعات، تقلصت السيولة لتبلغ 1833 مليار دينار في نهاية 2015، ثم 821 مليار دينار في نهاية 2016، وأخيرا 512 مليار دينار في أكتوبر 2017، على الرغم من استئناف بنك الجزائر لعمليات إعادة التمويل ابتداء من مارس 2017.

3. احتياطي الصرف: شكلت احتياطات الصرف منذ بداية الألفية المصدر الرئيسي للكتلة النقدية في الجزائر. فقد ارتفعت من 24.85 مليار دولار في 2000 إلى 99.97 مليار دولار في 2008، ووصلت إلى أعلى مستوى لها بـ 194.01 مليار دولار في 2013، نتيجة تجاوز أسعار النفط 100 دولار للبرميل بعد تعافي السوق من الأزمة المالية العالمية 2008. إلا أن الاحتياطات تراجعت إلى 178.93 مليار دولار في 2014 بسبب انخفاض سعر النفط من 109.55 دولار في 2013 إلى 100.71 دولار

للبرميل، ثم إلى 121.9 مليار دولار في 2016، وأخيرا إلى 105 مليار دولار في يوليو 2017، بعد نفاذ صندوق ضبط الإيرادات الذي بلغ 144.1 مليار دولار في فبراير 2015.

ميزانية الدولة: عانت الجزائر من مستويات منخفضة لمتوسط سعر البترول مقارنة بالسعر المرجعي المعتمد في إعداد الميزانية، حيث بلغ متوسط سعر النفط الجزائري 44.28 دولار في 2016 و54 دولار في 2017، مقابل سعر مرجعي قدره 45 دولار في 2016 و50 دولار في 2017، وفق إحصاءات منظمة الأوبك. وقد أثر هذا التراجع على التوازنات المالية وأدى إلى تقادم الأزمة المالية منذ صيف 2014، ليسجل عجز الميزانية 1567 مليار دينار في 2016 مقابل 795 مليار دينار في 2017، بينما بلغ عجز الخزينة العمومية 2245 مليار دينار ما يعادل 12.9% من إجمالي الناتج الداخلي الخام في 2017.

سعر الصرف: تواجه الجزائر انخفاضا في القدرة الشرائية للدينار، حيث بلغ سعر صرف اليورو 140 دينار جزائري في السوق الرسمي، ووصل إلى 220 دينار في السوق الموازية. وقد أدى ذلك إلى استبعاد خيار تخفيض قيمة العملة كأداة لمواجهة الأزمة المالية، كما تم اللجوء له سابقا لزيادة الإيرادات.

سوق العمل: بلغ عدد القوى العاملة 12.277 مليون شخص في أبريل 2017، مع تسجيل 1.508 مليون عاطل عن العمل، ما يعادل معدل بطالة بنسبة 12.3%، بارتفاع قدره 1.8 نقطة مقارنة مع سبتمبر 2016. أما معدل بطالة الشباب (16-24 سنة) فبلغ 29.7%. ويعتبر معدل البطالة الرسمي منخفضا نسبيا لأنه يشمل الموظفين الزائدين في الإدارات والمؤسسات العمومية، حيث بلغ عدد الموظفين 2.020 مليون شخص في يناير 2015، منهم 1.608 مليون موظف فعلي.

المطلب الثاني: الإطار القانوني والتنظيمي للسياسة النقدية في الجزائر

لعبت السياسة النقدية دورا محوريا في الاقتصاد الجزائري، ما دفع المشرع إلى تنظيمها من خلال تشريعات متنوعة تشمل القوانين، الأوامر الرئاسية، وقوانين المالية، إلى جانب نصوص تنظيمية أخرى.

1. الإطار التشريعي للسياسة النقدية

1.1. إنشاء البنك المركزي الجزائري: بعد استقلال الجزائر عام 1962، تم اعتماد الدينار كعملة وطنية وإنشاء البنك المركزي الجزائري لإدارة السياسة النقدية، وفق القانون رقم 62-144 الصادر في 13 ديسمبر 1962، الذي حدد تأسيس البنك وصلاحياته الأساسية.

2.1. إصدار قانون النقد والقرض لسنة 1990، رقم 90-10

منذ سنة 1962، لم تعرف السياسة النقدية في الجزائر تأطيرا حقيقيا إلى غاية صدور قانون النقد والقرض رقم 90-10، حيث عرفت هذه السياسة، ابتداء من سنة 1990، تحولا جذريا أعاد لها الاعتبار

بوصفها مُتغيِّراً أساسياً في الاقتصاد الوطني، بعدما كانت مهامها غير واضحة المعالم خلال المرحلة السابقة.

وقد تميّزت تلك الحقبة بتشتت السلطة النقدية عبر مستويات متعدّدة، نتيجة الخلط القائم بين السلطة النقدية وسلطة الخزينة العمومية. ومن ثمّ، جاء قانون النقد والقرض ليُلغي هذا التعدّد ويضع حدّاً لهذا الخلط في مراكز السلطة النقدية، وذلك من خلال إنشاء سلطة نقدية¹ واحدة مستقلة، أُسندت إلى مجلس النقد والقرض، الذي أصبح يتمتع بكامل الصلاحيات بوصفه السلطة النقدية الوحيدة في البلاد. كما تضمّن هذا القانون أفكاراً جديدة تتعلق بتنظيم النظام المصرفي وتحسين أدائه، إذ تعكس المبادئ التي يقوم عليها، وآليات العمل التي يعتمد عليها، إلى حدّ كبير الصورة المستقبلية للنظام المصرفي الجزائري. ويُعدّ من أبرز هذه المبادئ الفصل بين دائرة الميزانية ودائرة الائتمان؛ فبعدما كانت الخزينة العمومية، في ظلّ النظام المُوجّه، تضطلع بالدور الأساسي في تمويل استثمارات المؤسسات العمومية، أصبح دورها يقتصر على تمويل الاستثمارات العمومية المُخطّطة من طرف الدولة، مع إبعادها عن نشاط منح القروض للاقتصاد، بما يسمح ببلوغ الأهداف التالية²:

- استعادة البنوك والمؤسسات المالية لوظائفها التقليدية، ولا سيما نشاط منح القروض وتمويل الاقتصاد؛
- تراجع التزامات الخزينة العمومية في مجال تمويل النشاط الاقتصادي؛
- إرساء قانون النقد والقرض رقم 90-10 لنظام مصرفي قائم على مستويين، حيث فصل بين نشاط البنك المركزي بوصفه سلطة نقدية، ونشاط البنوك التجارية باعتبارها مورّعا للقروض. وبموجب هذا الفصل، أصبح البنك المركزي يُمثّل فعلياً «بنك البنوك»، يتولّى مراقبة نشاطها والإشراف على عملياتها؛
- تنصيب القانون صراحة على منح رخص إنشاء البنوك والمؤسسات المالية الوطنية والأجنبية، بهدف إرساء منافسة حقيقية بين البنوك، بما يُسهم في تحسين جودة الخدمات المصرفية؛
- إدخال وظائف وأنشطة جديدة على البنوك، تندرج ضمن إطار الوساطة البنكية والأسواق المالية المباشرة، وهو ما أدّى إلى تطوّر الأنشطة البنكية وتنويعها، حيث أصبحت البنوك تمارس نشاطات مالية مستحدثة، من بينها تقديم سلفٍ للمساهمة في رؤوس أموال المؤسسات، وكذا إصدار السندات؛
- استعادة قيمة الدينار الوطني، ووضع حدّ لمختلف أشكال التدخّل الإداري في القطاع المالي والمصرفي، إلى جانب تقليص دور الخزينة العمومية وإعادة تنظيم مسألة الديون.

ولم يتوقّف مسار إصلاح النظام المصرفي الجزائري عند تبني قانون النقد والقرض رقم 90-10، على الرغم ممّا حملهُ من تغييرات جوهرية مست الإطّار التشريعي للنظام المصرفي وآليات تسييره، بل تواصل

¹ القانون 90-10 المتعلق بالقرض والنقد المؤرخ في 14 أبريل 1990، المادة 44.

² رابحي مختار، التأطير القانوني للعمل المصرفي في الجزائر - دراسة استبنايية تحليلية للأمر 10-04، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 6، العدد 2، سبتمبر 2015، ص 149-150.

هذا المسار من خلال اعتماد قوانين ونصوصٍ تشريعيةٍ مصرفيةٍ جديدة. وقد جاء إصدار هذه التشريعات استجابة لما عاناه النظام المصرفي الجزائري من اختلالاتٍ وسلبيات، تمثلت خصوصا في عدم احترام قواعد العمل المصرفي، وعدم الالتزام بها من طرف بعض البنوك الخاصة، الأمر الذي استدعى مراجعة الإطار التشريعي ووضع أسسٍ رقابيةٍ جديدة، تهدف إلى إرساء نظامٍ رديءٍ صارمٍ للمخالفات، وضمان أمن واستقرار النظام المصرفي بصفة عامة.

وعليه، يمكن التمييز خلال هذه الفترة بين مرحلتين رئيسيتين للسياسة النقدية:

المرحلة الأولى (1990-1993):¹ تُمثّل هذه المرحلة الفترة التي سبقت تطبيق برنامج التعديل الهيكلي، حيث انّسم توجه السياسة النقدية بالطابع التوسعي، إذ انصبّ هدفها الأساسي على تمويل العجز الكبير في الميزانية العامة، وتلبية احتياجات الائتمان لدى المؤسسات العمومية. كما ساهم التراجع عن السياسة المالية الانكماشية التي انتهجتها الحكومة في مرحلة سابقة، وذلك من خلال اعتماد برنامج الاستعداد الائتماني بموجب الاتفاقيتين المبرمتين مع صندوق النقد الدولي، الأولى بتاريخ 31 ماي 1989 ولمدة اثني عشر (12) شهرا، والثانية بتاريخ 3 جوان 1991 إلى غاية مارس 1992، واللتين كانتا تهدفان إلى مراقبة الكتلة النقدية وتقليص حجم الميزانية العامة، في زيادة الإصدار النقدي، وما ترتب عنه من ضغوطٍ تضخمية.

المرحلة الثانية (1994-2000) :

تميّزت هذه المرحلة بجعل خفض معدل التضخم الهدف الرئيسي للسياسة النقدية، حيث تمّ اعتماد سياسة نقدية انكماشية صارمة ابتداء من سنة 1994، بهدف احتواء معدلات التضخم التي بلغت مستويات قياسية خلال المرحلة السابقة، نتيجة التوسع النقدي. وقد تزامن ذلك مع تطبيق برنامج التثبيت الهيكلي الممتد من 22 ماي 1994 إلى 21 ماي 1995، والذي حدّد جملة من أهداف السياسة النقدية، من أبرزها تقليص معدل نمو الكتلة النقدية من 21.6% سنة 1993 إلى 14% سنة 1994. كما استمرّ تقييد السياسة النقدية في ظلّ تنفيذ برنامج التعديل الهيكلي خلال الفترة الممتدة من 22 ماي 1995 إلى 21 ماي 1998.

3.1. تعديل سنة 2001 وإعادة تنظيم بنك الجزائر

بعد أكثر من عشر سنواتٍ على صدور قانون النقد والقرض رقم 90-10، أُدخل عليه أول تعديلٍ بموجب الأمر الرئاسي رقم 01-01 المؤرخ في 27 فيفري 2001. وقد مسّ هذا التعديل، بصفة خاصة، الجوانب الإدارية المتعلقة بتسيير وإدارة بنك الجزائر، دون أن يُحدث تغييرا في جوهر قانون النقد والقرض أو في أحكامه الأساسية.

¹ مختار بوضياف، أثر التحرير المالي على السياسة النقدية في الجزائر في الفترة 1990-2010، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة يحي فارس المدينة 2012، ص 85.

وهدفت التعديلات التي تضمنتها الأمر 01-01 أساسا إلى إعادة هيكلة مجلس النقد والقرض، من خلال تقسيمه إلى جهازين¹ متميزين:

• **الجهاز الأول:** مجلس الإدارة، ويتولى الإشراف على إدارة وتسيير شؤون البنك المركزي في حدود الصلاحيات المنصوص عليها قانونا؛

• **الجهاز الثاني:** مجلس النقد والقرض، المكلف بأداء دور السلطة النقدية، مع تخليه عن مهامه السابقة كمجلس إدارة لبنك الجزائر.

كما نصّ الأمر رقم 01-01 على رفع عدد أعضاء مجلس النقد والقرض المعيّنين من طرف رئيس الحكومة من ثلاثة (03) أعضاء إلى ستة (06) أعضاء، وذلك طبقا للمادة 10 منه. وإضافة إلى ذلك، تمّ إلغاء المادة 22 من قانون النقد والقرض رقم 90-10، والتي كانت تحدّد مدّة ولاية محافظ بنك الجزائر ونوابه، وكذا شروط إنهاءها.

وبموجب هذا التعديل، أُسند تسيير بنك الجزائر وإدارته ومراقبته، على التوالي، إلى محافظ يُساعدُهُ ثلاثة (03) نواب، ومجلس إدارة، ومراقبان. ويتكوّن مجلس الإدارة من المحافظ رئيسا، ونواب المحافظ أعضاء، إضافة إلى ثلاثة موظفين سامين يُعيّنهم رئيس الحكومة.

وفي الإطار نفسه، تضمن الأمر 01-01 إلغاء الفقرة الثالثة من المادة 23 من قانون النقد والقرض، والتي كانت تمنع المحافظ ونوابه من الاقتراض من أيّة مؤسسة جزائرية أو أجنبية، كما كانت لا تقبل التعهدات الصادرة عنهم في محفظة البنك المركزي أو في محفظة أيّ بنك عامل داخل التراب الوطني. وقد شكّل هذا المنع آلية وقائية للحيلولة دون استغلال المنصب في الحصول على قروض أو تمويلات ذات طابع شخصي. غير أنّ إلغاء هذا القيد بموجب تعديل سنة 2001 أتاح للمحافظ ونوابه إمكانية الحصول على قروض وتمويلات من مؤسسات وطنية أو أجنبية، وكذا التعامل في محافظ بنك الجزائر وبقية البنوك الناشطة في الجزائر.

وخلاصة القول، فإنّ أبرز ملاحظة يمكن تسجيلها بخصوص هذا التعديل تتمثل في تقليص درجة استقلالية بنك الجزائر، وارتفاع مستوى تدخّل الحكومة في تسيير النظام المصرفي، وهو ما تعكسه بوضوح تركيبة مجلس النقد والقرض وكيفية تعيين أعضائه.

4.1. صدور الأمر 11-03 وإعادة صياغة القانون المصرفي:

بعد تحسن بالأداء الاقتصادي بسبب تحسن ارتفاع أسعار البترول، وانطلاق برنامج الإنعاش الاقتصادي خلال الفترة 2001-2004، عرفت السياسة النقدية صدور أمر آخر بعد الأمر 01-01 وهو الأمر

¹ بهناس العباس، بن أحمد لخضر، النظام المصرفي الجزائري في ظل الامر 11 30 المتعلق بالنقد والقرض والتحديات الراهنة له، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 4، العدد 2، 2013، ص 37-38.

03-11 وذلك 26 أوت 2003. بعدما لاحظت السلطات الضعف الذي لازال يتخبط فيه: أداء الجهاز البنكي مقارنة بالتحويلات الاقتصادية السريعة، خاصة بعد فضيحة بنك الخليفة والبنك التجاري والصناعي، حيث أُنصح ضعف آليات المراقبة التي يستعملها بنك الجزائر.

فجاء هذا الأمر بعدة بنقاط تسمح لبنك الجزائر بممارسة صلاحياته بشكل أفضل حيث:

- تم الفصل بين مجلس الإدارة المكلفة بتسيير البنك كمؤسسة، وبين مجلس النقد والقرض الذي يمارس اختصاصات جوهرية في مجال سياسة النقد والقرض؛

- توسيع صلاحيات مجلس النقد والقرض المحول باختصاصات في مجال السياسة النقدية، وسياسة الصرف، والتنظيم والإشراف، وأنظمة الدفع؛

- إقامة هيئة رقابية، مكلفة بمهمة متابعة نشاطات البنك ولاسيما النشاطات المتصلة بتسيير مركزية المخاطر ومركزية المستحقات غير المدفوعة والسوق النقدية؛

- يعزز القانون التشاور بين بنك الجزائر والحكومة في المجال المالي ويشير هذا المضمون إلى شروط عرض التقارير الاقتصادية والمالية والتقارير المتصلة بالتسيير، التي يرفعها بنك الجزائر إلى مختلف مؤسسات الدولة؛

- ينشأ لجنة مشتركة بين بنك الجزائر ووزارة المالية للإشراف على تسيير الرصد الخارجية والمديونية الخارجية،

- ينظم سيولة أفضل في انسياب المعلومات المالية التي أصبحت ضرورية بحكم مكافحة الآفات المعاصرة تبيض الأموال؛

- يسمح بضمان حماية أفضل للبنوك والساحة المالية والادخار العمومي ومن شأنه أيضا أن يعزز شروط ومقاييس اعتماد البنوك ومسيري البنوك والعقوبات الجزائية التي يتعرض لها مرتكبوا المخالفات يصدر مجلس النقد والقرض نظام يحدد الحد الأدنى الجديد لرأسمال البنوك والمؤسسات المالية وسيعمل على هذا الأساس بنك الجزائر على تعزيز التقييم لطلبات الاعتمادات الجديدة،

- يشكل قاعدة للرقابة على الوثائق والمستندات ويسمح بالتقييم والاطلاع السريع على تطور الوضعية المالية الخاصة بكل بنك.

5.1. تعديل قانون النقد والقرض بموجب الامر رقم 10-04

جاء الامر رقم 10-04 المؤرخ في 26 اوت 2010 حاملا جملة من التعديلات الجزئية والكلية، شملت من جهة مكانة البنك المركزي، ومن جهة اخرى تنظيم وسير النظام المصرفي الجزائري بصفة عامة، وذلك على النحو الآتي:

أ. على الصعيد الجزئي: تركزت التعديلات في هذا الإطار على الجوانب التالية:

- عدم اخضاع بنك الجزائر لالتزامات القيد في السجل التجاري، على الرغم من ان المادة 09 من الامر رقم 03-11 تعتبره تاجرا في علاقاته مع الغير؛
 - توسيع نطاق اعفاء بنك الجزائر من كافة الضرائب والرسوم والحقوق والاعباء الجبائية، مهما كانت طبيعتها، ابتداء من عمليات الطباعة وصولا الى مختلف العمليات المرتبطة بنشاطاته؛
 - تامين الدور المحوري للبنك المركزي في تحقيق الاستقرار النقدي، لاسيما من خلال مكافحة التضخم، وكذا الاسهام في ضمان الاستقرار المالي المرتبط بسلامة المؤسسات المالية وملاءمة الاسواق المالية؛
 - اسناد مهمة اعداد ميزان المدفوعات وعرض الوضعية المالية الخارجية للجزائر الى بنك الجزائر، وهي من المهام التقليدية التي تضطلع بها البنوك المركزية عبر العالم.
- ب. على الصعيد الكلي: تضمن هذا التعديل مجموعة من الاحكام المتعلقة بتنظيم سير النظام المصرفي الجزائري ككل، يمكن اجمالها فيما يأتي:
- الزام البنوك العاملة في الجزائر بفتح حسابات دائنة لدى بنك الجزائر، تستخدم لتسوية العمليات في اطار نظم الدفع، بدلا من نظام المقاصة الذي كان معمولا به سابقا. وتكتسي نظم الدفع اهمية بالغة نظرا لدورها في تطوير القطاع المالي، وتقليص المخاطر، وتعزيز فعالية التحويلات المالية، مع تسهيل ادارة السيولة، بما يمثل توجها نحو تقديم خدمات مصرفية حديثة تسهم في عصنة النظام المصرفي الجزائري؛
 - توجيه البنوك التجارية نحو توسيع نطاق الخدمات المصرفية الحديثة، والاضطلاع بدور بنوك الاعمال، في إطار الضوابط التي يضعها مجلس النقد والقرض. كما أكد التعديل ان الترخيص بالمساهمات الاجنبية في البنوك والمؤسسات المالية الخاضعة للقانون الجزائري لا يتم الا في إطار شراكة تضمن الا تقل نسبة المساهمة الوطنية عن 51% من راس المال؛
 - اقرار بنك الجزائر، عن طريق نظام يصدره مجلس النقد والقرض، الية احداث جهاز رقابة داخلية يهدف الى التحكم في نشاطات البنوك والمؤسسات المالية، وضمان الاستعمال الفعال لمواردها، وتعزيز شفافية العمليات المصرفية ومصادرها، والاحاطة بمختلف انواع المخاطر، بما في ذلك المخاطر التشغيلية، والتحقق من صحة المعلومات المالية. كما الزم التعديل البنوك والمؤسسات المالية بانشاء اجهزة رقابة داخلية فعالة تضمن مطابقة نشاطاتها للقوانين والتنظيمات السارية، واحترام التعليمات والاجراءات الصادرة عن بنك الجزائر.

2. اهم اللوائح التنظيمية لأدوات السياسة النقدية في الجزائر

مع بداية سنة 2001، وبفعل تحسن اوضاع اسواق المحروقات العالمية، دخل الاقتصاد الجزائري مرحلة اتسمت بتحقيق فائض معتبر في السيولة المصرفية. وقد ادى هذا الوضع الى تراجع فعالية، بل وتعطل، معظم ادوات السياسة النقدية التي كانت معتمدة خلال العشرية السابقة (1990-2000)، بما في ذلك اداة اعادة الخصم، الامر الذي دفع السلطات النقدية الى اعادة تنشيط بعض الادوات التقليدية، الى جانب استحداث ادوات نقدية جديدة تتلاءم مع واقع فائض السيولة. وقد تجسد ذلك من خلال ما يأتي:

1.2. اعادة تنشيط اداة الاحتياطي الاجباري: اعيد تفعيل الاحتياطي الاجباري بوصفه اداة غير مباشرة للسياسة النقدية، وذلك بموجب تعليمة بنك الجزائر رقم 01-01 المؤرخة في 11 فيفري 2002. وقد تضمنت هذه التعليمية مراجعة لمعدلات تكوين الاحتياطيات الاجبارية، وكذا معدلات الفائدة المكافئة لها، حيث تم تعديلها عدة مرات بما ينسجم مع تطورات السوق النقدية .

2.2. استحداث الية استرجاع السيولة عبر نداءات العروض: بموجب تعليمة بنك الجزائر رقم 02-02 المؤرخة في 11 افريل 2002، تم ادخال وسيلة غير مباشرة جديدة تمثلت في استرجاع السيولة عن طريق نداءات العروض. وتهدف هذه الالية الى تعقيم وامتصاص فائض السيولة لدى النظام البنكي، حيث تنجز العمليات في البداية لفترات نضج قصيرة (07 ايام) او متوسطة (03 اشهر)، ثم تم لاحقا توسيع آجالها لتشمل مدة ستة (06) اشهر ابتداء من جانفي 2013 .

3.2. ادخال تسهيلة الودائع المغلة بفائدة: في سنة 2015، استحدثت وسيلة غير مباشرة اخرى لامتصاص فائض السيولة البنكية، عرفت بتسهيل الودائع المغلة بفائدة، وذلك بموجب تعليمة بنك الجزائر رقم 04-05 المؤرخة في 14 جوان 2015. وتتمثل هذه الاداة في وديعة يضعها البنك التجاري، بمبادرة منه، لدى بنك الجزائر لمدة اربع وعشرين (24) ساعة، مقابل سعر فائدة ثابت يحدده البنك المركزي .

4.2. الاطار القانوني المنظم لاستخدام ادوات السياسة النقدية: تخضع كيفية استخدام هذه الادوات، وغيرها من اليات السياسة النقدية، لأحكام النظام القانوني رقم 90-02 المتعلق بعمليات السياسة النقدية وادواتها واجراءاتها، والمعدل والمتمم بالنظام القانوني رقم 09-02 لسنة 2009 .

5.2. تعديل الاطار التنظيمي لأدوات السياسة النقدية: كما صدر النظام القانوني رقم 17-03 لسنة 2017، الذي جاء ليتم ويعدل احكام النظام القانوني السابق، والمتعلق بعمليات السياسة النقدية وادواتها واجراءاتها. وقد تضمن هذا النظام اربع (04) مواد عدلت المادتين 06 و07 من النظام رقم 09-02، حيث انصبت التعديلات اساسا على تحديد طبيعة الاوراق المالية المقبولة في عمليات السياسة النقدية، ولا

سيما السندات العمومية الصادرة او المضمونة من طرف الدولة والقابلة للتداول في السوق، فضلا عن ضبط شروط قبول الاوراق الخاصة، سواء القابلة للتداول او غير القابلة له .

المطلب الثالث: تدابير تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر والاصلاحات المرافقة له (2017-2022)

عملت السلطات العمومية في الجزائر على وضع إطار قانوني وتنظيمي واضح يحدد شروط وكيفيات تطبيق سياسة التيسير الكمي، الى جانب جملة من الاصلاحات الاقتصادية والمالية المرافقة، وذلك بهدف ضمان تحقيق الاهداف المرجوة من هذا النمط غير التقليدي للتمويل.

1. اجراءات تطبيق سياسة التيسير الكمي

لجأت الحكومة الجزائرية الى اعتماد سياسة التيسير الكمي من خلال تعديل قانون النقد والقرض رقم 03-11، وذلك بموجب القانون رقم 17-10 الصادر بتاريخ 11 اكتوبر 2017، والمنشور في الجريدة الرسمية رقم 57 بتاريخ 12 اكتوبر 2017، والمتمم للامر رقم 03-11 المؤرخ في 26 اوت 2003. وقد تجسد هذا التعديل اساسا في ادراج المادة 45 مكرر ضمن قانون النقد والقرض، والتي تنص على مايلي :

بغض النظر عن جميع الاحكام المخالفة، يقوم بنك الجزائر، ابتداء من تاريخ دخول هذا الحكم حيز التنفيذ، وبصفة استثنائية ولمدة خمس (05) سنوات، بشراء السندات المالية التي تصدرها الخزينة العمومية، مباشرة منها، وذلك بهدف المساهمة على وجه الخصوص في:

- تغطية احتياجات تمويل الخزينة؛
- تمويل الدين العمومي الداخلي؛
- تمويل الصندوق الوطني للاستثمار).

كما نصت المادة ذاتها على ان تنفيذ هذه الالية يندرج في اطار مرافقة برنامج الاصلاحات الهيكلية الاقتصادية والمالية، والتي يفترض ان تفضي، في نهاية الفترة القصوى المحددة، الى تحقيق:

- توازنات خزينة الدولة؛
- وتوازنات ميزان المدفوعات.

وقد انيطت مهمة متابعة تنفيذ هذه الاحكام الى كل من الخزينة العمومية وبنك الجزائر، وفق كيفيات تحدد عن طريق تنظيم خاص.

2. الابعاد غير التقليدية لاليات التمويل المعتمدة

ادى هذا التعديل الى احداث تحول جوهري في طبيعة العلاقة المالية بين الخزينة العمومية وبنك الجزائر، حيث فتح المجال امام لجوء اوسع الى التمويل المباشر، بما يعني عمليا امكانية طباعة مزيد من الاوراق النقدية، من خلال تجاوز القيود التقليدية التي كان يفرضها قانون النقد والقرض. ويمكن ابراز هذه التغييرات من خلال النقاط الآتية:

1.2. رفع سقف التمويل المباشر للخزينة: تقليديا، وطبقا للمادة 46 من قانون النقد والقرض، كان يسمح لبنك الجزائر بمنح الخزينة العمومية سلفا في شكل حساب جار مكشوف، على الا يتجاوز رصيده 10% من اجمالي الإيرادات العادية للدولة المحققة خلال السنة المالية السابقة، مع الزامية تسديده في اجل لا يتعدى 240 يوما. وعلى سبيل المثال، لم يكن بإمكان الخزينة العمومية خلال سنة 2017 الاقتراض بأكثر من 343.5 مليار دينار، استنادا الى حجم الإيرادات العادية لسنة 2016 (دون احتساب الجباية البترولية). اما بموجب التعديل الجديد، فقد الغي هذا السقف، واتيح للخزينة فتح حساب جار مكشوف دون حدود ائتمانية محددة، وبشروط ميسرة، ما مكنها من مورد مالي جديد وغير تقليدي.

2.2. الانتقال من السوق الثانوية الى السوق الاولية: في ظل التشريع السابق، كان يسمح لبنك الجزائر بشراء سندات الخزينة العمومية فقط من السوق الثانوية، اي من البنوك التجارية والمؤسسات المالية. غير ان تعديل سنة 2017 حول للبنك المركزي شراء هذه السندات مباشرة من الخزينة في السوق الاولية، وهو ما يمثل أحد أبرز الابعاد غير التقليدية لسياسة التيسير الكمي .

3.2. التخلي عن معيار جودة الاصول المالية: سابقا، وبحكم استقلالية البنك المركزي، كان بنك الجزائر يكتتب فقط في الاوراق المالية عالية الجودة، متعاملا في السوق النقدية وفق معايير استثمارية صارمة، الامر الذي حد من اقباله على سندات الخزينة العمومية بسبب ضعف جودتها المالية وارتفاع مخاطرها. اما في إطار التمويل غير التقليدي، فقد أصبح البنك المركزي يشتري الاصول المالية الصادرة عن الخزينة بغض النظر عن مستوى المخاطر او جودة هذه الاصول، وهو ما وفر سيولة معتبرة مكنت الخزينة من الوفاء بالتزاماتها، وتمويل عجز الميزانية، ودعم موارد الصندوق الوطني للاستثمار .

4.2. رفع القيود عن الاصدار النقدي: في ظل القواعد التقليدية لسياسة النقدية، كان اصدار النقود الاضافية يخضع لتقديرات اقتصادية دقيقة مرتبطة بوضع الاقتصاد الكلي. غير ان تعديل قانون النقد والقرض لسنة 2017 ألغى هذه القيود، واتاح لبنك الجزائر امكانية توسيع الاصدار النقدي لتلبية احتياجات الخزينة العمومية، بما يكرس هذا التوجه بوصفه مصدرا غير تقليدي لتمويل الاقتصاد الوطني .

3. مبادئ التيسير الكمي وفق قانون النقد والقرض(10-17) :

لتحديد مبادئ تطبيق سياسة التيسير الكمي كما وردت في قانون النقد والقرض رقم (10-17)، والتي تقوم أساسا على إصدار نقدي جديد، يتعين العودة إلى طبيعة العلاقة التي كانت قائمة بين بنك الجزائر والخزينة العمومية بموجب الأمر (03-11)، وكذا إلى محددات سقف الإصدار النقدي المعمول بها قبل هذا التعديل، وذلك بغرض إبراز التحولات الجوهرية التي طرأت على مسار السياسة النقدية في الجزائر.

1.3.1. سقف الإصدار النقدي قبل صدور قانون(10-17) :

حدد الأمر (03-11) الحالات التي يسمح فيها لبنك الجزائر بإصدار نقود جديدة، ويمكن حصرها فيما يلي:

1.1.3. الذهب النقدي والعملات الأجنبية:

تتم تسوية المبادلات التجارية الدولية باستخدام العملات الأجنبية والذهب النقدي، وينتج عن ذلك تحقيق فوائض لدى الدول المصدرة. غير أن هذه الفوائض لا يتم تداولها داخل الاقتصاد الوطني، مما يدفع البنوك المركزية إلى تحويلها إلى عملة وطنية عبر إصدار مقابل نقدي محلي، أي طباعة نقود جديدة مغطاة بقيمة هذه الفوائض من الذهب والعملات الأجنبية.

في الجزائر، وقبل صدور قانون (10-17)، كانت فوائض الذهب والعملات الأجنبية محدودة نسبيا، غير أنه في حال تحققها، كان يتم تحويلها إلى الدينار الجزائري، بحيث يكون سقف الإصدار النقدي في هذه الحالة مساويا للقيمة الإجمالية لتلك الفوائض.

2.1.3. سندات الخزينة:

تلجأ الخزينة العمومية، أثناء تسيير النفقات العمومية وتمويل الأنشطة الحكومية، إلى طلب التمويل عندما تفوق النفقات الإيرادات الإجمالية. وفي هذه الحالة، تستفيد من تسبيقات يقدمها بنك الجزائر لتغطية عجز الميزانية.

وقبل قانون (10-17)، كان سقف الإصدار النقدي مقابل هذه التسبيقات محددًا بنسبة 10% من الإيرادات العادية للدولة للسنة السابقة، مع إلزامية تسديدها خلال مدة لا تتجاوز 240 يوما. كما كان بنك الجزائر يقتني سندات الخزينة ضمن هذا السقف، ويتم ذلك عبر السوق النقدية وبين البنوك.

3.1.3. إعادة الخصم:

يُعد البنك المركزي الملجأ الأخير لإقراض البنوك التجارية، ويتم ذلك من خلال عملية إعادة الخصم، حيث تقدم هذه البنوك أصولا مالية، غالبا ما تكون سندات تجارية سبق خصمها، مقابل سيولة نقدية. ويتقاضى بنك الجزائر عمولة مقابل هذه العملية.

في الجزائر، لم تحدد القوانين المصرفية بشكل دقيق جميع الأوراق المؤهلة لإعادة الخصم، مما جعل تحديد سقف الإصدار النقدي في هذه الحالة يخضع لتقديرات بنك الجزائر وفقا للوضع الاقتصادي السائد وتوجهات السياسة النقدية.

وقد حددت تعليمية بنك الجزائر رقم (02-2016) المؤرخة في 24 مارس 2016 الأوراق المقبولة لإعادة الخصم كما يلي:

- **سندات الخزينة العمومية:** وتشمل السندات قصيرة الأجل (أقل من سنة) والمتوسطة الأجل (من سنتين إلى خمس سنوات)، مع تسقيف العملية بنسبة 90% من القيمة الاسمية للسند.
- **السندات الخاصة:** وتشمل السندات الممثلة للعمليات التجارية الداخلية أو الخارجية التي لا تتجاوز مدة استحقاقها المتبقية ستة أشهر، إضافة إلى السندات الممثلة لقروض الخزينة والقروض المتوسطة الأجل القابلة لإعادة الخصم. وقد حُدد سقف العملية بـ 70% من القيمة الاسمية بالنسبة للعمليات التجارية و 50% بالنسبة لبقية العمليات.

4.1.3. سقف الإصدار النقدي بعد صدور قانون: (10-17) :

في إطار اعتماد برنامج التيسير الكمي القائم على التوسع النقدي، شهدت الجزائر إصدارا مكثفا للنقود، حيث بلغ حجم الإصدار 2185 مليار دينار سنة 2017، و 3371 مليار دينار سنة 2018، إضافة إلى 1000 مليار دينار سنة 2019. وبذلك توقفت عملية الإصدار عند إجمالي قدره 6556.2 مليار دينار جزائري، أي ما يعادل حوالي 55 مليار دولار أمريكي بأسعار تلك الفترة.

وفي هذا السياق، تم إبرام ثماني (08) اتفاقيات بين الخزينة العمومية وبنك الجزائر، منها ست (06) اتفاقيات خلال الربع الأخير من سنة 2017، واثنان (02) خلال الربع الأول من سنة 2018، وذلك لتحقيق جملة من الأهداف، من أبرزها:

4.1.3. تمويل احتياجات الخزينة العمومية:

استنادا إلى أحكام المادة 45 مكرر من الأمر رقم (03-11) المؤرخ في 26 أوت 2003 والمتعلق بالنقد والقرض، المعدل والمتمم بموجب قانون أكتوبر 2017، أصدرت المديرية العامة للخزينة العمومية عدة سندات مالية لفائدة بنك الجزائر، بقيمة إجمالية قدرها 570 مليار دينار جزائري، موزعة على عدة فئات. وقد جاءت هذه الإصدارات في إطار اتفاقيات مبرمة بين المديرية العامة للخزينة وبنك الجزائر، بهدف

تغطية احتياجات الخزينة العمومية وتمويل عجزها، وهو ما سيتم التطرق إليه من خلال عرض أهم المعطيات المتعلقة بهذه السندات.

الإصدار الأول: أصدرت المديرية العامة للخزينة سندات مالية لفائدة بنك الجزائر بمبلغ يقدر ب 570 مليار دج، لأجل تغطية احتياجات تمويل الخزينة بعنوان السنة المالية 2017 حيث حددت الاتفاقية رقم 14 المؤرخة في 29 أكتوبر 2017 المبرمة بين المديرية العامة للخزينة وبنك الجزائر، كإجراءات إصدار سندات لفائدة بنك الجزائر، بموجب الاتفاقية السالفة الذكر، حددت المدة الدنيا والقصوى للسندات المصدرة في هذا الإطار، وكذا مبالغها وتواريخ الاستحقاق ونسبة الفائدة المطبقة على النحو التالي:

الفئة الأولى: سند الخزينة المتطابق لمدة 05 سنوات، المستحق الدفع في 29 أكتوبر 2022 بمبلغ 40.000.000.000,00 دج، بنسبة فائدة سنوية تساوي % 0,50؛

الفئة الثانية: سند الخزينة المتطابق لمدة 07 سنوات، المستحق الدفع في 29 أكتوبر 2024 بمبلغ 70.000.000.000,00 دج بنسبة فائدة سنوية تساوي % 0,50؛

الفئة الثالثة: سند الخزينة المتطابق لمدة 10 سنوات، المستحق الدفع في 29 أكتوبر 2027 بمبلغ 110.000.000.000,00 دج، بنسبة فائدة سنوية تساوي % 0,50؛

الفئة الرابعة: سند الخزينة المتطابق لمدة 15 سنة، المستحق الدفع في 29 أكتوبر 2032 بمبلغ 170.000.000.000,00 دج بنسبة فائدة سنوية تساوي % 0,50؛

الفئة الخامسة: سند الخزينة المتطابق لمدة 20 سنة، المستحق الدفع في 29 أكتوبر 2037 بمبلغ 180.000.000.000,00 دج، بنسبة فائدة سنوية تساوي % 0,50.

يبدأ سريان إصدار هذه السندات اعتبارا من تاريخ توقيع الاتفاقية المشار إليها أعلاه.

تسدد الفوائد الناتجة عن هذه السندات المكتتبة بنسبة فائدة موحدة تقدر ب % 0,50.

الإصدار الثاني: لقد ارتأينا إدراج هذه السندات ضمن السندات الموجه لتمويل احتياجات الخزينة لأنها موجه لتمويل برنامج سكنات عدل التي تمول من الميزانية العامة للدولة، فتمويلها يعتبر تمويل لاحتياجات الخزينة العمومية، حيث أصدرت المديرية العامة للخزينة سندات مالية لفائدة بنك الجزائر بمبلغ يقدر ب 154 مليار دج، لأجل تمويل برنامج إنشاء سكنات (عدل).

حددت الاتفاقية رقم 22 المؤرخة في 12 نوفمبر 2017 المشار إليها في المرجع، كإجراءات إصدار سندات لفائدة بنك الجزائر.

بموجب الاتفاقية السالفة الذكر، حددت المدة الدنيا والقصوى للسندات المصدرة في هذا الإطار، وكذا مبالغها وتواريخ الاستحقاق

ونسبة الفائدة المطبقة على النحو التالي:

الفئة الأولى: سند الخزينة المتطابق لمدة 07 سنوات، المستحق الدفع في 13 نوفمبر 2024 بمبلغ 14.000.000.000,00 دج،

الفئة الثانية: سند الخزينة المتطابق لمدة 10 سنوات، المستحق الدفع في 13 نوفمبر 2027 بمبلغ 20.000.000.000,00 دج،

الفئة الثالثة: سند الخزينة المتطابق لمدة 15 سنة، المستحق الدفع في 13 نوفمبر 2032 بمبلغ 30.000.000.000,00 دج،

الفئة الرابعة: سند الخزينة المتطابق لمدة 20 سنة، المستحق الدفع في 13 نوفمبر 2037 بمبلغ 40.000.000.000,00 دج،

الفئة الخامسة: سند الخزينة المتطابق لمدة 25 سنة، المستحق الدفع في 13 نوفمبر 2042 بمبلغ 30.000.000.000,00 دج،

الفئة السادسة: سند الخزينة المتطابق لمدة 30 سنة، المستحق الدفع في 13 نوفمبر 2047 بمبلغ 20.000.000.000,00 دج،

يبدأ سريان إصدار هذه السندات اعتبارا من تاريخ توقيع الاتفاقية المشار إليها أعلاه.

تسدد الفوائد الناتجة عن هذه السندات المكتتبة بنسبة فائدة موحدة تقدر ب % 0,50

يمكننا القول بأن المبلغ الذي تم اصداره لغرض تغطية احتياجات الخزينة يقدر ب 724 مليار دينار.

تسديد الدين العمومي الداخلي¹:

أصدرت المديرية العامة للخزينة العمومية سندات مالية لفائدة بنك الجزائر من اجل تسديد الدين العمومي الداخلي، وهذا بموجب عدة اتفاقيات تم ابرامها بين الخزينة العمومية ممثلة في المدير العام للخزينة العمومية لفائدة بنك الجزائر ممثلة في المدير العام للقرض والتنظيم البنكي كيفية إصدار سندات من حيث المبالغ وأسعار الفائدة والاستحقاق، ان السندات الموجه لتسيير الدين العمومي هي:

الإصدار الأول:

أصدرت المديرية العامة للخزينة سندات مالية لفائدة بنك الجزائر بمبلغ يقدر ب 452 مليار دج، لأجل تغطية احتياجات الدين العمومي، حددت الاتفاقية رقم 16 المؤرخة في 07 نوفمبر 2017 المبرمة بين بنك الجزائر والمديرية العامة للخزينة.

¹ المديرية العامة للخزينة التسيير المحاسبي للعمليات المالية للدولة، وزارة المالية.

بموجب الاتفاقية السالفة الذكر، حددت المدة الدنيا والقصوى للسندات المصدرة في هذا الإطار، وكذا مبالغها وتواريخ الاستحقاق

ونسبة الفائدة المطبقة على النحو التالي:

الفئة الأولى: سند الخزينة المتطابق لمدة 07 سنوات، المستحق الدفع في 08 نوفمبر 2024 بمبلغ 52.000.000.000,00 دج،

الفئة الثانية: سند الخزينة المتطابق لمدة 10 سنوات، المستحق الدفع في 08 نوفمبر 2027 بمبلغ 70.000.000.000,00 دج،

الفئة الثالثة: سند الخزينة المتطابق لمدة 15 سنة، المستحق الدفع في 08 نوفمبر 2032 بمبلغ 100.000.000.000,00 دج،

الفئة الرابعة: سند الخزينة المتطابق لمدة 20 سنة، المستحق الدفع في 08 نوفمبر 2037 بمبلغ 100.000.000.000,00 دج،

الفئة الخامسة: سند الخزينة المتطابق لمدة 25 سنة، المستحق الدفع في 08 نوفمبر 2042 بمبلغ 80.000.000.000,00 دج،

الفئة السادسة: سند الخزينة المتطابق لمدة 30 سنة، المستحق الدفع في 08 نوفمبر 2047 بمبلغ 50.000.000.000,00 دج،

يبدأ سريان إصدار هذه السندات اعتباراً من تاريخ توقيع الاتفاقية المشار إليها أعلاه.

تسدد الفوائد الناتجة عن هذه السندات المكتتبة بنسبة فائدة موحدة تقدر ب 0.5%

الإصدار الثاني:

أصدرت المديرية العامة للخزينة سندات مالية لفائدة بنك الجزائر بمبلغ يقدر ب 545 مليار دج، لأجل تغطية احتياجات تسيير الدين العمومي (سندات سونلغاز).

حددت الاتفاقية رقم 20 المؤرخ في 12 نوفمبر 2017 المبرمة بين المديرية العامة للخزينة وبنك الجزائر، كليات إصدار سندات لفائدة بنك الجزائر.

بموجب الاتفاقية السالفة الذكر، حددت المدة الدنيا والقصوى للسندات المصدرة في هذا الإطار، وكذا مبالغها وتواريخ

الاستحقاق ونسبة الفائدة المطبقة على النحو التالي:

الفئة الأولى: سند الخزينة المتطابق لمدة 07 سنوات، المستحق الدفع في 13 نوفمبر 2024، بمبلغ 45.000.000.000,00 دج، بنسبة فائدة سنوية تساوي % 0,50؛

الفئة الثانية: سند الخزينة المتطابق لمدة 10 سنوات، المستحق الدفع في 13 نوفمبر 2027، بمبلغ 70.000.000.000,00 دج، بنسبة فائدة سنوية تساوي % 0,50؛

الفئة الثالثة: سند الخزينة المتطابق لمدة 15 سنة، المستحق الدفع في 13 نوفمبر 2032، بمبلغ 120.000.000.000,00 دج، بنسبة فائدة سنوية تساوي % 0,50؛

الفئة الرابعة: سند الخزينة المتطابق لمدة 20 سنة، المستحق الدفع في 13 نوفمبر 2037، بمبلغ 120.000.000.000,00 دج، بنسبة فائدة سنوية تساوي % 0,50؛

الفئة الخامسة: سند الخزينة المتطابق لمدة 25 سنة، المستحق الدفع في 13 نوفمبر 2042، بمبلغ 120.000.000.000,00 دج، بنسبة فائدة سنوية تساوي % 0,50؛

الفئة السادسة: سند الخزينة المتطابق لمدة 30 سنة، المستحق الدفع في 13 نوفمبر 2047، بمبلغ 70.000.000.000,00 دج، بنسبة فائدة سنوية تساوي % 0,50.

يبدأ سريان إصدار هذه السندات اعتباراً من تاريخ توقيع الاتفاقية المشار إليها أعلاه.

تسدد الفوائد الناتجة عن هذه السندات المكتتبة بنسبة فائدة موحدة تقدر ب % 0,50

الإصدار الثالث:

أصدرت المديرية العامة للخزينة سندات مالية لفائدة بنك الجزائر بمبلغ يقدر ب 264 مليار دج، لأجل تغطية احتياجات تسيير الدين العمومي (القرض الوطني للنمو الاقتصادي)

حددت الاتفاقية رقم 21 المؤرخ في 12 نوفمبر 2017، كفيات إصدار سندات لفائدة بنك الجزائر.

بموجب الاتفاقية السالفة الذكر، حددت المدة الدنيا والقصوى للسندات المصدرة في هذا الإطار، وكذا مبالغها وتواريخ الاستحقاق ونسبة الفائدة المطبقة على النحو التالي:

الفئة الأولى: سند الخزينة المتطابق لمدة 07 سنوات، المستحق الدفع في 13 نوفمبر 2024، بمبلغ 14.000.000.000,00 دج، بنسبة فائدة سنوية تساوي % 0,50

الفئة الثانية: سند الخزينة المتطابق لمدة 10 سنوات، المستحق الدفع في 13 نوفمبر 2027، بمبلغ 30.000.000.000,00 دج، بنسبة فائدة سنوية تساوي % 0,50

الفئة الثالثة: سند الخزينة المتطابق لمدة 15 سنة، المستحق الدفع في 13 نوفمبر 2032، بمبلغ 60.000.000.000,00 دج، بنسبة فائدة سنوية تساوي % 0,50

الفئة الرابعة: سند الخزينة المتطابق لمدة 20 سنة، المستحق الدفع في 13 نوفمبر 2037، بمبلغ 70.000.000.000,00 دج، بنسبة فائدة سنوية تساوي % 0,50

الفئة الخامسة: سند الخزينة المتطابق لمدة 25 سنة، المستحق الدفع في 13 نوفمبر 2042، بمبلغ 50.000.000.000,00 دج، بنسبة فائدة سنوية تساوي % 0,50

الفئة السادسة: سند الخزينة المتطابق لمدة 30 سنة، المستحق الدفع في 13 نوفمبر 2047، بمبلغ 40.000.000.000,00 دج، بنسبة فائدة سنوية تساوي % 0,50

يبدأ سريان إصدار هذه السندات اعتباراً من تاريخ توقيع الاتفاقية المشار إليها أعلاه.

. تسدد الفوائد الناتجة عن هذه السندات المكتتبة بنسبة فائدة موحدة تقدر ب % 0,5

الإصدار الرابع:

أصدرت المديرية العامة للخزينة سندات مالية لفائدة بنك الجزائر بمبلغ يقدر ب 500 مليار دج، لأجل تعويض مديونية الصندوق الوطني للتقاعد CNR إزاء الصندوق الوطني للتأمينات الاجتماعي CNAS .

حددت الاتفاقية رقم 02 المؤرخة في 17 جانفي 2018 ، المبرمة بين بنك الجزائر والمديرية العامة للخزينة كليات إصدار سندات لفائدة بنك الجزائر.

بموجب الاتفاقية السالفة الذكر، حددت المدة الدنيا والقصوى للسندات المصدرة في هذا الإطار، وكذا مبلغها وتواريخ الاستحقاق ونسبة الفائدة المطبقة على النحو التالي:

الفئة الأولى: سند الخزينة المتطابق لمدة 07 سنوات، المستحق الدفع في 11 جانفي 2025 بمبلغ 100.000.000.000,00 دج،

الفئة الثانية: سند الخزينة المتطابق لمدة 10 سنوات، المستحق الدفع في 11 جانفي 2028 بمبلغ 100.000.000.000,00 دج،

الفئة الثالثة: سند الخزينة المتطابق لمدة 15 سنوات، المستحق الدفع في 11 جانفي 2033 بمبلغ 100.000.000.000,00 دج،

الفئة الرابعة: سند الخزينة المتطابق لمدة 20 سنة، المستحق الدفع في 11 جانفي 2038 بمبلغ 100.000.000.000,00 دج،

الفئة الخامسة: سند الخزينة المتطابق لمدة 30 سنة، المستحق الدفع في 11 جانفي 2048 بمبلغ 100.000.000.000,00 دج.

يبدأ سريان إصدار هذه السندات اعتباراً من تاريخ توقيع الاتفاقية المشار إليها أعلاه.

تسدد الفوائد الناتجة عن هذه السندات المكتتبة بنسبة سيير فائدة موحدة تقدر ب % 0,50

وهذا نستخلص أن المبلغ الذي تم إصداره بغرض تغطية الدين العمومي يقدر ب 1761 مليار دينار وأن أقصى قيمة للتعويض تدفع في سنة 2023.

3. تمويل الصندوق الوطني للاستثمار:

لقد خصصت المديرية العامة للخزينة قسط من الأموال المصدرة في إطار عملية التيسير الكمي الي باشرتها الحكومة الجزائرية لتمويل الصندوق الوطني للاستثمار وذلك عبر عدة إصدارات¹:

الإصدار الأول: رخصت أحكام المادة 45 مكرر من الأمر رقم 03 الاقتراض مباشرة لدى بنك الجزائر، وعلى هذا أصدرت المديرية العامة للخزينة سندات مالية لفائدة بنك الجزائر بمبلغ يقدر ب 200 مليار دج، لأجل تعبئة الموارد لصالح الصندوق الوطني للاستثمار FNI.

حددت الاتفاقية رقم 17 المؤرخة في 07 نوفمبر 2017 المبرمة بين بنك الجزائر والمديرية العامة للخزينة، كفيات إصدار سندات لفائدة بنك الجزائر.

بموجب الاتفاقية السالفة الذكر، حددت المدة الدنيا والقصوى للسندات المصدرة في هذا الإطار، وكذا مبلغها وتواريخ الاستحقاق

ونسبة الفائدة المطبقة على النحو التالي:

الفئة الأولى: سند الخزينة المتطابق لمدة 07 سنوات، المستحق الدفع في 08 نوفمبر 2024 بمبلغ 10.000.000.000,00 دج بنسبة، فائدة سنوية تساوي % 0,50

الفئة الثانية: سند الخزينة المتطابق لمدة 10 سنوات، المستحق الدفع في 08 نوفمبر 2027 بمبلغ 20.000.000.000,00 دج بنسبة، فائدة سنوية تساوي % 0,50

الفئة الثالثة: سند الخزينة المتطابق لمدة 15 سنوات، المستحق الدفع في 08 نوفمبر 2032 بمبلغ 30.000.000.000,00 دج بنسبة، فائدة سنوية تساوي % 0,50

الفئة الرابعة: سند الخزينة المتطابق لمدة 20 سنة، المستحق الدفع في 08 نوفمبر 2037 بمبلغ 50.000.000.000,00 دج بنسبة، فائدة سنوية تساوي % 0,50

الفئة الخامسة: سند الخزينة المتطابق لمدة 25 سنة، المستحق الدفع في 08 نوفمبر 2042 بمبلغ 50.000.000.000,00 دج بنسبة فائدة سنوية تقدر ب % 0.05

الفئة السادسة: سند الخزينة المتطابق لمدة 30 سنة، المستحق الدفع في 08 نوفمبر 2047 بمبلغ 40.000.000.000,00 دج بنسبة فائدة سنوية تساوي % 0,50

يبدأ سريان إصدار هذه السندات اعتبارا من تاريخ توقيع الاتفاقية المشار إليها أعلاه.

تسدد الفوائد الناتجة عن هذه السندات المكتتبة بنسبة فائدة موحدة تقدر ب % 0,50

¹ المديرية العامة للخزينة والتسيير المحاسبي للعمليات المالية للدولة، وزارة المالية.

الإصدار الثاني: رخصت أحكام المادة 45 مكرر من الأمر رقم 03 الاقتراض مباشرة لدى بنك الجزائر .
أصدرت المديرية العامة للخزينة سندات مالية لفائدة بنك الجزائر بمبلغ يقدر ب 735.200 مليار دج،
لأجل تعبئة الموارد لصالح الصندوق الوطني للاستثمار .

حددت الاتفاقية رقم 63 المؤرخة في 07 نوفمبر 2018 المشار إليها في المرجع، كميّيات إصدار سندات لفائدة بنك الجزائر

بموجب الاتفاقية السالفة الذكر، حددت المدة الدنيا والقصوى للسندات المصدرة في هذا الإطار، وكذا مبالغها وتواريخ الاستحقاق ونسبة الفائدة المطبقة على النحو التالي:

الفئة الأولى: سند الخزينة المتطابق لمدة 05 سنوات، المستحق الدفع في 08 نوفمبر 2023 بمبلغ 147.000.000.000,00 دج،

الفئة الثانية: سند الخزينة المتطابق لمدة 07 سنوات، المستحق الدفع في 08 نوفمبر 2025 بمبلغ 147.000.000.000,00 دج،

الفئة الثالثة: سند الخزينة المتطابق لمدة 10 سنوات، المستحق الدفع في 08 نوفمبر 2028 بمبلغ 147.000.000.000,00 دج،

الفئة الرابعة: سند الخزينة المتطابق لمدة 15 سنة، المستحق الدفع في 08 نوفمبر 2033 بمبلغ 147.000.000.000,00 دج،

الفئة الخامسة: سند الخزينة المتطابق لمدة 20 سنة، المستحق الدفع في 08 نوفمبر 2038 بمبلغ 147.200.000.000,00 دج.

يبدأ سريان إصدار هذه السندات اعتبارا من تاريخ توقيع الاتفاقية المشار إليها أعلاه 1% تسدد الفوائد الناتجة عن هذه السندات المكتتبة بنسبة فائدة موحدة تقدر ب 1 % .

الإصدار الثالث: رخصت أحكام المادة 45 مكرر من الأمر رقم 03 الاقتراض مباشرة لدى بنك الجزائر .
لقد أصدرت المديرية العامة للخزينة سندات مالية لفائدة بنك الجزائر بمبلغ يقدر ب 364 مليار دج، لأجل تعبئة الموارد لصالح الصندوق الوطني للاستثمار .

حددت الاتفاقية رقم 70 المؤرخة في 23 ديسمبر 2018 المشار إليها في المرجع، كميّيات إصدار سندات لفائدة بنك الجزائر .

بموجب الاتفاقية السالفة الذكر، حددت المدة الدنيا والقصوى للسندات المصدرة في هذا الإطار، وكذا مبالغها وتواريخ الاستحقاق ونسبة الفائدة المطبقة على النحو التالي:

الفائدة الأولى: سند الخزينة المتطابق لمدة 07، سنوات المستحق الدفع في 24 ديسمبر 2025 بمبلغ 70.000.000.000,00 دج.

الفائدة الثانية: سند الخزينة المتطابق لمدة 10، سنوات المستحق الدفع في 24 ديسمبر 2028 بمبلغ 70.000.000.000,00 دج.

الفائدة الثالثة: سند الخزينة المتطابق لمدة 15، سنوات المستحق الدفع في 24 ديسمبر 2033 بمبلغ 70.000.000.000,00 دج.

الفائدة الرابعة: سند الخزينة المتطابق لمدة 20 سنة، المستحق الدفع في 24 ديسمبر 2038 بمبلغ 70.000.000.000,00 دج.

الفائدة الخامسة: سند الخزينة المتطابق لمدة 30 سنة، المستحق الدفع في 24 ديسمبر 2048 بمبلغ 84.000.000.000,00 دج.

يبدأ سريان إصدار هذه السندات اعتباراً من تاريخ توقيع الاتفاقية المشار إليها أعلاه، وتسدّد الفوائد الناتجة عن هذه السندات

المكتتبة بنسبة فائدة سنوية موحدة تقدر بـ 1 %.

وهكذا يكون المبلغ الذي تم تخصيصه لتمويل الصندوق الوطني للاستثمار يقدر بـ 1.299.2.

وفي الأخير يمكننا القول إن العدد الكلي من السندات المصدرة من قبل مصالح الخزينة هو ما يعادل مبلغ 3.784.2 دج

4. المبالغ غير المستخدمة التي لم يتم ضخها في الاقتصاد من إجمالي 6556.2 مليار دينار جزائري:

هناك بعض المبالغ التي تم رصدها في إطار برنامج التيسير الكمي على شكل إيداعات لدى الخزينة وغيرها على شكل مبالغ احتياطية لوقت الحاجة، وذلك كما يلي¹:

- يوجد رصيد قدره 945.1 مليار دج في حساب الخزينة لدى بنك الجزائر، وبالتالي لم يتم ضخه بعد في الاقتصاد.

- مبلغ 656.7 مليار دج مودع في حساب الصندوق الوطني للاستثمار لدى الخزينة تحسباً لاستخدامه حسب الاحتياجات.

- تعقيم مبلغ 1830 مليار من قبل بنك الجزائر من خلال أدواته المختلفة.

يتضح من خلال ما تقدم انه من المبلغ الإجمالي الذي تم تعبئته (طباعته أو تخصيصه للخزينة في إطار برنامج التيسير الكمي إلى غاية أبريل 2019 والبالغ 6556.2 مليار دج، تم ضخ فقط 3114.4 مليار دج في الاقتصاد.

¹ عبد الوافي بولويز وآخرون، العائد من التمويل غير التقليدي في ظل استدامة المالية العامة بالجزائر، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 02، العدد

5. الإصلاحات الهيكلية المرافقة لتطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر:

قبل التطرق إلى طبيعة الإصلاحات الهيكلية التي يفترض أن ترافق تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر، يجدر الوقوف أولاً عند أهم الظروف الاقتصادية والمالية المحيطة بتبني هذه الأداة غير التقليدية، لما لذلك من أثر مباشر على فعاليتها وقدرتها على تحقيق الأهداف المرجوة منها.

6. الظروف المحيطة بتطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر:

إن تحليل مدى قابلية الاقتصاد الجزائري لتبني آلية التيسير الكمي بهدف تحقيق الإنعاش الاقتصادي عبر السياسة النقدية، يضعنا أمام جملة من الاعتبارات البنوية والمؤسسية، التي تشكل شروطاً أساسية لنجاح هذه السياسة، ويمكن إجمالها فيما يلي:

1.6. عمق السوق المالية والتمويلية:

يتطلب تفعيل سياسة التيسير الكمي وجود سوق مالية عميقة ومتطورة، سواء تعلق الأمر بسوق الأوراق المالية أو بالنظام المصرفي، بما يسمح بانتقال أثر السياسة النقدية إلى مختلف الفاعلين الاقتصاديين. كما يفترض أن تعتمد المؤسسات الاقتصادية في تمويلها أساساً على البنوك التجارية، إضافة إلى اللجوء إلى سوق السندات. غير أن هذا الشرط لا يتوفر في الحالة الجزائرية، نظراً لضعف سوق الأوراق المالية، وغياب الثقة في الجهاز المصرفي، مما يقوض فعالية آلية التيسير الكمي من أساسها. يضاف إلى ذلك الطابع الاحتكاري للنظام المصرفي، حيث يتركز تمويل المشاريع الاقتصادية في عدد محدود من البنوك العمومية، التي تعتمد في مواردها أساساً على توطين الحسابات المصرفية للمجمعات الاقتصادية الكبرى، مثل سوناطراك وسونلغاز، فضلاً عن الحاجة الملحة إلى إصلاحات هيكلية عميقة لتمكين الاقتصاد من امتصاص الآثار الجانبية المحتملة للتيسير الكمي.

2.6. ضعف قناة سعر الفائدة ومصيدة السيولة:

من المسلم به اقتصادياً أن زيادة الكتلة النقدية تؤدي، في الظروف العادية، إلى انخفاض أسعار الفائدة، بما يحفز الاستثمار، لا سيما في المشاريع الصغيرة والمتوسطة. غير أن قناة سعر الفائدة في الجزائر لا تؤدي الدور المنتظر منها، إذ لا تستجيب قرارات الاستثمار لدى الأعوان الاقتصاديين لتغيرات أسعار الفائدة. كما أن معدلات الفائدة على الودائع لا تشجع الادخار داخل الجهاز المصرفي، في وقت تتم فيه نسبة معتبرة من المعاملات المالية خارج هذا الجهاز، وهو ما يضع الاقتصاد في وضعية أقرب إلى مصيدة سيولة هيكلية، تجعل من سياسة التيسير الكمي أداة محدودة الجدوى في السياق الجزائري.

3.6. انغلاق آليات التمويل وضعف مرونة الجهاز الإنتاجي:

إن محدودية فتح رؤوس أموال المؤسسات الاقتصادية، واعتمادها شبه الكلي على التمويل المصرفي التقليدي، إلى جانب طول إجراءات منح القروض، يعيق انتقال أثر السياسة النقدية. كما أن ضعف مرونة

الجهاز الإنتاجي، في اقتصاد يتسم بالطابع الريعي وبارتفاع حصة الواردات في الناتج المحلي الإجمالي، يؤدي إلى تقليص فعالية أي سياسة نقدية أو مالية توسعية، بما في ذلك التيسير الكمي، إذ إن القدرة الإنتاجية المحلية غير مؤهلة للاستجابة بزيادة العرض.

4.6. شروط الفعالية الاقتصادية للتيسير الكمي:

تُعد سياسة التيسير الكمي أداة فعالة أساسا في فترات الانكماش الاقتصادي، بهدف تحفيز النمو، شريطة أن يكون معدل التضخم منخفضا (أقل من 2%)، بالنظر إلى أن الكتلة النقدية المضافة لا تستند إلى مقابلات حقيقية. كما يشترط أن توجه السيولة المخلوقة نحو دعم الاستثمار والاستهلاك الحقيقيين، لا أن تتحول إلى أرباح لصالح البنوك التجارية والمؤسسات المالية الكبرى. إضافة إلى ذلك، ينبغي مراعاة أوضاع الشركاء التجاريين ومدى لجوئهم إلى سياسات مماثلة، تفاديا للدخول في حروب عملات أو تبني سياسات حمائية، خاصة وأن التيسير الكمي يُعد في جوهره شكلا غير مباشر من تخفيض قيمة العملة.

5.6. تخفيض قيمة العملة وآثاره الجانبية:

إن تخفيض قيمة الدينار، في إطار التيسير الكمي، يستهدف أساسا تمويل الموازنة العامة من خلال تحويل إيرادات القطاعات المصدرة إلى العملة الوطنية، أكثر من كونه وسيلة لتحفيز الصادرات، نظرا لضعف مرونة الجهاز الإنتاجي. بل على العكس، قد يؤدي هذا الإجراء إلى تحفيز الواردات وحدوث تضخم مستورد.

كما أن التخفيضات المتتالية لقيمة الدينار، وإن منحت نظريا ميزة تنافسية للاقتصاد الوطني، إلا أن لجوء الشركاء التجاريين الرئيسيين، كمنطقة اليورو والولايات المتحدة، إلى سياسات تيسير كمي مماثلة، يؤدي إلى تحييد هذه المكاسب، وإفراغها من مضمونها الاقتصادي.

7. الإصلاحات المقترحة لمرافقة سياسة التيسير الكمي:

1.7. استعادة توازنات خزينة الدولة:

بهدف تعزيز قدرات تقدير وتسيير النفقات العمومية وعصرنة أنظمة الميزانية، حيث¹:
يهدف هذا المحور إلى تعزيز فعالية تقدير وتسيير النفقات العمومية للدولة، إلى جانب عصرنة مختلف الأنظمة المعتمدة في إعداد الميزانية وتنفيذها، وذلك من خلال ما يلي:

¹ المرسوم التنفيذي رقم 18-86 مؤرخ في 17 جمادى الثانية عام 1439 الموافق 5 مارس سنة 2018، يتضمن آلية متابعة التدابير والإصلاحات الهيكلية في إطار تنفيذ التمويل غير التقليدي، الجريدة رقم 2018/15.

1.1.7. عصرية منظومة إعداد وتنفيذ الميزانية:

أ. استكمال وإصدار القانون العضوي المتعلق بقوانين المالية خلال سنة 2018؛ ب. اعتماد أسلوب حديث في تسيير المالية العمومية يقوم على تفويض الصلاحيات لفائدة الجماعات المحلية والمؤسسات العمومية المقدمة للخدمة العمومية؛

ج. إدراج إطار متوسط المدى للنفقات العمومية (2019-2021) ضمن مشروع قانون المالية لسنة 2019؛

د. وضع نظام معلوماتي مندمج لتسيير الميزانية، يهدف إلى ترشيد المسارات الميزانية وتسرير معالجة العمليات المرتبطة بالإنفاق العمومي.

2.1.7. تحسين الإيرادات الجبائية العادية:

يتم ذلك عبر جملة من الإجراءات الرامية إلى توسيع الوعاء الجبائي وتعزيز التحصيل، لا سيما من خلال:

أ. التسريع في تنفيذ برنامج إنجاز مراكز الضرائب؛

ب. مكافحة الغش الجبائي وتحسين مردودية التحصيل، من خلال مراجعة وتعزيز الإطار القانوني والتنظيمي المنظم لعمليات التحصيل، وتحديث أدوات المراقبة والتحقيق الجبائي؛

ج. استحداث سلك خاص بمفتشي الضرائب يتمتعون بصفة الضبطية القضائية.

3.1.7. التحكم في النفقات العمومية وترشيدها:

يُراد من هذا المحور ضمان عقلنة الإنفاق العمومي وتحسين كفاءته، وذلك عبر:

أ. تعزيز الأحكام التنظيمية المتعلقة بنفقات تجهيز الدولة، مع استصدار تعليمية تنظيمية خاصة بهذا الشأن خلال سنة 2018؛

ب. إنجاز إحصاء وطني لمداخل الأسر خلال سنة 2018، تمهيدا لإصلاح وترشيد سياسة الإعانات العمومية؛

ج. الشروع تدريجيا، ابتداء من سنة 2019، في اعتماد مقاربة جديدة للإعانات المباشرة وغير المباشرة لفائدة الأسر؛

د. مواصلة ترشيد سياسة التوظيف في الوظيفة العمومية خلال السنوات القادمة، إلى جانب التطبيق الصارم للتشريع المعمول به في مجال التقاعد؛

هـ.. تكيف البرامج المستقبلية للتجهيزات العمومية مع مستوى التطور المحقق في كل قطاع، وبما يراعي مبادئ النجاعة الاقتصادية والقدرات المالية للدولة؛

و. إطلاق إصلاح شامل لسياسة المساهمة العمومية في قطاع السكن ابتداء من سنة 2018، لا سيما

من خلال الحد من التركز الحضري للسكان، وتعزيز دور الترقية العقارية الخاصة؛

ز. الشروع في تنفيذ المدونة الجديدة للمخطط المحاسبي للدولة؛

ح. إخضاع أي نفقة عمومية موجّهة للاستثمار تفوق قيمتها 10 مليارات دينار لمصادقة الصندوق الوطني للتجهيز من أجل التنمية.

2.7. استعادة توازنات ميزان المدفوعات:

ترمي هذه التدابير إلى تحسين وضعية ميزان المدفوعات وضمان استدامته، من خلال التحكم في الواردات وتعزيز الصادرات، وذلك وفق المحاور التالية:

1.2.7. ترشيد الواردات من السلع والخدمات:

ويتم ذلك عبر حزمة من الإجراءات التنظيمية والاقتصادية، من أبرزها:

أ. تعبئة جميع الأمرين بالصراف، ابتداء من سنة 2018، لتوجيه الطلب العمومي نحو إعطاء الأولوية للإنتاج الوطني من السلع والخدمات، وذلك وفقا لأحكام قانون الصفقات العمومية؛

ب. تعزيز العرض الداخلي من السلع والخدمات بما يضمن قابلية ميزان المدفوعات للاستمرار على المدى المتوسط، ويحد من تآكل الاحتياطات الرسمية من النقد الأجنبي؛

ج. تحديد نفقات التجهيز العمومية ذات المحتوى المرتفع من الواردات والعمل على تقليصها؛

د. إحكام ضبط التجارة الخارجية بهدف تقليص حجم الواردات، من خلال تنفيذ التدابير الجديدة التي أقرتها السلطات العمومية؛

هـ. مكافحة ظاهرة تضخيم فواتير الاستيراد، عبر تعزيز آليات تبادل المعلومات والتنسيق بين الإدارات الجبائية والجمركية ونظيراتها في بلدان المنشأ.

2.2.7. ترقية الصادرات خارج قطاع المحروقات:

تُعد ترقية الصادرات خارج المحروقات أحد المحاور الأساسية لاستعادة توازن ميزان المدفوعات، وسيتم تناول هذا الجانب في إطار مجموعة من الإصلاحات الهيكلية، التي سيتم استعراضها تفصيلا فيما يلي.

3.7. الإصلاحات الهيكلية المالية:

1.3.7. إصلاح المالية والجباية المحليتين حيث¹:

يهدف هذا المحور إلى تعزيز فعالية الإدارة المالية المحلية وضمان تحسين تحصيل الإيرادات، ويشمل ما يلي:

أ. وضع إطار تشريعي حديث خلال سنة 2019 لتنظيم سياسة الجباية المحلية، من خلال توسيع

¹ المرسوم التنفيذي رقم 18-86 مؤرخ في 17 جمادى الثانية عام 1439 الموافق 5 مارس سنة 2018، يتضمن آلية متابعة التدابير والإصلاحات الهيكلية في إطار تنفيذ التمويل غير التقليدي، الجريدة رقم 2018/15.

وتطوير المنتجات الجبائية للبلديات؛

ب. تأهيل الكفاءات البشرية في البلديات على استخدام تقنيات الميزانية الحديثة، لضمان تسيير أكثر فاعلية للمالية المحلية؛

ج. تحديد معايير صارمة لإعداد ومتابعة المخططات البلدية للتنمية، بهدف تحسين فعالية الإنفاق العمومي المحلي.

2.3.7. الإصلاح المصرفي والمالي:

يهدف إلى تنويع وسائل التمويل وتحفيز حركة سوق القرض، ويشمل الإجراءات التالية:

أ. تعميم استخدام وسائل الدفع الحديثة عبر تطوير شبكات الدفع الإلكتروني؛

ب. تطوير المالية البديلة من خلال منتجات مصرفية مبتكرة، التأمين، والسندات، بهدف زيادة معدلات الادخار؛

ج. تعزيز وتوسيع نشاطات الائتمان العقاري ورأس المال المخاطر، لدعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتمكينها من النمو والتطور؛

د. مواصلة تأهيل الكوادر والتدريب المستمر في البنوك والمؤسسات المالية، لضمان تطبيق مختلف الإصلاحات بكفاءة؛

هـ. عصنة نظام الحكامة في المؤسسات المصرفية والمالية لضمان الشفافية والمساءلة.

4.7. الإصلاحات الهيكلية الاقتصادية¹:

1.4.7. تطوير الاقتصاد الرقمي:

يهدف هذا المحور إلى عصنة الحكامة في جميع الميادين، من خلال الإجراءات التالية:

أ. مواصلة تنفيذ مشروع الحكامة الرقمية وتعميمه ابتداء من سنة 2018 على مستوى الإدارات العمومية المركزية والمحلية؛

ب. دعم تطوير مجتمع المعلومات عبر تدريس الإعلام الآلي وتعميم التكنولوجيات الجديدة للاتصال على جميع مستويات منظومة التربية والتعليم والتكوين.

2.4.7. تعزيز اللامركزية:

يشمل هذا المحور نقل الصلاحيات وتعزيز قدرات الجهات المحلية:

أ. تحويل الاختصاصات الحالية للإدارات المركزية التي يمكن نقلها إلى الجماعات الإقليمية، ابتداء من سنة 2018، مع ضمان تقييم قرارات التنفيذ؛

¹ المرسوم التنفيذي رقم 18-86 مؤرخ في 17 جمادى الثانية عام 1439 الموافق 5 مارس سنة 2018، يتضمن آلية متابعة التدابير والإصلاحات الهيكلية في إطار تنفيذ التمويل غير التقليدي، الجريدة رقم 2018/15.

ب. مراجعة التشريعات المتعلقة بالولاية والبلدية خلال سنة 2018، بهدف تعزيز اللامركزية، النهوض بالديمقراطية التشاركية، وتحسين التمويل المحلي.

3.4.7. إصلاح سوق العمل:

أ. مواصلة التشاور حول ترشيد سوق العمل، بما في ذلك آليات التأمين ضد البطالة؛
ب. تطوير وكالات التشغيل والتوظيف لضمان فاعلية الخدمات المقدمة.

4.4.7. ترشيد الإنفاق العمومي في الصحة والحماية الاجتماعية:

أ. إصدار قانون جديد حول الصحة سنة 2018 يهدف إلى عصنة السياسة الصحية؛
ب. تنفيذ النظام التعاقدى بين المستشفيات وهيئات الضمان الاجتماعى لتعزيز ترشيد النفقات الصحية؛
ج. تقييم وتأهيل صناديق الضمان الاجتماعى والتقاعد لضمان استدامتها وتطوير منتجات التأمين الصحي لتوسيع التغطية المالية للأسر؛
د. إصلاح صناديق التقاعد بعد مراجعة حساباتها لضمان التوازن المالى واستدامتها.

5.4.7. عصنة القطاع الفلاحي:

يساهم ذلك في تحقيق الأمن الغذائى وتعزيز الصادرات الزراعية، من خلال:
أ. تنمية المساحات المسقية؛
ب. تصحيح العقار الفلاحي؛
ج. تطوير برامج التكوين في المجال الزراعي؛
د. تعزيز التأطير البشرى للقطاع الفلاحي.

6.4.7. تنوع الاقتصاد وتفعيل النمو خارج المحروقات:

أ. تحسين العرض العقارى وتسهيل الوصول إلى التمويل لزيادة الاستثمارات؛
ب. تعزيز السياسات التحفيزية لتوجيه الاستثمار نحو القطاعات ذات المزايا النسبية؛
ج. عصنة أدوات المرافقة وترقية الصادرات غير النفطية؛
د. إعداد مدونة للمنتجات الوطنية من سلع التجهيز والمدخلات لتوجيه المستثمرين ومقدمي الأوامر.

7.4.7. تحسين مناخ الأعمال وجذب الاستثمار الأجنبي المباشر:

أ. إنشاء لجنة استشارية وطنية في سنة 2018 تضم ممثلين عن مختلف القطاعات الاقتصادية والإدارات المعنية؛
ب. تكييف التشريع والتنظيم الاقتصادى وفق توصيات اللجنة؛
ج. تبسيط الإجراءات وتقليص آجال إنشاء المؤسسات، خصوصا في مجال الاستثمار الأجنبي المباشر.

8.4.7. تنفيذ برنامج الفعالية الطاقوية:

- أ. إطلاق البرنامج الوطني للفعالية الطاقوية لأفق 2030 ابتداء من سنة 2018؛
- ب. تطوير الاستثمار في إنتاج التجهيزات ذات الفعالية الطاقوية، بما في ذلك العوازل الحرارية والمعدات الحديثة.

9.4.7. دور التيسير الكمي في السياق النقدي:

- يتضح أن سياسة التيسير الكمي تمثل أداة نقدية غير تقليدية ترتبط بشكل وثيق بأدوات السياسة النقدية الأخرى مثل عمليات السوق المفتوح والإصدار النقدي. ويتميز التيسير الكمي بكونه:
- استثنائيا في الحجم والفترة الزمنية مقارنة بالأدوات التقليدية؛
 - له تأثير مباشر على عرض النقد، أسعار الفائدة، سعر الصرف، والتوازنات الاقتصادية والمالية؛
 - مختلفا عن الإصدار النقدي التقليدي، حيث يركز على تحفيز النشاط الاقتصادي وتوفير السيولة بدل تغطية العجز المالي المباشر، مع مراعاة المخاطر التضخمية والهيكلية؛
 - مرتبطا بسلسلة من الأدوات الاقتصادية التي تتطلب متابعة دقيقة وإدارة مرنة من السلطات النقدية.

خلاصة

تُظهر التجارب الدولية، وعلى رأسها اليابان، الولايات المتحدة الأمريكية، والمملكة المتحدة، أن التيسير الكمي أصبح أداة مركزية للتدخل النقدي في مواجهة الأزمات الاقتصادية، خاصة عند بلوغ أسعار الفائدة أدنى مستوياتها. كما بينت هذه التجارب تنوع أهداف التيسير الكمي وآلياته بحسب السياقات الاقتصادية، من تنشيط الطلب، إعادة التوازن لسوق العمل، إلى استهداف معدلات التضخم.

وتكشف التجارب الدولية عن أهمية تبني مقاربات مرنة لتقليص برامج التيسير الكمي تدريجيا لتفادي آثارها السلبية، مثل التضخم المفرط أو فقاعات الأصول. وتشكل هذه الدروس أساسا لفهم كيفية توظيف التيسير الكمي في السياق الجزائري، ضمن مقاربة شاملة تهدف إلى استدامة التمويل وتحقيق الاستقرار الاقتصادي.

الفصل الثاني

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي والتحليلي لاستدامة التمويل في ظل سياسة التيسير الكمي

تمهيد

في ظل التحديات المتزايدة التي تواجه الاقتصادات النامية، لا سيما تلك المعتمدة بشكل كبير على الموارد الطبيعية، أصبحت الاستدامة المالية أحد أبرز المفاهيم التي تفرض نفسها بقوة على أجندة السياسات الاقتصادية. فالضغوط المتزايدة على المالية العامة، وتنامي الحاجة إلى تمويل متطلبات التنمية، والتقلبات الحادة في الأسواق العالمية، كلها عوامل تدفع نحو إعادة التفكير في كيفية تحقيق التوازن بين تلبية الاحتياجات الاقتصادية والاجتماعية الراهنة، والحفاظ على قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها المستقبلية دون الوقوع في اختلالات هيكلية.

وتعد الاستدامة المالية في هذا السياق، الإطار الذي من خلاله يمكن تقييم كفاءة السياسات الاقتصادية، ومدى انسجامها مع أهداف الاستقرار والنمو طويل الأجل. وهي ليست مجرد مسألة حسابية تتعلق بالعجز والدين العام، بل هي مفهوم مركب يشمل الكفاءة، الشفافية، والقدرة على تعبئة الموارد بطريقة عادلة ومستدامة.

ضمن هذا الإطار، يهدف هذا الفصل إلى تقديم معالجة أكاديمية معمقة لمفهوم الاستدامة المالية، من خلال رصد تطوره النظري، وشرح أبعاده المختلفة، واستعراض أدواته ومؤشراته المعتمدة في التقييم. كما يتطرق الفصل إلى التحديات البنوية والظرفية التي تعيق تحقيق هذا الهدف في الدول النامية، مع التمهيد لتناول علاقة هذه المفاهيم بنتائج السياسات النقدية غير التقليدية، وعلى رأسها التيسير الكمي، وذلك كمقدمة للفصل الثالث التطبيقي الذي سيبحث مدى تحقق الاستدامة في الحالة الجزائرية من خلال تحليل مجموعة من المؤشرات المالية والاقتصادية

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لاستدامة المالية

أصبح موضوع الاستدامة المالية محط اهتمام واسع في العديد من الدول، باعتباره من المفاهيم الحديثة والمتطورة في ميدان المالية العامة. فهو يعنى بتقييم مدى قدرة الدولة على تمويل نفقاتها الحالية دون التأثير سلباً على قدرتها المستقبلية في الوفاء بالتزاماتها المالية، من خلال الاعتماد على مواردها الذاتية، بما يضمن تجنب الأزمات المالية على المدى البعيد.

المطلب الأول: مفاهيم عامة حول الاستدامة المالية

ظهر مفهوم الاستدامة في البداية مرتبطاً بمفهوم التنمية الاقتصادية، ثم توسع ليشمل المجال المالي، حيث أصبح يُعرف بـ"الاستدامة المالية"، وتعددت تعاريفه واستخداماته في الأدبيات الاقتصادية.

1. **نشأة الاستدامة المالية: تُعد** الاستدامة المالية من المفاهيم التي برزت بشكل واضح منذ أواخر السبعينيات من القرن العشرين، حيث ارتبطت أساساً بالتنمية المستدامة كما عرفت منظمة الأمم المتحدة، بوصفها التنمية التي تلبي حاجات الحاضر دون المساس بقدرة الأجيال القادمة على تلبية حاجاتهم. وقد طُبّق هذا المفهوم لاحقاً في المجال المالي، خاصةً في منتصف الثمانينات، من خلال دراسات وتجارب هدفت إلى قياس مدى استدامة السياسة المالية في الدول المتقدمة، والتي أصبحت بدورها مهددة بمشكلات تتعلق بتزايد مستويات العجز والدين العام.¹

تُعد الاستدامة المالية من المفاهيم التي برزت بشكل واضح منذ أواخر السبعينيات من القرن العشرين، حيث ارتبطت أساساً بالتنمية المستدامة كما عرفت منظمة الأمم المتحدة، بوصفها التنمية التي تلبي حاجات الحاضر دون المساس بقدرة الأجيال القادمة على تلبية حاجاتهم. وقد طُبّق هذا المفهوم لاحقاً في المجال المالي، خاصةً في منتصف الثمانينات، من خلال دراسات وتجارب هدفت إلى قياس مدى استدامة السياسة المالية في الدول المتقدمة، والتي أصبحت بدورها مهددة بمشكلات تتعلق بتزايد مستويات العجز والدين العام.

يتجلى اهتمام الأدبيات الاقتصادية بمفهوم الاستدامة المالية باعتبارها أداة أساسية لتحليل قدرة الدولة على الاستمرار في تنفيذ السياسات المالية دون الدخول في أزمة ديون أو التعثر المالي، لا سيما مع توسع دور الدولة وتزايد التزاماتها.

1. عمرو هشام محمد ، معمار حسن حسين، متطلبات تحقيق الاستدامة المالية في العراق، مقال منشور ، مجلة المستنصرية للدراسات العربية و الدولية ، العدد 55، جامعة بغداد ص ص (146-148).

وقد عرّف صندوق النقد الدولي الاستدامة المالية بأنها الوضع الذي يمكن فيه للمقترض خدمة ديونه دون الحاجة إلى تعديل كبير في هيكل الإيرادات أو النفقات في المستقبل. أي أن استدامة الدين تتطلب القدرة على ترتيب أولويات الإنفاق وإيجاد مصادر تمويل مستدامة.

كما ربط بعض الاقتصاديين بين الاستدامة المالية و"تسليس العبء الضريبي"، وهو النموذج الذي يسمح للحكومة بتحقيق عجز مرحلي مبرر في الميزانية، بشرط وجود خطة واضحة لاستعادة التوازن المالي خلال فترة زمنية محددة.

جدير بالذكر أن اتفاقية ماستريخت وميثاق الاستقرار والنمو في الاتحاد الأوروبي حددتا معايير رقمية لتحقيق الاستدامة، حيث ينبغي ألا تتجاوز نسبة الدين العام 60% من الناتج المحلي الإجمالي، وألا يزيد العجز المالي عن 3%. ورغم أن هذه القواعد تعتبر مؤشرات مرجعية، فإن تجاوزها لا يعني بالضرورة فقدان الاستدامة، طالما أن الدولة تحقق معدلات نمو اقتصادي تكفل التوازن المالي على المدى الطويل.

كما أصبح تقييم الاستدامة يعتمد على التحليل المالي الحديث الذي يُقيّم صافي ثروة الحكومة العامة، بحيث تكون القيمة الحالية للإيرادات المستقبلية كافية لتغطية الإنفاق المستقبلي، وبالتالي ضمان الحفاظ على نسبة صافي الثروة إلى الناتج المحلي دون ضغوط مالية.

2. تعريف الاستدامة المالية: على الرغم من تعدد المقاربات المفاهيمية لتعريف الاستدامة المالية، فإنها تلتقي في جوهرها عند فكرة محورية مفادها قدرة الدولة على الاستمرار في الوفاء بالتزاماتها المالية على المدى الطويل، دون الإخلال بتوازنها المالي أو المساس باستقرارها الاقتصادي. ووفقاً لصندوق النقد الدولي، تُعرّف الاستدامة المالية بأنها قدرة الدولة على خدمة دينها العمومي دون الاضطرار إلى إدخال تعديلات جوهرية أو حادة على توجهات سياستها المالية.¹

من جانبه، يرى بلانشار (Blanchard) أن الاستدامة المالية تتحقق من خلال انتهاج سياسة تضمن استقرار نسبة الدين العمومي إلى الناتج المحلي الإجمالي، ما دام مستوى الدين لا يشكّل عائقاً أمام تحقيق النمو الاقتصادي. وبعبارة أخرى، يُعدّ الدين مستداماً عندما يُوجّه لتمويل استثمارات منتجة ذات عائد اقتصادي، في حين يُنظر إليه على أنه غير مستدام إذا اقتصر استخدامه على تغطية النفقات الاستهلاكية دون مردود تنموي.²

¹ International Monetary Fund (IMF), *Assessing Sustainability*, prepared by the Policy Development and Review Department 2002, p5.

² Blanchard, O. J., *Suggestions for Economic Forecasts Using Official Economic Indicators and Statistics*, OECD Working Paper., no, 7,1995.p4.

ومن بين التعاريف الأخرى، تُعرّف الاستدامة المالية بأنها قدرة القطاع العام على الحفاظ على مستوى صافي ثروته على المدى الطويل، دون الحاجة إلى اللجوء إلى تدابير استثنائية، مثل إعادة جدولة الدين العمومي أو تخفيضه¹.

كما تُعرّف الاستدامة المالية على أنها مسار زمني يُفضي إلى تثبيت نسبة الدين العمومي أو توجيهها نحو الانخفاض التدريجي. وبناءً عليه، تُعدّ الاستدامة المالية تعبيراً عن قدرة الدولة على إدارة ماليتها العامة بكفاءة وفعالية، من خلال إحكام التحكم في مصادر تمويلها وترشيد توجيه نفقاتها، بما يضمن الوفاء بالتزاماتها المالية دون المساس بحقوق أو تحميل أعباء غير مبررة على الأجيال القادمة.

3. أهمية وأهداف الاستدامة المالية: تُعدّ الاستدامة المالية من المفاهيم المحورية في الفكر الاقتصادي المعاصر، إذ تشكّل الإطار العام الذي يمكّن المؤسسات، سواء في القطاع العام أو الخاص، من تحقيق توازن مستدام بين الإيرادات والنفقات على المدى الطويل، دون الارتهاق لممارسات مالية غير رشيدة، كالإفراط في الاعتماد على المديونية أو اللجوء إلى مصادر تمويل ظرفية. وتتبع أهمية هذا المفهوم من دوره الأساسي في دعم استقرار الاقتصاد الكلي، وضمان استمرارية تقديم الخدمات العمومية، وتعزيز الثقة في المنظومة المالية، فضلاً عن إسهامه في تحقيق الأهداف التنموية عبر الاستخدام الكفء للموارد المتاحة، والحدّ من المخاطر المالية التي قد تتحملها الأجيال القادمة.

وتهدف الاستدامة المالية إلى ترسيخ مبادئ الانضباط المالي والحوكمة الرشيدة، وتعزيز الشفافية في إدارة المال العام، بما يضمن تحقيق قدر من العدالة بين متطلبات الحاضر وحقوق المستقبل. ويتطلب بلوغ هذه الأهداف اعتماد سياسات مالية متوازنة وإجراء إصلاحات هيكلية فعّالة، من شأنها تقليص مستويات العجز المالي، وتحسين كفاءة الإنفاق العمومي، وتوسيع القاعدة الإيرادية على أسس مستدامة. وفي هذا السياق، تبرز الأهمية المتزايدة لدراسة الاستدامة المالية في ظل التحديات الاقتصادية والمالية الراهنة، باعتبارها ركيزة أساسية لبناء اقتصادات أكثر مرونة وقدرة على الصمود والاستدامة.

1.3 أهمية الاستدامة المالية: تؤدي مؤشرات الاستدامة المالية دوراً محورياً بوصفها آلية إنذار مبكر تمكّن الدولة من تقييم جودة السياسات المالية المعتمدة، وقياس قدرتها على الاستمرار على المدى الطويل، واستشراف الآثار المحتملة المترتبة على مواصلتها دون تعديل. كما تتيح هذه المؤشرات لصنّاع القرار تقدير مدى الحاجة إلى إدخال تصحيحات أو تعديلات على التوجهات المالية القائمة. ويُسهّم الإدراك المبكر للاختلالات المحتملة في السياسات المالية في تجنّب تفاقم الأزمات الاقتصادية، التي قد تتجاوز حدود الاقتصاد الوطني لتطال الاقتصاد العالمي، فضلاً عما قد يترتب عليها من فقدان ثقة الأسواق الخارجية، وهو ما يجعل كلفة المعالجة في هذه الحالة أكثر ارتفاعاً وتعقيداً.

¹Buiter, Willem H., et al. *A Guide to Public Sector Debt and Deficits, Economic Policy*, Vol. 1, Great Britain, 1985, p. 38

وتُعدّ قرارات انتقال رؤوس الأموال الدولية للاستثمار من بين المجالات التي تتأثر بدرجة كبيرة بتقييم سلوك الحكومات وسياساتها المالية، حيث يعتمد المستثمرون إلى دراسة الإطار التشريعي المنظم للأسواق، وطبيعة السياسات الحكومية المطبقة، وانعكاساتها على مستويات العجز الموازني، وحجم الدين العمومي، وقدرة الدولة على خدمته والوفاء بالتزاماتها، إضافة إلى آليات التمويل المعتمدة ومدى مزاحمة القطاع العام للقطاع الخاص في استقطاب المدخرات. وتمثّل هذه العناصر مجتمعة أساسًا للحكم على الأداء المالي المستقبلي للدولة ومستوى الاستقرار المالي الذي تتمتع به.

كما تعتمد المنظمات والمؤسسات المالية الدولية، في اتخاذ قراراتها المتعلقة بمنح التمويل، أو إعادة جدولة الديون، أو اقتراح حزم من السياسات الإصلاحية، على تحليل السياسات الاقتصادية الكلية للدول، بالاستناد إلى نتائج تقييم الاستدامة المالية. وفي هذا الإطار، يستخدم البنك الدولي أدوات تحليل الاستدامة المالية لتقييم وضعية الموازنة العامة ومستويات المديونية، بغرض الحكم على مدى تحقيق الاستدامة المالية واقتراح سبل تحسين السياسة المالية. وبالمثل، يوظف صندوق النقد الدولي هذه الأدوات في تحليل السياسات المالية للدول، ويعدّ نجاح الدولة في تحقيق الاستدامة المالية أحد المؤشرات الدالة على جودة الحوكمة الاقتصادية، لما يعكسه من قدرة على إدارة الشؤون الاقتصادية والاجتماعية بكفاءة وفعالية. وعلى النقيض من ذلك، فإن غياب معايير الحوكمة الرشيدة، مثل الشفافية والإفصاح والمساءلة والمشاركة، يؤدي عادة إلى ارتفاع مستويات العجز المالي، وتعرّض برامج المنح والمساعدات، وفشل برامج التنمية الاقتصادية والاجتماعية في تحقيق أهدافها، الأمر الذي يُبعد الدولة عن مسار الاستدامة المالية¹.

2.3 أهداف الاستدامة المالية : تهدف الاستدامة المالية إلى تحقيق مجموعة من الغايات الاستراتيجية التي تكفل استقرار المالية العامة وتعزيز قدرتها على الصمود على المديين المتوسط والبعيد، بما يدعم التوازنات الاقتصادية الكلية ويضمن استمرارية الدور الاقتصادي والاجتماعي للدولة. ويمكن إبراز أهم هذه الأهداف على النحو الآتي:

- **تعزيز كفاءة التمويل العمومي:** يتمثل هذا الهدف في تمكين الحكومة من تلبية احتياجاتها التمويلية بصورة شاملة، مع الوفاء بالتزاماتها المالية بأدنى تكلفة ممكنة، وفي إطار مستوى مخاطرة مقبول، وفي الآجال المحددة، بما يحدّ من تعرّض المالية العامة للضغوط أو للتقلبات المفاجئة في الأسواق المالية.
- **ضمان استمرارية سياسات الإنفاق والإيرادات:** تسعى الاستدامة المالية إلى تمكين الدولة من مواصلة تنفيذ سياساتها المالية، سواء من حيث الإنفاق العمومي أو تعبئة الإيرادات، دون الوقوع

¹ عبيد محمد ثروت حسين، الاستدامة المالية بين النظرية والتطبيق، رسالة مقدمة لمحصل على درجة الماجستير في الاقتصاد من كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 2009، ص (3-4)

في مخاطر التعثر في سداد الديون أو الاضطرار إلى تقليص الخدمات الأساسية، الأمر الذي يعزز الاستقرار المالي ويكرّس في الوقت ذاته الاستقرار الاقتصادي والسياسي.

• **تعزيز الرفاهية الاجتماعية على المدى الطويل:** تمثل الاستدامة المالية ركيزة أساسية للحفاظ على مستوى ملائم ومستدام من الخدمات العمومية للأجيال القادمة، إذ يؤدي أي اختلال في التوازن المالي إلى تقويض قدرة الدولة على تمويل هذه الخدمات. وفي هذا السياق، تعتمد دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) استراتيجيات طويلة الأجل لإدارة الموارد العمومية بكفاءة، بما يضمن رفاهية مستدامة للأجيال الحاضرة والمستقبلية¹.

• **تنويع مصادر التمويل:** يُعدّ تنويع مصادر التمويل من الأهداف الجوهرية للاستدامة المالية، إذ يهدف إلى تقليص الاعتماد على مصدر واحد للتمويل، كالدعم الحكومي أو الإيرادات الريعية، وتشجيع اللجوء إلى مصادر تمويل بديلة ومستقرة، بما يعزز ديمومة التمويل وقدرته على مواجهة الصدمات الاقتصادية.

• **تعزيز الاستقرار المالي والقدرة على مواجهة الأزمات:** تسهم الاستدامة المالية في تحسين الاقتصاد الوطني من التقلبات الحادة والصدمات الناجمة عن الأزمات أو المضاربات في الأسواق العالمية، كما تعزز من قدرة الدولة على احتواء الأزمات المالية ومواصلة تنفيذ برامجها التنموية دون انقطاع.

• **دعم الاستثمار المنتج:** يتيح توفر موارد مالية مستدامة توجيه التمويل نحو مشروعات استثمارية وتنموية ذات قيمة مضافة اقتصادية واجتماعية، وهو ما يضفي على الاستدامة المالية بعداً استثمارياً طويل الأجل يسهم في تعزيز النمو الاقتصادي الشامل وتحسين مستويات التشغيل والدخل.

• **إرساء آلية واضحة لترتيب الأولويات:** يوفّر النظام المالي المستدام إطاراً فعالاً لتخطيط وتنفيذ السياسات والمشروعات وفق أولويات مدروسة، تتماشى مع الأهداف التنموية الوطنية واحتياجات المجتمع، بما يضمن الاستخدام الأمثل للموارد العمومية².

• **تحقيق الإنصاف بين الأجيال:** يُعدّ ضمان العدالة بين الأجيال من المبادئ الأساسية للاستدامة المالية، وذلك من خلال تجنّب تحميل الأجيال القادمة أعباء مالية ناتجة عن قرارات حالية لم تشارك في اتخاذها. وفي هذا الإطار، فإن استبدال الإيرادات النفطية المتقلبة بإيرادات ضريبية

¹ فتحي خن، استراتيجيات إدارة الدين العام لتحقيق الاستدامة المالية، دراسة حالة الجزائر، العربية السعودية والنرويج ، - أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة سطيف ، الجزائر، 2017-2018 ص 76.

² وفاء، عبد الفتاح محمود، الاستدامة المالية في التعميم الأساسي لتلبية متطلبات رؤية مبصرة 2030، مجلة العلوم- والتربية النفسية، جامعة بنينا، مصر، العدد 10، 2020، ص 59-60،

أكثر استقراراً قد يسهم في تحقيق الاستدامة المالية، غير أنه لا يضمن بالضرورة تحقيق الإنصاف بين الأجيال، مما يستدعي إدماج هذا البعد بشكل صريح عند صياغة السياسات المالية طويلة الأجل.

4. قواعد الاستدامة المالية: تشكل قواعد المالية العامة الإطار التنظيمي الأساسي الذي يسعى لضمان استدامة مالية الدولة على المدى الطويل، من خلال توجيه السياسات المالية وفق مبادئ واضحة وموحدة تقلل من المخاطر المالية وتضمن استقرار الدين العام. وتبرز أبرز هذه القواعد فيما يلي:

- **القاعدة الذهبية (Golden Rule):** تنص هذه القاعدة على أن يكون الاقتراض مسموحاً به فقط لتمويل النفقات الاستثمارية التي تسهم في تعزيز البنية التحتية والقدرات الاقتصادية طويلة الأجل. في المقابل، يجب تمويل النفقات الجارية أو التشغيلية بالكامل من الإيرادات الضريبية والإيرادات العامة الأخرى، بما يضمن عدم تحميل الدولة أعباء ديون لتمويل مصاريف استهلاكية قصيرة الأجل.

- **قاعدة توازن الموازنة (Balanced Budget Rule):** تهدف هذه القاعدة إلى منع تسجيل عجز في الموازنة العامة إلا في حالات استثنائية ناتجة عن ظروف اقتصادية غير معتادة، على أن يتم تصحيح هذا العجز فور زوال مسبباته. ويُطبق هذا المبدأ ضمن منظور الدورة الاقتصادية، بحيث تُستخدم الفوائض المالية المتحققة خلال فترات الازدهار لتغطية العجز خلال فترات الركود، بما يضمن الحفاظ على التوازن المالي على المدى الطويل.

- **قاعدة الموازنة المرنة (Flexible Budget Rule):** تسمح هذه القاعدة للحكومة بتحقيق عجز مؤقت ضمن حدود مقبولة ومحددة مسبقاً، مع إلزامها بالإفصاح الكامل عن أسباب هذا العجز وتحديد إطار زمني واضح للعودة إلى التوازن المالي. ويعزز هذا النهج من شفافية الإدارة المالية ومصداقية السياسات المالية العامة.

- **قاعدة استدامة الاستثمار (Investment Sustainability Rule):** تقوم هذه القاعدة على ضرورة المحافظة على نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي ضمن مستويات آمنة، تكفل الاستقرار المالي على مدى الدورة الاقتصادية الكاملة. وتختلف هذه النسبة بين دولة وأخرى حسب مجموعة من العوامل الاقتصادية والمؤسسية، ما يستدعي مراعاة السياق المحلي عند تصميم وتطبيق هذه القاعدة لضمان فعاليتها.¹

¹ أحمد صالح حسن كاظم ، تحليل العلاقة بين الإيرادات النفطية والاستدامة المالية في العراق للمدة (1990-2013)

مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية ، العدد 94 ، جامعة ديالى ، 2016 ، ص 431

المطلب الثاني: علاقات الاستدامة المالية

تُعَدُّ الاستدامة المالية إحدى الركائز الأساسية لضمان الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي للدول، إذ تعكس قدرة الحكومات على إدارة مواردها المالية بكفاءة وفعالية، مع الوفاء بالتزاماتها الحالية والمستقبلية دون المساس بالتوازنات الاقتصادية على المدى الطويل. ويتجاوز مفهوم الاستدامة المالية مجرد تحقيق التوازن بين الإيرادات والنفقات، ليشمل أيضًا تحقيق العدالة في توزيع الأعباء بين الأجيال، ومرونة السياسات المالية في مواجهة الصدمات الاقتصادية، وضمان استمرارية تقديم الخدمات العامة بكفاءة وفعالية.

وترتبط الاستدامة المالية بعلاقات معقدة تتقاطع مع مختلف أبعاد السياسات الاقتصادية، مثل النمو الاقتصادي، والدين العام، والاستثمار، والاستقرار النقدي. كما تتأثر بمجموعة من العوامل الداخلية والخارجية التي تختلف باختلاف السياقات الاقتصادية لكل دولة. من أبرز هذه العوامل: سعر الفائدة، الذي يؤثر مباشرة في تكلفة الاقتراض الحكومي؛ ومعدل النمو الاقتصادي، الذي يمثل المحرك الرئيس لزيادة الإيرادات العامة؛ ومستوى الدين العام وهيكله، الذي يحدد قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها دون الإضرار بالاستقرار المالي.

وتبرز أهمية فهم هذه العلاقات المتداخلة بين الاستدامة المالية والعوامل المؤثرة فيها، من أجل صياغة سياسات مالية رشيدة تحقق توازنًا بين متطلبات التنمية الاقتصادية وضمان الاستقرار المالي طويل الأجل. لذلك، يُعَدُّ تحليل هذه العوامل أمرًا جوهريًا لفهم مدى قدرة الدولة على الحفاظ على مسار مالي مستدام في بيئة اقتصادية تتسم بعدم اليقين والتقلب المستمر.

1. العوامل المؤثرة في الاستدامة المالية: تتأثر الاستدامة المالية بعدد من المتغيرات الاقتصادية والهيكلية، التي تلعب دورًا محوريًا في تحديد قدرة الدولة على إدارة ماليتها العامة بكفاءة على المدى الطويل. ومن أبرز هذه العوامل:

1.1. سعر الفائدة

يُعدُّ سعر الفائدة أحد أبرز المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في الاستدامة المالية، إذ يرتبط بها علاقة عكسية مباشرة. فارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى زيادة تكلفة الاقتراض، سواء على المستوى المحلي أو الدولي، ما يضع أعباء إضافية على الدولة في خدمة الدين العام، ويحد من قدرتها على إصدار ديون جديدة، وهو ما ينعكس سلبيًا على استدامة وضعها المالي.

ويتحدد سعر الفائدة وفق عاملين رئيسيين:

- **مستوى الادخار الخاص:** الذي يتأثر بسلوك الأفراد وقراراتهم المتعلقة بالادخار والاستهلاك؛ فكلما ارتفع الادخار، زاد المعروض من رؤوس الأموال، ما يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة.
- **الطلب على الاستثمار الخاص:** المرتبط غالبًا بقرارات المستثمرين المحليين والأجانب، حيث يؤدي ارتفاع الطلب على التمويل إلى رفع أسعار الفائدة.

وبالتالي، فإن التفاعل بين الادخار والاستثمار ينعكس مباشرة على أسعار الفائدة، ومن ثم على قدرة الدولة على تمويل احتياجاتها المالية بأقل تكلفة ممكنة.

2.1. معدل النمو الاقتصادي: يمثل النمو الاقتصادي هدفًا استراتيجيًا تسعى معظم الدول إلى تحقيقه، نظرًا لعلاقته المباشرة بالاستقرار الاقتصادي ورفع مستوى معيشة الأفراد. وتتميز العلاقة بين النمو الاقتصادي والاستدامة المالية بالطردية، إذ يؤدي ارتفاع معدل النمو إلى زيادة الدخل الفردية وتحسين الحصيلة الضريبية دون الحاجة إلى فرض ضرائب إضافية.

ويُسهم النمو الاقتصادي في تقليص الفجوة بين الإيرادات والنفقات، وزيادة معدلات الادخار والاستهلاك، ما يقلل الحاجة إلى الإنفاق التعويضي الممول من الدين العام. وعلى العكس، فإن تباطؤ النمو يؤدي إلى انخفاض الإيرادات، وارتفاع معدلات البطالة، وتراجع النشاط الاقتصادي، ما يزيد من الاعتماد على التمويل بالعجز ويهدد الاستدامة المالية.

ويخضع النمو الاقتصادي بدوره لعدة عوامل، منها فعالية الاستثمارات العامة والخاصة، والاستقرار السياسي والمؤسسي، وكفاءة السياسات الاقتصادية المعتمدة، والتي تسهم جميعها في تعزيز قدرة الدولة على تحقيق استدامة مالية طويلة الأجل¹.

3.1. الدين العام وخدمة الديون: يشكل الدين العام وإدارة التزامات الدولة تجاه دائئيتها أحد أهم المحددات المباشرة للاستدامة المالية. ولضمان استدامة الدين، يجب أن تتمكن الدولة من سداد أقساط الدين وفوائده في مواعيدها، وبمستويات لا تخل بالتوازن المالي العام، ولا تدفع الدولة نحو التعثر أو الإفلاس.

وتُقيم استدامة الدين عادةً من خلال مجموعة من المؤشرات المالية التي تختلف باختلاف خصوصية كل دولة، ومن أبرزها:

- **نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي:** إذ يُعتبر الدين مقلًا إذا تجاوز 60% من الناتج المحلي في الدول المتقدمة، أو 50% في الدول النامية.

¹ عصماني مختار، أوكيل رابع، مؤشرات الاستدامة المالية في الجزائر خلال الفترة (1990-2016)، مجلة معارف، قسم العموم الإقتصادية، العدد 25، 2018، ص (403-405).

- **هيكل الدين:** فالاعتماد المفرط على الديون قصيرة الأجل يزيد من المخاطر المالية مقارنة بالديون طويلة الأجل، لما يترتب عليه من حاجة متكررة للتجديد أو إعادة التمويل.
- **ملكية الدين:** حيث يعد الدين الداخلي، المملوك لمقرضين محليين، أقل تكلفة وأسهل خدمة من الدين الخارجي، نظرًا لإمكانية سداده بالعملية المحلية وإمكانية إعادة التفاوض حول شروطه، بينما يفرض الدين الخارجي التزامات بالنقد الأجنبي ويكون مرتبطًا بالأسواق المالية الدولية، مما يزيد من التعقيد والمخاطر.

بناءً على ذلك، تعتمد استدامة الدين على توازن دقيق بين حجم الدين، ومدته، ومصدره، وطبيعة السياسة المالية المعتمدة.

4.1 العوامل الأخرى المؤثرة في الاستدامة المالية: تتأثر الاستدامة المالية بعدة عوامل مترابطة، من أبرزها:

- درجة تطور الأسواق المالية.
- القدرة على التنبؤ بالمخاطر المستقبلية.
- كفاءة الحكومة في تنفيذ الإصلاحات الجوهرية وإعادة هيكلة الدين العام.

تشير المؤشرات إلى أن الدول التي تسجل نسبة مرتفعة من الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي تكون أكثر عرضة لتقلبات الأسواق المالية، مثل تغير أسعار الفائدة أو هوامش السندات الحكومية، ما يعكس هشاشة وضعها المالي. ومن ثم، يؤدي الاعتماد المفرط على الاقتراض لتغطية النفقات الجارية إلى تراكم ديون تتحمل أعباؤها الأجيال القادمة، وهو ما يخل بمبدأ العدالة بين الأجيال. إذ إن الاقتراض الحالي يعني تحويل الاستهلاك من المستقبل إلى الحاضر، مع تحميل الأجيال القادمة فوائد مالية إضافية. لذلك، يجب أن تراعي السياسات المالية أثر الدين العام على المدى الطويل وقدرة الأجيال المستقبلية على تحمّل تبعاته.

وتبرز الاستدامة المالية، في هذا السياق، كأداة لضمان قدرة الدولة على الاستمرار في تقديم الخدمات العامة بما يتوافق مع قدراتها المالية، وضمن إطار يحقق مبدأ الرفاه الاجتماعي. إذ لا يمكن تصور استمرار تقديم الخدمات العامة في ظل أوضاع مالية غير مستقرة أو سياسات لا تراعي التوازن بين الإيرادات والنفقات.

2. علاقات الاستدامة المالية: تنوعت علاقات الاستدامة المالية بين العلاقة مع الظواهر المالية والاقتصادية وكذا العلاقة مع الهيئات المالية نذكر منها:

1.2. الدين العام وتحقيق الاستدامة: تمثل عملية تحديد وإدارة الحد الآمن للدين العام ركيزة أساسية لضمان الاستدامة المالية لأي دولة، نظرًا لارتباطها الوثيق باستقرار الاقتصاد الكلي وقدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها المالية على المدى المتوسط والطويل. وتعد هذه العملية معقدة وحساسة، إذ تتداخل فيها الأبعاد الاقتصادية والمالية والسياسية، وتتطلب تنسيقًا وثيقًا بين مختلف الجهات المعنية، وعلى رأسها وزارة المالية، والبنك المركزي، والهيئات الرقابية والاقتصادية، إلى جانب خبراء محليين ودوليين.

في الدول النامية، كثيرًا ما تتدخل المؤسسات المالية الدولية، مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، لتقديم المشورة الفنية في إدارة المديونية وتحديد المستويات الآمنة للدين العام، خصوصًا في ظل محدودية الموارد وكفاءة المؤسسات المحلية. ويُقاس الحد الآمن للدين عادةً كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، ويعتبر تجاوز هذه النسبة مؤشرًا على ارتفاع مخاطر عدم الاستدامة المالية.

على سبيل المثال، فرضت اتفاقية ماستريخت وميثاق الاستقرار والنمو الأوروبي على الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي مجموعة من المعايير المالية، من أبرزها:

- ألا تتجاوز نسبة الدين العام 60% من الناتج المحلي الإجمالي.
- ألا يزيد عجز الموازنة السنوي عن 3% من الناتج المحلي الإجمالي.

ومع ذلك، يرى بعض الاقتصاديين أن هذه الحدود ليست مطلقة، إذ يمكن تجاوزها إذا حققت الدولة معدلات نمو اسمي في الناتج المحلي الإجمالي تتجاوز 5%، بما يسمح بتعويض نسب العجز أو الدين المرتفعة نسبيًا، وإعادة التوازن المالي عبر زيادة الإيرادات الضريبية وتحسن المؤشرات الاقتصادية.¹

2.2. الاستدامة المالية وقيد الميزانية: يُعدّ مفهوم قيد الميزانية من الأطر النظرية الأساسية لفهم الاستدامة المالية، إذ يعكس العلاقة الرياضية التي تحكم توازن الإيرادات والنفقات الحكومية، ومدى قدرة الدولة على تمويل العجز المالي دون اللجوء إلى سياسات مالية غير مستدامة. ويمكن التمييز بين نوعين رئيسيين من قيود الميزانية:

¹ عبد العزيز بلواضح، الحوكمة كأسلوب في إدارة المخاطر وأثرها على الاستدامة المالية، مع التطبيق على حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لمحصول على شهادة دكتوراه علوم اقتصادية، جامعة الاغواط، 2020-2021، ص 164.

1. قيد الميزانية للفترة الزمنية الحالية: يعبر هذا القيد عن المعادلة الآنية التي تحدد مصادر تمويل العجز المالي خلال فترة مالية محددة، سواء عبر الاقتراض أو إصدار النقد الجديد. ويمكن تمثيل هذه العلاقة بالمعادلة التالية:

$$(\Delta D) + (M_1 - M) = G - R + iD$$

حيث:

- ΔD : التغير في رصيد الدين العام.
- $M_1 - M$: التغير في القاعدة النقدية (أي إصدار نقدي جديد).
- G : الإنفاق الحكومي.
- R : الإيرادات الحكومية.
- iD : الفوائد المدفوعة على الدين العام.

وتُشير هذه المعادلة إلى أن تمويل العجز يتم إما من خلال الاقتراض (زيادة الدين العام)، أو من خلال الإصدار النقدي، وبالتالي فإن الحفاظ على الاستدامة المالية يتطلب السيطرة على مصادر العجز ووسائل تمويله بما لا يؤدي إلى تراكمات غير مبررة في الدين أو التضخم¹.

2. قيد الميزانية الزمنية (طويل الأجل): يعتمد هذا القيد على القيمة الحالية لجميع التدفقات المالية المستقبلية، ويشترط ألا تتجاوز القيمة الحالية للنفقات الحكومية المستقبلية مضافاً إليها خدمة الدين، القيمة الحالية للإيرادات الحكومية المستقبلية. ويُعبر عن هذا القيد بالعلاقة التالية:

$$De + \sum_{k=0}^{\infty} [(G_{t+k} + iD_{t+k}) / (1+i)^k] \leq \sum_{k=0}^{\infty} [REV_{t+k} / (1+i)^k]$$

حيث:

- De : الدين القائم.
- G_{t+k} : الإنفاق الحكومي في الفترة المستقبلية.
- REV_{t+k} : الإيرادات الحكومية في الفترة المستقبلية.
- i : سعر الفائدة.

¹ Alejandro Izquierdo and ugopanizza " fiscal sustainability : issues for emerging market countries "Eces, working paper no , 91 , Cairo , 2003 , p (2-3) .

ويعني هذا القيد أن الدولة يجب أن تحقق فوائض أولية سنوية (أي أن الإيرادات تفوق النفقات دون احتساب الفوائد) لتتمكن من سداد الدين القائم، وبالتالي ضمان استدامة المالية العامة.

ومن المهم التمييز بين مفهومي:

- **الجدارة المالية: (Financial Solvency)** وهي قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها المالية.
- **الملاءمة المالية: (Financial Sustainability)** وهي قدرة السياسات المالية الحالية على الاستمرار دون خلق ضغوط مالية أو اقتصادية مستقبلية.

فالاستدامة المالية، وفقاً لقيد الميزانية الزمنية، لا تتحقق إلا إذا كانت السياسات الحكومية المعتمدة متوافقة مع المسار طويل الأجل للإيرادات والنفقات، بما يضمن بقاء الدين العام في مستويات قابلة للإدارة دون اللجوء المستمر إلى الاقتراض أو التمويل التضخمي¹.

3.2. النمو المستدام وتحقيق الاستدامة المالية: يمثل الاستقرار الاقتصادي أحد الشروط الأساسية لتحقيق الاستدامة المالية، ويُقصد به قدرة الدولة على المحافظة على معدلات نمو اقتصادي مستمرة ومتوازنة على مدى زمني محدد. وتكمن أهمية هذا النمو في أنه يوفر للحكومة قاعدة إيرادية قوية ومتصاعدة، ناتجة عن التوسع في النشاط الاقتصادي، مما يُمكنها من الوفاء بالتزاماتها المالية الحالية والمستقبلية دون اللجوء إلى سياسات تمويلية غير مستدامة.

وفي هذا السياق، يمكن القول إن الاستدامة المالية تتحقق عندما تتمكن الدولة من إدارة دين عام ضمن حدود مقبولة، يُستخدم في تغطية عجز مالي موجه لتمويل نمو اقتصادي مستهدف. بمعنى آخر، فإن الاقتراض، عندما يُوظف في مشروعات تنموية تُعزز الناتج المحلي الإجمالي وتزيد من الإيرادات مستقبلاً، فإنه يصبح أداة محفزة على الاستدامة لا عبئاً مالياً يهددها.

ويعكس المفهوم الموسع للاستدامة المالية ضرورة أن تُدار الشؤون المالية العامة بطريقة تُسهم في تحقيق النمو الاقتصادي طويل الأمد. ويتحقق ذلك عبر جملة من السياسات، من أبرزها استقرار العبء الضريبي، الذي يعني قدرة الدولة على تمويل التزاماتها دون الحاجة إلى رفع الضرائب بشكل مستمر، وهو ما يتطلب بدوره ضبط عجز الميزانية وضمان توازنها على المدى المتوسط.

تُعد السياسة المالية مستدامة إذا ما اتسمت بعدم التحيز بين الأجيال، أي عندما تُوزع الأعباء الضريبية والمنافع الناتجة عن الإنفاق العام بعدالة بين الأجيال الحالية والمستقبلية. ومن هنا، فإن استدامة النمو الاقتصادي، باعتبارها مدخلاً للاستدامة المالية، ترتبط ارتباطاً وثيقاً بمفهوم الملاءمة المالية للحكومة، والتي

¹ عمر محمد البدويني، المخاطر المالية وأثرها على الاستدامة المالية للدولة، بالتطبيق على الحالة المصرية، مقدمة للحصول على شهادة دكتوراه في الاقتصاد، جامعة القاهرة، 2008، ص 67.

تعني قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية، سواء الحالية أو المحتملة مستقبلاً، دون الإخلال بالتوازن المالي أو الحاجة إلى تبني إجراءات مالية تقشفية مفاجئة.

وبناءً على ما سبق، يُمكن تحديد العلاقة بين النمو الاقتصادي والاستدامة المالية على أنها علاقة طردية. فارتفاع معدلات النمو يؤدي إلى:

- تحسين مستويات الدخل القومي،
 - توسيع الوعاء الضريبي وزيادة الحصيلة الضريبية،
 - تقليص الفجوة بين الإيرادات والنفقات العامة،
 - تعزيز الادخار والاستثمار والاستهلاك داخل الاقتصاد.
- كل هذه النتائج تساهم في تقليل اعتماد الدولة على الإنفاق التعويضي الذي غالباً ما يُمول عن طريق الاقتراض، مما يقلل من تراكم الدين العام ويعزز من متانة الوضع المالي العام للدولة. وفي المقابل، فإن تباطؤ النمو الاقتصادي أو تراجعته يؤدي إلى نتائج عكسية، منها:

- انخفاض الإيرادات العامة،
- ارتفاع معدلات البطالة،
- تراجع ثقة المستثمرين،
- اتساع عجز الموازنة،
- وزيادة الاعتماد على الاقتراض، وهو ما يُشكل تهديداً مباشراً لاستدامة المالية.

وتتأثر هذه الديناميكية بعدد من المتغيرات، منها كفاءة الاستثمار العام والخاص، واستقرار البيئة الاقتصادية، ومدى فاعلية مبادرات القطاع الخاص في دعم النشاط الإنتاجي وخلق فرص عمل حقيقية.

4.2. الاستدامة المالية والمؤسسات المالية الدولية: تلعب المؤسسات المالية الدولية دوراً محورياً في تعزيز مبادئ الاستدامة المالية على الصعيد العالمي، من خلال تقديم المشورة الفنية والدعم، وفرض معايير مالية واقتصادية دقيقة ضمن برامج الإصلاح الاقتصادي. وتشدد هذه المؤسسات، وعلى رأسها صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، على ضرورة تجنب تمويل العجز المالي عبر سياسات تضخمية، المتمثلة في الاقتراض المباشر من البنك المركزي عن طريق إصدار نقدي جديد، لما قد يترتب على ذلك من ارتفاع معدلات التضخم وتآكل القدرة الشرائية للمواطنين.

وبناءً على ذلك، تُوصي هذه المؤسسات بالاعتماد على التمويل الحقيقي القائم على المدخرات المحلية أو الاقتراض من الأسواق المالية من خلال أدوات الدين العام، مثل أذون الخزانة والسندات الحكومية، التي يكتتب فيها الأفراد والمؤسسات. وعلى الرغم من أن التمويل النقدي قد يبدو أقل تكلفة على المدى القصير، فإن آثاره التضخمية طويلة الأمد تجعله خياراً غير مستدام، مما يبرز أهمية تبني استراتيجيات تمويل متوازنة تضمن استدامة المالية العامة واستقرار الاقتصاد على المدى الطويل¹.

عند النظر إلى الدين العام الخارجي، تُحذر المؤسسات المالية الدولية من تجاوزه لنسب معينة، نظراً لتأثيراته السلبية المحتملة على ميزان المدفوعات واستقرار العملة، وقدرته على التسبب في أزمات مديونية. وفي هذا الإطار، أصدر كل من البنك الدولي وصندوق النقد الدولي دليلاً إرشادياً حديثاً لإدارة الدين العام عام 2023، يهدف إلى مساعدة الدول النامية والناشئة على تعزيز أنظمتها المالية وتقليل هشاشتها أمام تقلبات الأسواق العالمية.

ويتضمن هذا الدليل مجموعة من المبادئ التوجيهية الأساسية، من أبرزها:

- **تقليل تكلفة الاقتراض الإجمالية على المدى الطويل لضمان استدامة خدمة الدين.**
- **تحقيق التوازن الزمني والهيكل في آجال استحقاق الديون، بما يقلل من المخاطر التمويلية ويضمن انتظام التدفقات المالية.**
- **تطوير سوق ثانوية فعالة لتداول أدوات الدين العام، بما يعزز من السيولة والشفافية في السوق ويُسهل إدارة المديونية.**

كما شدد الدليل على أهمية متابعة ثلاثة مؤشرات رئيسية لتقييم مستوى خطورة الدين العام، بما يمكن الحكومات من اتخاذ إجراءات وقائية لضمان استدامة المالية العامة².

وتشمل المؤشرات الأساسية لتقييم خطورة مستوى الدين العام ما يلي:

1. **معدل نمو الدين مقارنة بمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، لتحديد ما إذا كان الدين يتزايد بوتيرة أسرع من قدرة الاقتصاد على استيعابه.**
2. **الفجوة بين سعر الفائدة الحقيقي ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، إذ يشير فرق السعر هذا إلى كلفة الدين الفعلية على الاقتصاد وقدرته على التمويل الذاتي.**
3. **نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي، التي تُعد مؤشراً معيارياً لمدى تحمل الدولة لمستوى الدين الحالي.**

¹ صندوق النقد الدولي، تقدير سنة 2003، ص 15.

² بلقاسم العباسي، إدارة الديون الخارجية، مجلة جسر التنمية، العدد الثلاثون، المعهد العربي للتخطيط، 2004، ص 16

ومع أهمية هذه المؤشرات، فإن الاعتماد عليها بشكل حصري قد يكون مضللاً في بعض السياقات. لذا، ينبغي الأخذ في الاعتبار عوامل إضافية، مثل هيكل الدين (قصير أو طويل الأجل)، العملة المقترض بها، وملكية الدين (محلي أم خارجي)، لما لها من تأثير مباشر على قدرة الدولة على إدارة مديونيتها وضمان استدامتها المالية.

المطلب الثالث: أبعاد وأشكال الاستدامة المالية

في ظل التحولات الاقتصادية العميقة والتغيرات المتسارعة التي تشهدها المنظومات المالية على المستويين المحلي والعالمي، برز مفهوم الاستدامة المالية كعنصر جوهري لبناء نماذج تنمية متوازنة وشاملة. فقد أصبحت الاستدامة المالية، بما تحمله من أبعاد اقتصادية ومؤسسية وبيئية واجتماعية، ضرورة استراتيجية لضمان استمرارية الأداء المالي للدول والمؤسسات، مع الحفاظ على العدالة بين الأجيال وتحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المالية المتاحة.

ينصب جوهر الاستدامة المالية على القدرة على الوفاء بالالتزامات المالية الحالية والمستقبلية دون اللجوء إلى ممارسات تمويلية غير مستدامة أو توليد عجز مالي مزمن، مع مراعاة التوازن بين الإيرادات والنفقات على المدى الطويل. وتزداد أهمية هذا المفهوم في ظل التحديات التي تواجهها الحكومات والمؤسسات العامة والخاصة، مثل ارتفاع مستويات المديونية، وتذبذب الإيرادات، وتنامي الضغوط الاجتماعية والبيئية.

وتتعدد مظاهر الاستدامة المالية لتشمل استدامة الإنفاق العام، واستقرار السياسات الضريبية، واستدامة الدين العام، إضافة إلى الكفاءة المؤسسية في إدارة الموارد المالية. كما تتقاطع هذه الأبعاد مع مفاهيم الحكم الرشيد، الشفافية، والمساءلة، ما يجعل من الاستدامة المالية قضية متعددة الأبعاد تتطلب مقاربة شاملة ومتكاملة.

وانطلاقاً من ذلك، يهدف هذا المطلب إلى تحليل الأبعاد النظرية والتطبيقية للاستدامة المالية، وتحديد أشكالها المختلفة، ورصد آليات تعزيزها ضمن السياسات الاقتصادية والمالية، مع إبراز التجارب المقارنة واستخلاص الدروس المستفادة. كما يسعى إلى تقديم إطار تحليلي متكامل يساهم في دعم اتخاذ القرار المالي الرشيد، وتعزيز القدرة التكيفية للمؤسسات في مواجهة الأزمات الاقتصادية المستقبلية.

1. أبعاد الاستدامة المالية: تحليل مفاهيمي وتطبيقي: تُعد الاستدامة المالية من المفاهيم الحديثة

والمعقدة التي حظيت باهتمام متزايد في الأدبيات المالية والاقتصادية، لا سيما في ظل الضغوط المتنامية على المالية العامة في كل من الدول المتقدمة والنامية. ويُقصد بالاستدامة المالية قدرة

الحكومة على الاستمرار في تنفيذ سياساتها المالية دون التعرض لاختلالات هيكلية تهدد استقرارها المالي أو تُحمّل الأجيال القادمة أعباءً غير مبررة.

وقد قدّم **Allen Schick** تصورًا تحليليًا شاملاً لهذا المفهوم، محددًا أربعة أبعاد رئيسية تشكّل الإطار المرجعي لفهم طبيعة الاستدامة المالية، وهي: **الملاءة المالية، دعم النمو، الاستقرار الضريبي، والعدالة بين الأجيال**. وتكمن أهمية هذه الأبعاد في قدرتها على رسم صورة متكاملة عن مدى قدرة الدولة على إدارة موازنتها بشكل رشيد ومستدام.

1.1. الملاءة المالية: أساس الاستقرار المالي للدولة: تشير الملاءة المالية إلى قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها الجارية والمستقبلية دون اللجوء إلى الاقتراض المفرط أو الدخول في أزمات تمويلية. وتُعدّ الملاءة المالية أحد أهم المؤشرات لتقييم الوضع المالي للحكومات، إذ تعكس قدرة الدولة على الحفاظ على استقرار الأداء المالي على المدى الطويل.

في الدول النامية، غالبًا ما تواجه الملاءة المالية تهديدات بسبب ضعف القاعدة الضريبية، تضخم الإنفاق العام، الاعتماد على التمويل الخارجي، وهشاشة المؤسسات المالية. وفي حالات عدم الاستقرار الاقتصادي أو حدوث صدمات خارجية، قد يحدث هروب لرؤوس الأموال وانخفاض حاد في قيمة العملة، ما يرفع تكلفة خدمة الدين ويجبر الحكومة على الاقتراض بأسعار فائدة مرتفعة، ما يفاقم المديونية ويهدد الاستقرار المالي.

وتدخل المؤسسات المالية الدولية، مثل صندوق النقد الدولي، غالبًا لتقديم المشورة وتنفيذ سياسات تقشفية تهدف إلى تحقيق فوائض أولية تمكّن الحكومات من استعادة ملاءتها المالية. وتجدر الإشارة إلى أن مخاطر الملاءة المالية ليست محصورة بالدول النامية فقط، بل قد تواجهها الاقتصادات المتقدمة أيضًا، وإن بشكل مختلف، خاصة عند الاعتماد المستمر على الدين لتمويل الالتزامات الجارية تحت ضغوط سياسية.

2.1. دعم النمو: هدف استراتيجي للسياسة المالية: يرتبط النمو الاقتصادي المستدام ارتباطًا وثيقًا بالاستدامة المالية، إذ يعزز قدرة الدولة على إدارة موازنتها بكفاءة ويوسع القاعدة الضريبية، ما يقلل الاعتماد على الاقتراض. وقد أبرزت اتفاقية ماستريخت هذا الترابط من خلال تحديد حدود صارمة لعجز الموازنة (أقل من 3% من الناتج المحلي الإجمالي) ومستوى الدين العام (أقل من 60%)، انطلاقًا من القناعة بأن تجاوز هذه الحدود يضعف القدرة على تحقيق نمو مستدام.

ويشير هذا التحول إلى إدراك أن الموازنة ليست مجرد أداة محاسبية، بل خطة استراتيجية لضبط الوضع المالي طويل الأمد، وتحفيز النمو الاقتصادي، مع التركيز على زيادة الإنتاجية وخلق أصول دائمة بدل الاعتماد على التحويلات الاجتماعية الاستهلاكية التي لا تسهم في النمو.

3.1. الاستقرار الضريبي: حماية القاعدة التمويلية: يعني الاستقرار الضريبي الحفاظ على أعباء ضريبية مستقرة أو قابلة للتنبؤ، وهو عنصر أساسي لبناء ثقة الفاعلين الاقتصاديين وضمان استدامة الموازنة. ويكتسب هذا البعد أهمية خاصة في الدول ذات العبء الضريبي المرتفع، إذ يساهم في حماية القوة الشرائية ومنع زيادة الضغوط على الاقتصاد، وهو ما يعكس التزام الحكومة بعدم تحميل المواطنين أعباء مالية إضافية قد تعرقل النشاط الاقتصادي.

4.1. العدالة بين الأجيال: توزيع عادل للأعباء: تتعلق العدالة بين الأجيال بضمان ألا تتحمل الأجيال القادمة تبعات القرارات المالية الحالية دون أن يكون لها دور فيها أو تستفيد منها. ويُعتبر التمويل الحكومي مستدامًا أخلاقيًا عندما يتم تمويل الالتزامات الحالية من الموارد المتاحة، دون ترحيل الأعباء عبر الدين العام، مع مراعاة التطورات الديموغرافية والضغوط المستقبلية على الإنفاق الصحي والتقاعدي.

2. أشكال الاستدامة المالية: تتجاوز الاستدامة المالية مجرد القدرة على الوفاء بالالتزامات الجارية لتشمل الحفاظ على توازن هيكلي في السياسات المالية دون إحداث تغييرات قد تخل بالاستقرار الكلي. ويمكن تقسيمها إلى الأشكال التالية:

1.2. الاستدامة المالية الاقتصادية: التوازن بين النمو والدين: تركز الاستدامة المالية الاقتصادية على قدرة الدولة على الحفاظ على حالة اقتصادية مستقرة وفعالة تحقق أقصى منفعة للجيل الحالي دون المساس بحقوق الأجيال القادمة. ويتحقق ذلك عبر الوصول إلى "الحالة المستقرة الكفء للاقتصاد"، حيث ينمو الاقتصاد بمعدل يتوافق مع نمو السكان، مع ضمان توزيع عادل ومستدام للموارد.

ويُعد شرط **Domar** أحد أهم المحددات النظرية لهذا النوع من الاستدامة، إذ يرى أن الاستدامة تتحقق إذا كان معدل النمو الاقتصادي يفوق معدل الفائدة على الدين العام، ما يضمن السيطرة على الدين واستقراره.

2.2. الاستدامة المالية وفق تقييمات صندوق النقد الدولي: يعرف صندوق النقد الدولي الاستدامة المالية بأنها القدرة على إدارة الدين العام بطريقة تضمن استمرارية التمويل دون تعريض الاقتصاد لمخاطر عدم الاستقرار. ويركز على مؤشرات رئيسية، مثل العجز المالي، نسب الدين العام (داخلي وخارجي)، الفوائض الأولية، والتوقعات المالية على المدى المتوسط (عادة 3-15 سنة).

كما يشدد الصندوق على ضرورة إدراج الالتزامات غير المسجلة، الديون المشكوك في تحصيلها، والضمانات الضمنية، للحصول على صورة دقيقة وشاملة عن الوضع المالي. وتُعد الفوائض الأولية مؤشراً محورياً لقياس قدرة الدولة على تقليص الدين وتحقيق استدامة مالية حقيقية، ويصاحب ذلك تحليل "المجهود المالي المطلوب" لتحقيق خفض ملموس في نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي¹.

3.2. الاستدامة الخارجية: البُعد الدولي للاستقرار المالي: تمثل الاستدامة الخارجية أحد أشكال الاستدامة المالية التي ترتبط بالقطاع الخارجي للاقتصاد، وتهدف إلى قياس قدرة الدولة على تمويل حسابها الجاري في ميزان المدفوعات دون اللجوء إلى تدفقات رأس مال غير مستدامة أو استنزاف الاحتياطات النقدية الأجنبية.

ويُقِيم هذا البُعد عبر تحليل الموازين الخارجية، لا سيما العجز في الحساب الجاري، إلى جانب دراسة تطورات الدين الخارجي، وتقييم سعر الصرف الحقيقي، ومدى مرونة التجارة الخارجية. كما يأخذ في الاعتبار السيناريوهات المستقبلية لتوازن المدفوعات، بما يشمل تأثيرات أسعار الفائدة العالمية، وتقلبات أسواق الصرف، والتحويلات في تدفقات الاستثمار الأجنبي، لضمان قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها الخارجية دون مخاطر هيكلية تهدد استقرار الاقتصاد الكلي.

4.2. العلاقة بين الاستقرار المالي والاستدامة المالية: تُعد العلاقة بين استقرار النظام المالي والاستدامة المالية من المحاور الأساسية في أدبيات الاقتصاد الكلي. فالدولة، بصفقتها الضامن النهائي للنظام المالي، تتحمل مسؤولية غير مباشرة عن استقرار المؤسسات المالية، خاصة في حالات التعثر أو الصدمات الاقتصادية.

عند وجود رصيد مرتفع من أدوات الدين الحكومي لدى القطاع المالي، مثل السندات الحكومية، قد يؤدي أي إخفاق في تحقيق الاستدامة المالية إلى تفاقم المخاطر النظامية داخل القطاع المالي، ما يهدد استقراره. كما أن فقدان الثقة في قدرة الحكومة على السداد قد يتحول سريعاً إلى أزمة مالية أوسع، تمتد من المالية العامة إلى النظام المصرفي والأسواق المالية بشكل كامل.

5.2. التمييز بين الاستدامة المالية والاستدامة الاقتصادية: على الرغم من الترابط الوثيق بين الاستدامة المالية والاستدامة الاقتصادية، إلا أن هناك فاصلاً مفاهيمياً واضحاً بينهما².

¹ عبد العزيز بلواضح، مرجع سبق ذكره، ص (165-167)

² بن عيسى الهام، بوزيان الرحمانى هاجر، بوقناديل محمد، الاستدامة المالية و التنوع الاقتصادي في الجزائر دراسة

. -قياسية لفترة 2000-2018، مجلة دفاتر، المجلد 16، العدد 1، الجزائر، 2020، ص 287.

- تقوم الاستدامة المالية على مبدئي الملاءة المالية والسيولة، أي قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها في آجالها المحددة، مع توفير الموارد اللازمة لذلك دون اللجوء إلى أدوات تمويلية مفرطة أو غير مستدامة. وترتكز بشكل أساسي على الالتزام بقيد الموازنة الزمني، بما يضمن إبقاء حجم الدين العام ضمن مستويات لا تؤثر على القدرة المستقبلية للدولة على السداد.
- أما الاستدامة الاقتصادية، فهي أوسع نطاقاً، إذ تنظر إلى الدين العام في سياق تفاعله مع المتغيرات الاقتصادية الأخرى، مثل النمو الاقتصادي، والإنتاجية، والتوزيع العادل بين الأجيال. ويعزى هذا النهج إلى الاقتصادي Domar ، الذي أبرز أن تحقيق الاستدامة الاقتصادية يتطلب أن يتجاوز معدل النمو الاقتصادي معدل الفائدة على الدين، باعتباره الضمان الأمثل للتحكم في توسع الدين العام.

وعند تحقق هذا الشرط، يمكن للدولة إصدار أدوات دين إضافية، مثل الأذون والسندات، دون الإضرار بالاستقرار الاقتصادي، شريطة أن تبقى نسبة الدين إلى الناتج المحلي ضمن "الحدود الآمنة" — أي المستوى الذي يسمح للاقتصاد بتحقيق أقصى منفعة ممكنة للأجيال الحالية، مع الحفاظ على حقوق الأجيال المستقبلية.

6.2. العلاقة بين النمو الاقتصادي والاستدامة المالية: يشكل النمو الاقتصادي عنصراً محورياً في تحقيق الاستدامة المالية، إذ يمثل الاقتصاد القوي والمستقر الضامن الأساسي لقدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها المالية. فزيادة الناتج المحلي توفر دخلاً إضافياً من خلال الضرائب، مما يساهم في تقليص العجز المالي وتقليل الاعتماد على الاقتراض الخارجي أو الداخلي.

وتعكس مستويات النمو المرتفعة في ارتفاع الدخل الفردية وتحسن الحصيلة الضريبية، ما يؤدي إلى تضيق الفجوة بين الإيرادات والنفقات العامة، ويحد من الحاجة إلى سياسات مالية توسعية قائمة على تمويل العجز بالدين. في المقابل، يؤدي تباطؤ النمو إلى زيادة الاعتماد على التمويل بالعجز، ما يضعف الاستدامة المالية ويعرض الاقتصاد لمخاطر الهيمنة على الديون.

ولا تقتصر العلاقة بين النمو والاستدامة المالية على البُعد التنموي فحسب، بل تتعداه لتشمل التفاعل بين الاستثمار العام والخاص، وكفاءة استخدام الموارد الإنتاجية، فضلاً عن تحقيق التوزيع العادل للثروة. وقد أبرز عدد من الباحثين أن فهم هذه العلاقة يشكّل أساساً للتمييز بين النمو الكمي، الذي يركز على معدل زيادة الناتج، والنمو المستدام، الذي يضمن قدرة الاقتصاد على دعم الاستدامة المالية على المدى الطويل.

المبحث الثاني: مؤشرات تقييم الاستدامة المالية

تُعد تقييم الاستدامة المالية من القضايا المعقدة في أدبيات المالية العامة، إذ لا يوجد حتى الآن إطار كمي موحد يحظى بالإجماع الدولي لقياس مدى استدامة المالية العامة أو الحكم بدقة على مستويات الدين العام. ويعود ذلك إلى الطبيعة الديناميكية للاقتصادات الوطنية، بالإضافة إلى التباين الكبير في الخصائص المؤسسية والمالية بين الدول.

وفي ظل غياب معايير كمية موحدة، تعتمد المؤسسات الاقتصادية والمالية على مجموعة متنوعة من المؤشرات والنسب التحليلية، والتي توفر مدخلاً لفهم قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها المالية الحالية والمستقبلية دون الانزلاق إلى مسارات غير مستدامة تؤدي إلى أزمات مالية أو تراكم مفرط للديون.

نشأ مفهوم الاستدامة المالية استجابة لتطور التحديات الاقتصادية والمالية التي تواجهها الحكومات، لا سيما في ظل تصاعد مستويات المديونية والضغط الناتجة عن تقلبات الأسواق العالمية. وقد تطورت أساليب تقييم استدامة الدين العام لتشمل مزيجاً من التحليلات الكمية والنوعية، استناداً إلى نماذج اقتصادية تراعي التفاعل بين السياسة المالية والمتغيرات الاقتصادية الكلية.¹

سوف نتناول في هذا المبحث مختلف مؤشرات تقييم الاستدامة المالية مقسمة إلى ثلاث فئات رئيسية:

المطلب الأول: مؤشرات قابلية التأثر والهشاشة المالية. (Vulnerability indicators)

في أعقاب الأزمات النقدية التي ضربت العديد من الاقتصادات الناشئة خلال عقد التسعينيات، برزت أهمية دراسة وتحليل قابلية القطاعات المالية المختلفة للتأثر، لاسيما فيما يتعلق بعلاقتها بإدارة الدين العام. فقد أظهرت هذه الأزمات هشاشة الأنظمة المالية أمام الصدمات الخارجية والداخلية، ما دفع صانعي السياسات الاقتصادية والمنظمات الدولية إلى التركيز على مراقبة المتغيرات التي قد تُعرض استدامة الدين العام للخطر، وذلك من خلال تطوير مجموعة من المؤشرات التي تعكس مستوى قابلية الاقتصاد للتأثر بالضغط المالية.²

من بين أبرز هذه المؤشرات، تبرز:

¹ Olivier Blanchard, *Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators*, OECD Economics Department Working Papers, No.79, Paris, 1990, pp. 4-12

² (IMF) *Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability*, International Capital Markets Department, Washington D.C., 2000، 7-3 ص ص

1. مؤشرات الدين العام (Debt Indicators) ، والتي تُستخدم لتحليل جوانب متعددة من هيكل الدين، وتشمل ما يلي¹:

1.1.1. مواعيد استحقاق الديون: (Debt Maturity Profiles) إذ تعكس الجدولة الزمنية لسداد الالتزامات أهمية التوزيع الزمني للدين ومدى تركزه في الأجل القصيرة، ما يؤثر على قدرة الدولة على السداد دون الوقوع في أزمة سيولة².

2.1. حساسية الدين لأسعار الفائدة: (Interest Rate Sensitivity) تقيس مدى تأثير تكلفة خدمة الدين بالتقلبات في أسعار الفائدة، خاصة عندما تكون نسبة كبيرة من الدين ذات معدل فائدة متغير.

1.1.1. الديون المقومة بالعملة الأجنبية: (Currency Composition of Debt) حيث تُعد هذه الديون أكثر عرضة لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، مما قد يرفع من كلفة خدمة الدين عند تراجع العملة الوطنية.

3.1. النسب المتعلقة بالدين الخارجي إلى الصادرات والناجح المحلي الإجمالي: وتُستخدم هذه المؤشرات لتقييم قدرة الاقتصاد على توليد عملات أجنبية كافية لسداد الديون الخارجية، وهي من أهم المؤشرات في البلدان ذات الانفتاح التجاري المحدود أو ذات القاعدة التصديرية الضيقة.

4.1. مؤشر كفاءة الاحتياطات: (Reserves Adequacy Indicator) ويقاس مدى كفاية الاحتياطات الدولية مقارنة بالديون قصيرة الأجل، بما يساعد في تقييم قدرة الدولة على امتصاص الصدمات ومنع وقوع أزمات سيولة مفاجئة.

هذه المؤشرات الكمية تتيح إمكانية تقييم القدرة على السداد (Debt Servicing Capacity) من خلال مقارنة حجم الدين العام مع عدد من المتغيرات الاقتصادية والمالية، مثل الناتج المحلي الإجمالي، وإيرادات التصدير، والإيرادات الحكومية. ومن أبرز النسب المستخدمة:

- نسبة خدمة الدين إلى الصادرات: وهي تعكس مدى قدرة الدولة على توليد النقد الأجنبي الكافي للوفاء بالتزاماتها تجاه الديون الخارجية.
- نسبة خدمة الدين إلى الإيرادات العامة: وتشير إلى قدرة الحكومة على تعبئة الموارد المالية المحلية لسداد التزاماتها دون التأثير على الإنفاق العمومي.

¹ World Bank & IMF Debt Sustainability Analysis: User Guide، Washington D.C.، 2010، ص ص 11-15.

² IMF Public Debt Sustainability Analysis for Market-Access Countries، Washington D.C.، 2013، ص ص 18-22.

- نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي: وتُعد من المؤشرات الجوهرية التي تعكس مستوى مديونية الدولة بالنسبة إلى حجم اقتصادها، وتُستخدم كمرجع رئيسي لتقدير المخاطر المرتبطة بالاستدامة المالية¹.

وفي هذا السياق، تُعد مقاييس القدرة على السداد أدوات مهمة لتحليل المخاطر المحتملة التي قد تهدد الملاءة المالية للدولة على المدى الطويل. كما يُمكن من خلال المسار الزمني لخدمة الدين تحليل احتمالية تعرض الاقتصاد لمشكلات السيولة، وتحديد الفترات الزمنية التي يحتمل فيها حدوث الضغوط المالية الأكبر.

وبناء عليه، فإن تحليل مؤشرات قابلية التأثر يُعد خطوة أولى وأساسية في تقييم استدامة الدين العام، لما توفره من رؤية تحليلية استباقية تساعد صانعي القرار في تحديد مواطن الضعف واتخاذ التدابير اللازمة لتقاضي الأزمات.

2. المؤشرات المرتبطة بالناتج المحلي الإجمالي: تُعد المؤشرات المرتبطة بالناتج المحلي الإجمالي من الأدوات الأساسية في تحليل وتقييم استدامة المالية العامة، بالنظر إلى أنها تُظهر العلاقة بين مستوى الدين العام وحجم النشاط الاقتصادي للدولة. وتمكّن هذه المؤشرات من ربط الدين بمخرجات الاقتصاد، ما يسهل عملية المقارنة والتقييم الديناميكي لمستوى المديونية. من بين أهم هذه المؤشرات:

1.2. نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي (Debt-to-GDP Ratio): يُعد هذا المؤشر من أكثر المؤشرات شيوعًا واستخدامًا في الدراسات الاقتصادية المعاصرة، وقد طرحه الاقتصادي بلانشارد (Blanchard, 1990) ضمن إطار تحليل استدامة الدين العام. ويُستخدم هذا المؤشر لقياس حجم الدين العام كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، ما يُعطي دلالة على قدرة الاقتصاد الكلي على تحمل أعباء الدين، بافتراض أن كل موارد الناتج المحلي يمكن، نظريًا، توجيهها نحو تمويل خدمة الدين.

ويُعتبر هذا المؤشر أحد المؤشرات الجوهرية في الحكم على الوضعية المالية للدولة. فإذا ارتفعت هذه النسبة بشكل مستمر أو تجاوزت المستويات المرجعية أو التاريخية السائدة، فإن ذلك يُعد مؤشرًا على عدم الاستدامة المالية، خاصة في حال تحقق أحد السيناريويين الآتيين:

¹ Blanchard, Olivier *Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators*, OECD Economics Department Working Papers No. 79, Paris, 1990 P.P 06-11.

- عندما تكون نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي أعلى من المعدلات المقبولة تاريخياً أو مقارنة بدول مماثلة.
- عندما يتطلب استقرار هذه النسبة تغييرات جذرية في السياسة المالية، كرفع الضرائب أو تقليص الإنفاق بشكل كبير.

في المقابل، تُعتبر السياسة المالية مستدامة عندما تنجح الدولة في الإبقاء على استقرار هذه النسبة دون الحاجة إلى إصلاحات مالية حادة أو تعديلات هيكلية تمس التوازنات الكبرى.

2.2. نسبة الفوائد إلى الناتج المحلي الإجمالي (Interest Payments to GDP) : يقيس هذا المؤشر عبء الفوائد السنوية التي تتحملها الدولة نتيجة الدين العام كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي. ويُستخدم لقياس مدى تأثير كلفة خدمة الدين على الاقتصاد، وخاصة على **الإنفاق العمومي الإنتاجي**. كما يُعد مؤشراً على حجم الأعباء غير المنتجة التي يتحملها الاقتصاد، والتي لا تساهم مباشرة في النمو أو التنمية.

كلما ارتفعت هذه النسبة، كلما دلّ ذلك على وجود ضغط مالي أكبر على الميزانية العامة، ما قد يدفع الحكومة إلى اللجوء إلى مصادر تمويل إضافية، كزيادة الضرائب أو تقليص النفقات الاجتماعية والخدمات الأساسية. كما تُعد هذه النسبة مؤشراً مهماً في تحليل قدرة الدولة على تحقيق التوازن المالي دون المساس بمعدلات الاستثمار أو العدالة الاجتماعية.

بالتالي، فإن مؤشرات الدين المرتبطة بالناتج المحلي الإجمالي تكتسي أهمية مركزية في تحليل قدرة الدولة على مواجهة التزاماتها المالية، وتوفر أداة مرجعية لتحديد مستويات الخطر المرتبطة بالمديونية، وهي بذلك تُشكل دعامة أساسية في عملية تقييم الاستدامة المالية ضمن مؤشرات قابلية التأثر.

3. المؤشرات ذات الصلة (Related Indicators) : عند تحليل استدامة الدين العام، من الضروري عدم الاقتصار على المؤشرات المباشرة، بل يتعين النظر إلى مجموعة من المؤشرات ذات الصلة التي تُستخدم ضمن منظور متوسط الأجل، مما يسمح باستشراف المسارات المحتملة لأداء المالية العامة في ظل سيناريوهات اقتصادية ومالية بديلة. وتوفر هذه المؤشرات أدوات تحليلية تكميلية تساعد في تقييم قدرة الدولة على مواجهة أعباء الدين ضمن الأطر الزمنية المختلفة. ومن أبرز هذه المؤشرات:

1.3. نسبة رصيد الدين إلى إيرادات الميزانية المحلية: يقيس هذا المؤشر مستوى الدين العام مقارنة بالإيرادات الداخلية للدولة، ويُعد معياراً مهماً لتحديد عدد السنوات اللازمة لتسديد الدين القائم اعتماداً على قدرة الدولة على تعبئة الموارد المحلية. وإذا كانت النسبة مرتفعة، فإنها تعكس ضعفاً في قدرة الدولة على تقليص عبء الدين من خلال إيراداتها الذاتية، مما يُظهر محدودية هامش المناورة المالية.

2.3. نسبة خدمة الدين إلى الإيرادات المحلية: يُظهر هذا المؤشر مدى قدرة الدولة على تغطية مدفوعات خدمة الدين (الفوائد والأقساط) من خلال الإيرادات المحلية. وارتفاع هذه النسبة يشير إلى أن جزءًا كبيرًا من الإيرادات يُستهلك في تغطية الدين، مما يُقيد قدرة الحكومة على تمويل النفقات العامة الأخرى أو تنفيذ برامج تنموية.

3.3. القيمة الحالية للدين إلى الإيرادات المحلية: خلافًا للقيمة الاسمية، يُعتبر استخدام القيمة الحالية للدين مؤشرًا أكثر دقة لقياس عبء الدين، حيث يأخذ بعين الاعتبار تأثير الخصم الزمني لمستحقات الدين. ويُعد هذا المؤشر بالغ الأهمية خاصة بالنسبة للدول التي تواجه صعوبات في الحصول على تمويل ميسر، إذ يوضح التكلفة الحقيقية لسداد الدين مقارنة بالقدرة الفعلية على تعبئة الإيرادات.

4.3. الفوائد إلى الإيرادات المحلية: يعكس هذا المؤشر مدى استنزاف الفوائد فقط - دون أقساط الدين - من الإيرادات العامة، وهو ما يُمثل عبئًا غير إنتاجي على المالية العمومية. كما يدل على درجة الضغط الذي تتحمله ميزانية الدولة نتيجة ارتفاع تكلفة الاقتراض.

وتجدر الإشارة إلى أن العديد من المؤسسات الدولية تقدم جداول مرجعية للمستويات الاسترشادية لهذه المؤشرات في الدول النامية، غير أن هذه المستويات تبقى نسبية وتختلف باختلاف السياقات الاقتصادية والسياسية.

ومن المهم التأكيد على أن هذه المؤشرات لا تُعطي صورة ثابتة، بل يتوجب متابعة تطورها عبر الزمن وتحليل علاقتها بالمتغيرات الاقتصادية الكلية، مثل أسعار الفائدة، النمو الاقتصادي، ومستوى التضخم، مما يساعد على بناء فهم ديناميكي لتطور الدين ومدى استدامته.

مؤشرات مكملة تراعي متغيرات الاقتصاد الكلي: بالإضافة إلى المؤشرات الأساسية، هناك مؤشرات أخرى تكملية تُراعي المتغيرات الخارجية والتجارية، وتُسهّم في تقييم قابلية التأثر والاستدامة المالية من زوايا متعددة، من أهمها:

1. نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي (External Debt / GDP): يقيس هذا المؤشر مدى اعتماد الدولة على التمويل الخارجي، ويُظهر قدرتها على تحويل إنتاجها المحلي إلى موارد تُستخدم في سداد الالتزامات الخارجية، إما من خلال التصدير أو خفض الاعتماد على الواردات.

2. نسبة الدين الخارجي إلى الصادرات (Foreign Debt / Exports) : يرتبط هذا المؤشر بمدى قدرة الدولة على توليد العملات الأجنبية الضرورية لسداد الدين الخارجي. وهو مؤشر جوهري خصوصًا في الاقتصادات ذات الانكشاف الكبير على الأسواق الخارجية. كلما ارتفعت النسبة، زادت المخاطر المرتبطة بالعجز في الميزان التجاري وصعوبة تغطية الالتزامات الخارجية.

3. نسبة الاحتياطيات الدولية إلى الدين الخارجي: يُستخدم هذا المؤشر لقياس قدرة الدولة على تغطية التزاماتها الخارجية باستخدام احتياطياتها من العملات الأجنبية. كما يُشير إلى عدد السنوات التي يمكن فيها سداد الدين الخارجي الحالي بمعدل تراكم الاحتياطيات. انخفاض هذا المؤشر يعني هشاشة مالية كبيرة تجاه الصدمات الخارجية.

3. متوسط سعر الفائدة على الديون الخارجية: يعكس هذا المؤشر تكلفة الاقتراض الخارجي، ويُستخدم إلى جانب مؤشري نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي والصادرات، من أجل تقييم الشروط التي تُمول بها الدولة احتياجاتها التمويلية الخارجية. ارتفاع متوسط الفائدة يعني عبء مالي أكبر وخطر أكبر على استدامة الدين.

كما يقيس هذا المؤشر أيضًا نسبة إهلاك الدين إلى مدفوعات خدمة الدين، بما يُعرف بمؤشر إعادة التمويل (Revolving Ratio) ، والذي يدل على مدى اعتماد الدولة على الاقتراض الجديد لتغطية الأقساط المستحقة، أي تجديد الدين بدلاً من سداده.

المطلب الثاني: مؤشرات الاستدامة الديناميكية (Sustainability Indicators)

إن المؤشرات التي تم استعراضها سابقًا تُمثل أدوات تحليلية مهمة في تقييم الوضع المالي للدولة، غير أنها تُصنّف ضمن ما يُعرف بـ"مؤشرات ما بعد الحدوث (Ex-post Indicators)" ، أي أنها تعكس واقعًا تحقق فعليًا وتم تأكيده بالأرقام والمعطيات المسجلة. وعلى الرغم من أهميتها، فإنها لا تُقدم رؤية استباقية لما قد تواجهه المالية العامة مستقبلاً، وهو ما يتطلب تطوير مؤشرات ما قبل الحدوث (Ex-ante Indicators)، أو ما يُطلق عليه مؤشرات الإنذار المبكر¹ (Early Warning Indicators).

تهدف هذه المؤشرات الاستباقية إلى استشراف مدى الحاجة إلى إجراء تعديلات في السياسة المالية لتقادي الانزلاق نحو أوضاع غير مستدامة، والتقليل من احتمال حدوث أزمات مالية مستقبلية. فهي تتيح،

¹ IMF (2002) *Assessing Sustainability*, IMF Working Paper No. 02/52, Washington D.C., pp. 3-7

انطلاقاً من المعطيات الحالية، تقييم قدرة الدولة على إصدار ديون جديدة دون أن تُخلّ باستدامة وضعها المالي¹.

1. الأساس النظري لمؤشرات الاستدامة: يستند بناء مؤشرات الاستدامة المالية إلى نماذج اقتصادية تُحلل العلاقة بين ثلاثة عناصر رئيسية:

- التدفقات المالية (كالإيرادات والنفقات الأولية)،
- الاحتياطات المالية،
- وحجم الدين العام وفوائده.

وتتمثل الصيغة الرياضية الأساسية التي تُشكل قاعدة هذا التحليل في المعادلة التالية:

$$Dt+1=Dt(1+rt)+BPtD_{t+1} = D_t (1 + r_t) + BP_t$$

حيث:

- D_t : حجم الدين العام في السنة t ،
- rt : سعر الفائدة على الدين،
- BPt الرصيد الأولي (الفائض أو العجز دون احتساب الفوائد).

انطلاقاً من هذه المعادلة، يتبلور الشرط الأساسي لاستدامة المالية، والمعروف بشرط الملاءة المالية (**Fiscal Solvency Condition**) ويقضي هذا الشرط بأن يكون لدى الدولة، في الأجل المتوسط والطويل، رصيد أولي كافٍ (فائض) يُمكنها من سداد أصل الدين والفوائد المترتبة عليه. وبصيغة أدق، فإن القيمة الحالية للدين العام يجب ألا تتجاوز القيمة الحالية المخصصة للإيرادات العامة، مطروحاً منها الإنفاق العام غير المرتبط بخدمة الدين².

2. المفهوم الديناميكي للاستدامة: يعتمد تحليل الاستدامة على فرضيات ترتكز على ديناميكية تطور المتغيرات الاقتصادية، لا سيما الناتج المحلي الإجمالي وسعر الفائدة. وقد أوضح كل من مندوزا ومارسيلو (**G. Mendoza & P. Marcelo**) أن تحقيق الاستدامة المالية يتوقف على قدرة الدولة

¹hemming, Kell & Schimmelpfennig (2003), *Fiscal Vulnerability and Financial Crises in Emerging Market Economies*, IMF Occasional Paper No. 218, pp. 9–15.

²blanchard, O. (1990) *Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators*, OECD Economics Department Working Papers No. 79, pp. 7–11

على الوفاء بالتزاماتها استنادًا إلى تدفقات الإيرادات والنفقات الحالية والمستقبلية، دون المساس بقدرتها المالية على الأجل الطويل.¹

وفي السياق ذاته، يشير الأدب الاقتصادي إلى أهمية الحفاظ على استقرار نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي ضمن مستويات آمنة، وهو ما يُعرف بالاستقرار الديناميكي. (**Dynamic Stability**) ويرتكز هذا المفهوم على رؤية دومار (**D. Domar**) الذي اعتبر أن مفتاح الاستدامة المالية يتمثل في أن يكون معدل النمو الاقتصادي الحقيقي أعلى من معدل الفائدة على الدين العام. ففي هذه الحالة، حتى مع استمرار الدولة في الاقتراض، يمكن التحكم في الدين العام، لأنه ينمو بوتيرة أبطأ من الناتج المحلي الإجمالي.

أما في حال العكس، أي إذا تجاوز معدل الفائدة معدل النمو، فإن الدين العام قد يتخذ مسارًا تصاعديًا يصعب التحكم فيه، ويُصبح تمويله أكثر اعتمادًا على إصدار ديون جديدة لتغطية التزامات قديمة، ما يؤدي إلى تقادم المديونية بمرور الوقت.

3. أثر العلاقة بين النمو والفائدة على السياسة المالية: في ظل ظروف اقتصادية ملائمة حيث يتفوق معدل النمو الاقتصادي على سعر الفائدة، يمكن للحكومات استخدام الدين كأداة تمويل مستدامة، تسمح لها بالتوسع في الإنفاق العمومي دون الاضطرار إلى رفع الضرائب أو اتخاذ تدابير تقشفية. أما في الحالات التي يحدث فيها العكس، فإن الحاجة لتعديل السياسات المالية تصبح ملحة، وقد تتطلب تدخلات قوية لضبط العجز وتثبيت مستويات الدين.

أ. مؤشرات الاستدامة المالية: أدوات التقييم الكمي المتقدم: في هذا السياق، برزت أهمية تطوير مؤشرات كمية دقيقة تهدف إلى تقييم مدى توافق السياسات المالية مع هدف الحفاظ على استقرار الدين العام، وتُعرف هذه المؤشرات باسم مؤشرات الاستدامة. وفيما يلي عرض لأبرز هذه المؤشرات:

1. مؤشر الفجوة الضريبية² (**Taxation Gap Indicator**): اقترح بلانشار (1990) هذا المؤشر كمقياس يوضح مدى اتساق السياسة الضريبية الحالية مع الهدف المتمثل في الحفاظ على نسبة مستقرة للدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي. يقوم هذا المؤشر على حساب الفرق بين العبء الضريبي "المستدام" (أي المطلوب لضمان استقرار نسبة الدين) والعبء الضريبي الحالي. وتُحسب الفجوة وفق طريقتين:

¹ Mendoza, E. & Oviedo, P. (2006), *Fiscal Policy and Macroeconomic Uncertainty in Developing Countries*, Journal of Development Economics, Vol. 81, pp. 100–123.

² Blanchard, O. (1990), *Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators*, OECD, pp. 15–20.

• الطريقة الأولى:

$$T^* - T = \sum_{i=1}^n \frac{1}{n} + (r - g) b^* - T^* - T$$

حيث:

- TT : العبء الضريبي الحالي
- T^*T^* : العبء الضريبي اللازم لتحقيق الاستدامة
- r : سعر الفائدة
- g : معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي
- b^*b^* : النسبة المستهدفة للدين إلى الناتج
- الطريقة الثانية:

$$l_t = T^* - T_t = g_t + (r_t - q_t) b_t - T_t$$

إذا كانت $l_t > 0$ ، فإن العبء الضريبي الحالي غير كافٍ ويجب زيادته لتثبيت نسبة الدين. أما إذا كانت قيمته صفرًا، فإن السياسة الضريبية تُعد مستدامة، وإذا كانت سالبة، فإن الدخل الجاري يتجاوز المطلوب، مما يعني أن الدين سيتجه للتراجع.

2. مؤشر بويتير (Buiter Indicator)¹: قدم بويتير (1985) مؤشرًا يعتمد على مفهوم القيمة الصافية للثروة، التي تُعرف بأنها مجموع الأصول (المالية والعينية) مطروحًا منها إجمالي الدين العام. ويهدف هذا المؤشر إلى تقييم ما إذا كانت السياسة المالية تضمن ثبات هذه القيمة كنسبة من الناتج المحلي².

الصيغة الرياضية:

$$b - br = (r - q)w - b$$

حيث:

¹Buiter, W. (1985), *A Guide to Public Sector Debt and Deficits*, Economic Policy, Vol. 1, No. 1, pp. 13–79.

² Blanchard, O., Leandro, A. & Zettelmeyer, J. (2022) *Redesigning EU Fiscal Rules*, Peterson Institute for International Economics, pp. 12–18.

- WW : صافي الثروة كنسبة من الناتج المحلي
- bb : نسبة الدين إلى الناتج
- r : سعر الفائدة
- q : معدل النمو

قيمة موجبة للمؤشر تعني أن الرصيد الأولي غير كافٍ، مما يستوجب تعديل السياسة المالية. غير أن هذا المؤشر يواجه تحديات قياسية بسبب صعوبة حصر الأصول غير الملموسة (مثل الأراضي، الموارد الطبيعية، الضرائب المستقبلية) والخصوم الطارئة.

3. مؤشر الفجوة الأولية قصيرة الأجل¹ (Short-Term Primary Gap Indicator) : يُقاس

هذا المؤشر الفرق بين الرصيد الأولي المطلوب لتحقيق استقرار الدين كنسبة من الناتج، والرصيد الأولي الفعلي:

$$BP^* - BP = (r - n) b - BP$$

حيث:

- BP^* : الرصيد الأولي المستهدف
- BP : الرصيد الأولي الفعلي
- r : سعر الفائدة الحقيقي
- n : معدل النمو السكاني
- b : نسبة الدين إلى الناتج

إذا كان $BP^* > BP$ ، فإن السياسة المالية غير مستدامة، والعكس يعكس توازنًا ماليًا متينًا على المدى القصير.

4. مؤشر الوضع المالي المستدام² (Sustainable Fiscal Position Indicator)

قدم كروس وخوان رامون (2003) هذا المؤشر لتقييم دالة رد الفعل المالية تجاه تغيّر المتغيرات الاقتصادية الكلية المؤثرة على الدين العام. ويقوم على مقارنة تطور الظروف الاقتصادية مع الاستجابة المالية.

¹ Croce, E. & Juan-Ramón, V. (2003), *Assessing Fiscal Sustainability: A Cross-Country Comparison*, IMF Working Paper No. 03/145, pp. 6-9.

² croce, E. & Juan-Ramón, V. (2003), pp 6-9 opct

الصيغة:

$$IFS = \frac{(\beta\varepsilon - \lambda)(1 + gt) + BP \cdot b_{e-1} - b}{1 + BP}$$

إذا كانت القيمة ≤ 1 ، فإن الوضع المالي غير مستدام. أما إذا كانت > 1 ، فهذا يدل على توافق السياسة المالية مع معايير الاستدامة.

5. مؤشر تقلب قيمة العملة (Currency Availability Indicator)¹: طوّر هذا المؤشر

بواسطة *Calvo, Izquierdo & Talvi (2003)* لقياس حساسية الوضع المالي تجاه تغيرات سعر الصرف، خاصة في الدول ذات الانكشاف الكبير على الأسواق الخارجية. يقوم على مقارنة تركيب الدين (داخلي/خارجي) مع تركيب الناتج (قابل/غير قابل للتبادل التجاري):

$$BeB = yey \frac{B}{eB} = \frac{y}{ey}$$

القيمة القريبة من 1 تعكس توازنًا جيدًا، بينما القيمة القريبة من 0 تشير إلى حساسية مرتفعة تجاه تقلبات الصرف، ما يهدد الاستدامة المالية.

المطلب الثالث: مؤشرات المخاطر والاستدامة طويلة الأجل والعدالة بين الأجيال

لا يكتمل تقييم الاستدامة المالية عند حدود التحليل الآني أو متوسط الأجل لمؤشرات الدين العام، إذ إن الحكم الحقيقي على استدامة السياسات المالية يقتضي توسيع أفق التحليل ليشمل الآثار بعيدة المدى لهذه السياسات، ولا سيما انعكاساتها على الأجيال المستقبلية وقدرة الدولة على الحفاظ على توازنها المالية في مواجهة الصدمات الهيكلية والدورية. وفي هذا الإطار، برزت أهمية مؤشرات الاستدامة طويلة الأجل باعتبارها أدوات تحليلية متقدمة تهدف إلى استشراف المسار المستقبلي للدين العام وتقييم مدى عدالة واستمرارية الخيارات المالية الحالية عبر الزمن.

تنطلق هذه المؤشرات من مقارنة ديناميكية تأخذ بعين الاعتبار تطور المتغيرات الاقتصادية الكلية، مثل النمو الاقتصادي، وسعر الفائدة، والديموغرافيا، والمرونة الضريبية، إلى جانب تفاعلها مع سلوك الادخار والاستثمار. وهي بذلك تتجاوز المنظور المحاسبي الضيق للدين، لتُعالج مسألة الاستدامة بوصفها إشكالية متعددة الأبعاد تمس الملاءة المالية للدولة، وتوازن الأجيال، واستقرار النظام المالي على المدى الطويل.

¹ Calvo, G., Izquierdo, A. & Talvi, E. (2003), *Sudden Stops, the Real Exchange Rate, and Fiscal Sustainability*, NBER Working Paper No. 9828, pp. 5–12.

وفي السياق ذاته، يُعد إدماج مؤشرات المخاطر المالية عنصرًا مكملًا لا غنى عنه في تحليل الاستدامة، إذ إن المسارات النظرية المستقرة للدين قد تتحرف بفعل صدمات غير متوقعة تتعلق بتقلبات أسعار الفائدة، أو شروط إعادة التمويل، أو تدهور السمعة السيادية للدولة في الأسواق المالية الدولية. ومن ثم، فإن الجمع بين مؤشرات الاستدامة طويلة الأجل ومؤشرات المخاطر يسمح بتكوين رؤية شمولية ومتكاملة حول قدرة المالية العمومية على الصمود، ليس فقط في الظروف العادية، بل أيضًا في حالات عدم اليقين والأزمات.

وعليه، يهدف هذا المطلب إلى استعراض وتحليل أهم مؤشرات الاستدامة طويلة الأجل، وعلى رأسها نماذج الديناميكية المالية والمحاسبة الجيلية، إلى جانب المؤشرات المرتبطة بمخاطر السوق والمخاطر السيادية، بما يُسهم في بناء تقييم معمق لاستدامة الدين العام وتحقيق التوازن بين متطلبات الحاضر وحقوق الأجيال القادمة.

1. مؤشرات الاستدامة طويلة الأجل: تهدف هذه المؤشرات إلى قياس أثر السياسات المالية على الأجيال المستقبلية. قدم *Bagnai (2003)* نموذجًا يفترض أن الأجيال المقبلة ستكون مصدر التمويل الأساسي سواء عبر الضرائب أو الاكتتاب في الدين العام. لتحقيق الاستقرار الديناميكي لنسبة الدين إلى الناتج:

$$B \leq k(1+\theta) - \{n-r(1-t)\}1-\tau B \leq \frac{k(1+\theta) - \{n - r(1-t)\}}{1 - \tau}$$

ويُستكمل بتحليل يربط بين الادخار، الاستثمار، والمرونة الضريبية.

إذا تجاوزت نسبة الدين الحد الحرج، يصبح الدين غير مستدام ومعرضًا لمسارات تفجيرية خاصة عند وقوع صدمات خارجية .

2. المحاسبة الجيلية (Generational Accounting):¹ تُعد المحاسبة الجيلية أداة تحليلية حديثة لتقييم التوزيع العادل للعبء الضريبي بين الأجيال. تقوم على حساب صافي القيمة الحالية للضرائب المدفوعة مطروحًا منها المنافع المستلمة:

$$PV(GNW)+PV(LI)+PV(FI)PV(GNW) + PV(LI) + PV(FI)$$

- $PV(GNW)$: القيمة الحالية للمشتريات الحكومية
- $PV(LI)$: صافي الضرائب المدفوعة من الأجيال الحالية

¹ Auerbach, A., Gokhale, J. & Kotlikoff, L. (1991), *Generational Accounts: A Meaningful Alternative to Deficit Accounting*, NBER Working Paper No. 3589, pp. 1-18.

• **PV(FI)PV(FI):** الضرائب المتوقعة من الأجيال المستقبلية

تُستخدم هذه الآلية لتقدير أثر السياسات الحالية على العدالة المالية بين الأجيال، وتدعم تحليل الاستدامة في الأجل الطويل.

إضافة إلى مؤشرات الاستدامة، تُستخدم مجموعة من المؤشرات لرصد المخاطر غير المتوقعة التي تؤثر على استقرار الدين العام. وتنقسم إلى فئتين رئيسيتين:

3. **مؤشرات مخاطر السوق¹**، تشمل:

• **أسعار الفائدة ومنحنى العائد (Yield Curve):** يُستخدم لرصد تطور تكلفة الاقتراض عبر آجال مختلفة.

• **متوسط مدة الاستحقاق ومقياس المدة:** يعكسان مدى تركيز الديون في فترات معينة، وهو أمر مهم لتقييم مخاطر إعادة التمويل.

• **الانحراف المعياري:** يُظهر تقلبات عوائد السندات.

• **مؤشر العائد المعدل بالمخاطر (RAR):** يقيس مدى تعويض العائد عن المخاطر المحتملة.

• **جدول الاهتلاكات:** يوضح توزيع مدفوعات أصل الدين على الزمن، ما يساعد في تقليل المخاطر التمويلية.

• **مؤشر مخاطر التكلفة (CaR):** يقدر الحد الأقصى للتكلفة المالية الممكنة في أسوأ السيناريوهات.

4. **مؤشرات مخاطر السمعة**

• **التصنيف الائتماني (Credit Ratings):** يعكس قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها المالية، ويصدر عن وكالات مثل *Moody's*، *Fitch*، و *S&P*.

• **مؤشرات المخاطر السيادية (Sovereign Risk Indicators):** مثل مؤشر *EMBI* و *GBI* الصادرين عن *JP Morgan*، ويُستخدمان لتقييم مستوى المخاطر السياسية والاقتصادية في الدول النامية.

¹ OECD (2014), *Risk Management for Sovereign Borrowing*, OECD Publishing, pp. 25–42.

برز التحليل المعتمد ضمن هذا المطلب أن تقييم الاستدامة المالية لا يمكن أن يظل حبيس المؤشرات الآنية أو المتوسطة الأجل، بل يتطلب مقارنة استشرافية تُراعي الامتدادات الزمنية للسياسات المالية وانعكاساتها على الأجيال المتعاقبة. فقد أظهرت مؤشرات الاستدامة طويلة الأجل، ولا سيما النماذج الديناميكية للدين العام، أن استقرار نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي يظل رهيباً بتفاعل معقد بين معدلات النمو الاقتصادي، وسعر الفائدة، والقدرة الضريبية، والضغط الديموغرافية، وهو ما يجعل من الاستدامة المالية مسألة هيكلية لا ظرفية.

وفي هذا السياق، تُعد المحاسبة الجيلية أداة تحليلية متقدمة تُسهم في توسيع مفهوم الاستدامة ليشمل بعد العدالة بين الأجيال، من خلال تقييم توزيع الأعباء والمنافع المالية عبر الزمن. إذ لا يقتصر الخطر المرتبط بارتفاع الدين العام على اختلال التوازنات المالية الحالية، بل يمتد ليقيد الخيارات الاقتصادية للأجيال المستقبلية، سواء عبر زيادة العبء الضريبي أو تقليص الإنفاق العمومي المنتج، بما قد ينعكس سلبيًا على النمو والاستقرار الاجتماعي.

كما أظهر إدماج مؤشرات المخاطر المالية للدين العام أن المسارات النظرية للاستدامة قد تتعرض لانحرافات حادة بفعل الصدمات غير المتوقعة، سواء المرتبطة بتقلبات الأسواق المالية، أو مخاطر إعادة التمويل، أو تراجع السمعة السيادية للدولة. وهو ما يؤكد أن الاستدامة المالية ليست حالة ثابتة، بل عملية ديناميكية تتطلب إدارة نشطة للمخاطر، وسياسات مالية مرنة وقادرة على التكيف مع بيئة اقتصادية تتسم بعدم اليقين.

وبناءً عليه، يتضح أن الحكم على استدامة الدين العام يستلزم اعتماد منظومة متكاملة من المؤشرات، تجمع بين البعد الزمني الطويل، والتحليل الديناميكي، ورصد المخاطر المحتملة، بما يسمح بتقييم شامل للسياسة المالية من حيث قدرتها على تحقيق التوازن بين متطلبات الاستقرار المالي الآني وضمن حقوق الأجيال القادمة. ويُشكّل هذا الإطار التحليلي أساساً منهجياً متيناً للانتقال إلى الدراسة التطبيقية، حيث سيتم اختبار هذه المؤشرات في ضوء التجربة الجزائرية خلال الفترة محل الدراسة.

جدول رقم 01 "ملخص مؤشرات الاستدامة المالية"

المؤشر	الغرض من المؤشر	الصيغة أو الأساس الرياضي	تفسير النتيجة
1. الفجوة الضريبية (Taxation Gap)	قياس الفرق بين العبء الضريبي الحالي والمستدام	$T_t = T^* - T_t = g_t + (r_t - q_t)b_t - T_t$	موجبة: زيادة الضرائب مطلوبة .سالبة: فائض ضريبي يدعم تقليص الدين.
2. مؤشر بويتير (Buiter Indicator)	تقييم السياسة المالية عبر صافي ثروة الدولة	$b - br = (r - q)w - b$	موجبة: الرصيد الأولي غير كافٍ .سالبة: السياسة المالية تحقق الاستدامة.
3. الفجوة الأولية قصيرة الأجل	تحديد الفرق بين الرصيد الأولي المطلوب والفعلي	$BP^* - BP = (r - n)b - BP$	موجبة: السياسة غير مستدامة .سالبة: استدامة مالية قائمة.
4. مؤشر الوضع المالي المستدام	تقييم استجابة السياسات المالية للمتغيرات طويلة الأجل	معادلة تفاعلية تعتمد على: $(\beta\varepsilon - \lambda) \dots$	$I > 1$: السياسة غير مستدامة: $I < 1$. تتجه نحو الاستقرار.
5. مؤشر تقلب قيمة العملة	قياس تأثير تقلبات الصرف على الاستدامة	$BeB = yey \frac{B}{eB} = \frac{y}{ey}$	قريب من 1: تكوين الدين متوازن. قريب من 0: خطر مرتفع نتيجة تقلب العملة.
6. مؤشرات طويلة الأجل (Bagnai)	تحليل أثر الدين على الأجيال القادمة وتوازن المدى الطويل	نماذج معقدة تأخذ الادخار والضرائب والنمو الديمغرافي	نسبة دين مرتفعة: خطر "تفجر الدين". نسبة مستقرة: استدامة ممكنة.
7. المحاسبة الجيلية	قياس العبء الضريبي الصافي عبر الأجيال	$PVGNW + PVLI + PVFIPVGW + PVLI + PVFI$	تعكس مدى عدالة توزيع عبء الدين بين الأجيال الحالية والمستقبلية.
8. مؤشرات مخاطر السوق	رصد تأثير السوق على تكاليف الدين (الفائدة، منحني العائد، الخطر)	مثل: RAR، الانحراف المعياري، Yield Curve	تُستخدم لرصد مخاطر إعادة التمويل وارتفاع تكاليف الاقتراض.
9. مؤشرات مخاطر السمعة	تحليل الائتماني والمخاطر السيادية	وكالات التصنيف: Fitch، Moody's، GBI، EMBI، S&P	تقييم ثقة المستثمرين في قدرة الدولة على السداد.

المبحث الثالث: تحليل وتقييم استدامة الدين العام

تُعد مسألة استدامة الدين العام من بين أهم الإشكاليات التي تواجه السياسات المالية الحديثة، لما لها من تأثير مباشر على قدرة الدولة في الحفاظ على استقرارها الاقتصادي والاجتماعي. فالدين العام، رغم كونه أداة تمويلية تلجأ إليها الدول لتغطية العجز أو دعم برامج التنمية، قد يتحول إلى عبء ثقيل إذا لم يُدار ضمن رؤية استراتيجية تأخذ بعين الاعتبار التوازن بين احتياجات الإنفاق العمومي وحدود القدرة على السداد في المدين المتوسط والبعيد.

ويكتسب موضوع الاستدامة المالية للدين أهمية متزايدة في ظل ارتفاع معدلات المديونية على الصعيدين المحلي والدولي، وتنامي الضغوط على الميزانيات العمومية نتيجة لتقلبات الاقتصاد العالمي، أو الأزمات الجيوسياسية، أو تداعيات الكوارث الصحية والبيئية. ومن هذا المنطلق، فإن تقييم استدامة الدين لم يعد إجراءً تقنيًا محصورًا في حساب المؤشرات، بل أصبح عملية تحليلية شاملة تدمج بين البعد الكمي والنوعي، وتستلزم فهماً معمقاً للتفاعلات بين السياسات المالية، والنمو الاقتصادي، والظروف المؤسسية.

تتمثل الغاية المحورية من تحليل استدامة الدين العام في توفير إطار منهجي يمكّن صانع القرار من قياس قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها المالية دون المساس بالاستقرار الكلي، أو الاضطرار إلى إجراءات تقشفية قد تُهدد المكتسبات التنموية وتُفوض الثقة في الإدارة الاقتصادية. كما يهدف هذا التحليل إلى استشراف الآثار المحتملة لمسارات الدين، وتحديد نقاط الهشاشة، وتقديم توصيات استراتيجية للوقاية من مخاطر الوقوع في أزمة مديونية.

إن التقييم السليم لاستدامة الدين يتطلب قراءة متعددة الأبعاد، تأخذ في الحسبان بنية الدين العام (من حيث الأجل، والعملات، وأسعار الفائدة)، ونوعية المؤسسات المالية، وفعالية السياسات العمومية، إلى جانب القدرة على امتصاص الصدمات والاستجابة للمتغيرات الداخلية والخارجية. ويُعد هذا التحليل بالتالي شرطاً أساسياً لتطوير أدوات إدارة الدين، وتعزيز مصداقية الدولة المالية، وضمان التوازن بين الحاجات التمويلية والإمكانات الاقتصادية المتاحة.

وعليه، يتناول هذا المبحث مختلف أبعاد تحليل وتقييم استدامة الدين العام، من خلال التطرق إلى مفهومه وأهدافه، ثم استعراض الأطر المنهجية المعتمدة وفقاً لطبيعة الدول، وأخيراً تحليل التصنيفات والمخرجات التي يمكن استخلاصها من عملية التقييم، في إطار متكامل يُسهم في توجيه السياسات المالية نحو مسار أكثر توازناً واستدامة.

المطلب الأول: مفهوم تحليل استدامة الدين العام وأهدافه

يُعد تحليل استدامة الدين العام من أبرز الأدوات الاستراتيجية التي تلجأ إليها الحكومات والمؤسسات المالية الدولية لتقييم قدرة الدولة على الإيفاء بالتزاماتها المالية الحالية والمستقبلية، دون الاضطرار إلى اتخاذ إجراءات تصحيحية مؤلمة تهدد التوازنات الاقتصادية والاجتماعية ولا يقتصر هذا التحليل على تتبع مؤشرات الدين فحسب، بل يشمل قراءة شاملة للديناميكيات الاقتصادية والمالية، وهيكله السياسات العمومية، ومدى كفاءة المؤسسات في إدارة الموارد والالتزامات.

ويمثل هذا التحليل إطاراً منهجياً يُسهم في استشراف الآفاق المالية للدولة، ويوفر أدوات قياس مرنة تساعد على تشخيص نقاط الضعف وتعزيز مراكز القوة في السياسة المالية العامة. وتتجلى الأهداف الأساسية لهذا التحليل في مجموعة من المحاور المحورية¹:

1. تقييم قدرة الدولة على تمويل سياساتها العامة دون اللجوء إلى إجراءات تقشفية أو زيادات ضريبية مفرطة

يُعتبر هذا الهدف في صميم تحليل استدامة الدين، إذ يركز على مدى قدرة الدولة على تنفيذ سياساتها الاقتصادية والاجتماعية ضمن مواردها الذاتية والمتاحة، دون الحاجة إلى تبني سياسات تقشفية شديدة مثل خفض الإنفاق الاجتماعي أو تجميد الأجور، أو فرض ضرائب إضافية ترهق الاقتصاد وتضعف الاستهلاك والاستثمار. ويُفترض أن تؤدي مثل هذه الإجراءات إذا فُرضت بشكل مفرط إلى إضعاف الثقة في المناخ المالي للبلاد، وزعزعة استقرار النظام الاقتصادي الكلي. لذا، يسعى تحليل الاستدامة إلى ضمان تمويل السياسات العمومية من خلال مزيج متوازن من الموارد، مع الحفاظ على الدين ضمن مستويات يمكن التحكم فيها.

2. تحليل الوضعية الحالية للدين العام من حيث الحجم والتركيب

يتضمن هذا البعد فحصاً دقيقاً لمكونات الدين العام، سواء من حيث القيمة الإجمالية، أو هيكل آجال الاستحقاق، أو مستوى الفوائد (ثابتة أو متغيرة)، أو العملات التي تم بها الاقتراض، أو توزيع الدين بين دائنين داخليين وخارجيين. فكل عنصر من هذه العناصر يُمثل عاملاً مؤثراً في مستوى المخاطر المالية. على سبيل المثال، ارتفاع نسبة الدين قصير الأجل قد يزيد من ضغط السداد في المستقبل القريب، بينما وجود حصة كبيرة من الدين بالعملة الأجنبية يعرض الميزانية العامة لمخاطر تقلبات سعر الصرف. ويُعد

1 International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, 2011.Washington,P: 147-148

هذا التحليل ضروريًا لفهم نقاط القوة والضعف في هيكل الدين وتحديد مدى هشاشته أمام المتغيرات الاقتصادية.

3. تحديد مواطن الخلل البنيوي في الإطار المالي والاقتصادي

لا يمكن تقييم استدامة الدين العام بشكل فعال دون التعرف على التحديات الهيكلية التي قد تُفوض قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها. وتشمل هذه التحديات ضعف القاعدة الجبائية، محدودية تنوع مصادر الدخل العمومي، هشاشة القطاع التصديري، الاعتماد الكبير على الموارد الريعية، أو حتى ضعف مؤسسات الرقابة والمساءلة المالية. ويمكن أن تؤدي هذه العوامل إلى هشاشة مالية تجعل الدولة أكثر عرضة للأزمات، ما يُحتم التدخل الاستباقي عبر إصلاحات هيكلية وسياسات احترازية.

4. اختبار مرونة المالية العمومية عبر سيناريوهات متعددة

يُشكل تحليل السيناريوهات أداة مركزية في تقييم استدامة الدين، إذ يتم من خلاله محاكاة مسارات مختلفة للدين العام استنادًا إلى تغيرات محتملة في المتغيرات الاقتصادية الكلية، مثل النمو الاقتصادي، معدلات الفائدة، أسعار الصرف، أو أسعار المواد الأولية. وتتيح هذه المحاكاة التعرف على مدى قدرة المالية العمومية على امتصاص الصدمات، وتحليل الآثار المترتبة على المديونية في حال حدوث تحولات فجائية في محيط الدولة المالي أو السياسي. ويُسهّم ذلك في بلورة رؤية استراتيجية أكثر دقة لاحتواء المخاطر المستقبلية وتعزيز المرونة المالية.

من خلال تحليل استدامة الدين العام، تتمكن الدول من بناء تصور واضح حول قدرتها التمويلية، واستباق الأزمات المحتملة، وتوجيه سياساتها الاقتصادية نحو الاستقرار والتنمية المستدامة. ولا يقتصر هذا التحليل على جانب تقني صرف، بل هو أداة لصناعة القرار السيادي المالي، تدمج بين التقييم الكمي للمديونية والإصلاح النوعي للسياسات المالية، في سبيل ضمان العدالة الجيلية في توزيع أعباء الدين وتحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية في آنٍ واحد.

المطلب الثاني: الأطر المعتمدة لتحليل استدامة الدين العام

تُعدّ الأطر المنهجية لتحليل استدامة الدين العام من الركائز الأساسية التي تستند إليها السياسات المالية الرشيدة، حيث تختلف هذه الأطر وفقًا لمستوى التطور الاقتصادي للدول، سواء كانت متقدمة، ناشئة أو منخفضة الدخل. وقد عملت المؤسسات النقدية والمالية الدولية، وفي مقدمتها صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، على تطوير نماذج تحليلية متخصصة تتناسب مع الخصائص الهيكلية والمالية لكل مجموعة من الدول، من أجل ضمان تقييم دقيق وشامل لاستدامة المديونية العامة.

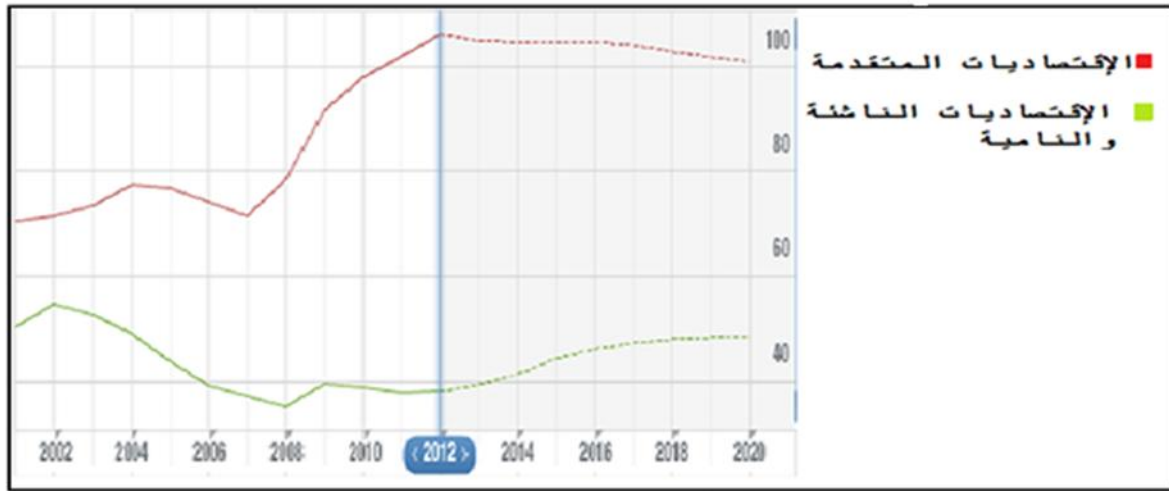
تتوزع هذه النماذج بين إطارين رئيسيين يمثلان مرجعية أساسية في تحليل قدرة الدول على تحمل أعباء الدين بشكل مستدام:

1. إطار استدامة الدين للدول المتقدمة والناشئة (MAC-DSA)

قبل التطرق إلى هذا الإطار سوف نستعرض لمحة تاريخية لتطور حجم الدين العام في الاقتصاديات المتقدمة والناشئة (2000-2012) والدول التي تنتمي لهذا الإطار:

الشكل رقم 09: يمثل منحنى يبين تطور الدين العام في الاقتصاديات المتقدمة و الناشئة (2000-2012)

منحنى يبين تطور حجم الدين العام في الاقتصادات المتقدمة والناشئة (2000-2012).



المصدر: صندوق النقد الدولي: متوفر على الرابط التالي:

<http://www.imf.org/external/datamapper/index.php?db=FPP>

تم إعداد هذا الإطار خصيصًا لتحليل وضعية دين القطاع العام والدين الخارجي في الدول ذات الأسواق المتقدمة والناشئة، والتي لا تستفيد من شروط التمويل الميسر. ويهدف هذا النموذج إلى توفير تقييم شامل لقدرة الدولة على إدارة دينها في ظل السياسات الاقتصادية القائمة، مع مراعاة تعرضها المحتمل للصدمات الداخلية أو الخارجية.

يرتكز هذا الإطار على سيناريو أساسي يعكس التوجهات الحالية للسياسات الاقتصادية الكلية، مدعومًا بمجموعة من اختبارات الحساسية التي تهدف إلى محاكاة تأثير التغيرات المحتملة في مؤشرات الاقتصاد الكلي، مثل ارتفاع أسعار الفائدة، تدهور معدلات النمو، أو تغير شروط التمويل.

من أبرز خصائص هذا الإطار:

- التركيز على إجمالي الدين بدلاً من صافي الدين، وذلك لتسهيل عمليات المقارنة الدولية بين الدول، خصوصاً أن بيانات الأصول العامة لا تكون متوفرة دائماً بشكل دقيق أو في الوقت المناسب.
- ضرورة تحديد الافتراضات والمعلمات الأساسية التي يقوم عليها السيناريو الأساسي، مثل توقعات النمو، عجز الميزانية، الفجوات التمويلية، وأسعار الفائدة، لضمان مصداقية النتائج المحصلة.
- الاعتماد على معايير استرشادية موحدة (Benchmarks) عند تقييم قدرة الدولة على تحمل أعباء الدين، بما يسمح بتحديد نقاط الضعف ومخاطر المديونية قبل بلوغ مستويات حرجة قد تهدد الاستقرار المالي.

2. إطار استدامة الدين للدول منخفضة الدخل (DSF-LICs)

أمام التحديات المتفاقمة التي تواجهها الدول ذات الدخل المنخفض، والتي تتسم في الغالب بموارد مالية محدودة، واعتماد كبير على المساعدات الخارجية، وضعف القدرات المؤسسية، قام كل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي سنة 2005 بتطوير إطار مخصص لتحليل استدامة الدين في هذه الدول، بهدف ملاءمة أدوات التقييم مع واقعها الهيكلي .

يمتاز هذا الإطار بالمرونة والخصوصية، حيث يأخذ في الاعتبار الخصائص التالية:

- توسيع أفق التوقعات الزمنية إلى 20 سنة بدلاً من الأفق التقليدي المقدر بـ 5 سنوات، وذلك بالنظر إلى آجال الاستحقاق الطويلة المرتبطة بالديون الميسرة التي تلجأ إليها هذه الدول.
- التركيز على القيمة الحالية للدين عوضاً عن القيمة الاسمية، بالنظر إلى الطابع التفضيلي لمعظم قروض هذه الدول (أسعار فائدة منخفضة، فترات سماح طويلة، آجال استحقاق ممتدة)، وهو ما يجعل تقييم العبء الحقيقي للدين أكثر دقة.
- مراعاة هشاشة الاقتصاد الكلي في هذه الدول، الناتجة عن ضعف تنوع القاعدة الإنتاجية والصادرات، والاعتماد الكبير على تصدير المواد الأولية ذات الأسعار المتقلبة عالمياً، ما يزيد من تعرض هذه الدول للصدمات الخارجية.
- دمج تقييم دقيق لمخاطر المديونية الخارجية الحرجة، خاصة وأن معظم ديون القطاع العام في هذه الدول تعتبر جزءاً لا يتجزأ من الدين الخارجي. وبالتالي، فإن أية تقلبات في شروط التمويل الخارجي أو في سعر الصرف يمكن أن تؤدي إلى اختلالات حادة في مؤشرات الاستدامة.

وقد أصبح هذا الإطار أداة تحليلية معتمدة دولياً، يُستخدم على نطاق واسع من قبل المانحين والمقرضين والمقترضين على حد سواء، لتحديد الحجم المناسب ونوعية التمويل الخارجي الممكن تعبئته دون التأثير

سلبًا على استقرار الوضع المالي للدولة. كما يساعد هذا الإطار على توجيه السياسات المالية نحو تحقيق¹ تنمية اقتصادية مستدامة في المدى الطويل، عبر تحسين شروط التمويل وتقليص الاعتماد على الديون غير الميسرة.

المطلب الثالث: تصنيفات وتحليل نتائج استدامة الدين العام

من أجل تعميق نتائج تحليل استدامة الدين العام وتعزيز فاعلية صانع القرار الاقتصادي، تم تطوير منظومة من التصنيفات التحليلية والمعايير الكمية والنوعية التي تسمح بتقييم دقيق لوضعية الدولة إزاء دينها العمومي. وتمثل هذه التصنيفات أداة أساسية لتحديد طبيعة المخاطر التي تواجهها الدولة، وتوجه بالتالي السياسات المالية نحو مسارات أكثر استدامة.

وتنقسم هذه التصنيفات إلى ثلاثة محاور رئيسية:

أ- تصنيفات تقييم الأداء والسياسات المالية: يقوم هذا التصنيف على تقييم نوعية السياسات العامة والمؤسسات الاقتصادية التي تدير الشأن المالي للدولة، بما في ذلك جودة إعداد الميزانية، كفاءة إدارة الدين، وفعالية النفقات العمومية. ويعتمد هذا التقييم على مؤشر تقييم السياسات والمؤسسات القطرية (CPIA) الذي يُصدره البنك الدولي سنويًا، ويشمل عدة أبعاد منها: الحوكمة، الاستقرار الاقتصادي، السياسات المالية، والسياسات الهيكلية.

ويتم تصنيف الدول إلى ثلاث مستويات: كما هو مبين الجدول التالي:

جدول رقم 2: يمثل الحدود الدلالية لعبء الدين العام حسب إطار استدامة الدين العام

جودة السياسات والمؤسسات		القيم الحالية للدين كنسبة من (NPV of debt - service to)			خدمة الدين كنسبة (Debt service -to)	
الصادرات	اجمالي الناتج المحلي	الإيرادات	الصادرات	الإيرادات	الصادرات	الإيرادات
100	30	200	15	25	ضعيفة	
150	40	250	20	30	معتدلة	
200	50	200	25	35	قوية	

Source: international monetary fund. Public sector debt statistics: guide for compilers and users

¹. International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit. P:148.149

- **سياسات قوية:** تتميز بوجود مؤسسات فعالة، شفافة، ومهنية في إدارة الدين والسياسات المالية، قادرة على امتصاص الصدمات الاقتصادية، وضمان استدامة الدين من خلال أدوات تمويل متنوعة وإطار تشريعي متماسك.
- **سياسات متوسطة:** تمثل مستوى مقبولاً من حيث جودة الإدارة المالية، إلا أنها تواجه بعض القيود أو الهشاشة المؤسسية التي قد تؤثر في قدرتها على اتخاذ إجراءات تصحيحية سريعة عند الضرورة.
- **سياسات ضعيفة:** تشير إلى وجود اختلالات هيكلية أو مؤسسية عميقة، ضعف في نظم الرقابة الداخلية، غياب الرؤية الاستراتيجية، مما يحدّ من قدرة الدولة على إدارة دينها بفعالية، ويجعلها أكثر عرضة للأزمات.

ب- **مستويات مخاطر الدين العام:** يُعتمد هذا التصنيف لتحديد درجة تعرض الدولة لمخاطر المديونية، وذلك من خلال مقارنة المؤشرات الاقتصادية الفعلية بالحدود الإرشادية التي تحددها المؤسسات الدولية حسب خصائص كل دولة. وتستند عملية التصنيف إلى **نتائج السيناريو الأساسي** للاقتصاد الكلي، بالإضافة إلى **اختبارات الحساسية** التي تحاكي الصدمات الخارجية أو التقلبات المفاجئة.

ويمكن تصنيف مستويات المخاطر كما يلي:

1. **مخاطر منخفضة (Low Risk):** تكون جميع مؤشرات عبء الدين العام (مثل نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، خدمة الدين إلى الإيرادات، إلخ) أقل بكثير من الحدود الإرشادية، سواء في السيناريو الأساسي أو عند إجراء اختبارات الضغط. وتشير هذه الحالة إلى وضعية مالية مستقرة وقدرة عالية على امتصاص الصدمات.
2. **مخاطر متوسطة (Moderate Risk):** تبقى المؤشرات ضمن الحدود الإرشادية في الظروف العادية، لكنها تتجاوزها في حالات الصدمات، مثل تراجع النمو، ارتفاع أسعار الفائدة، أو انخفاض المداخل الجبائية. وتشير هذه الفئة إلى وجود هامش أمان محدود، يتطلب تعزيز أدوات الحماية المالية.
3. **مخاطر عالية (High Risk):** يكون أحد المؤشرات الأساسية أو أكثر منها قد تجاوز الحدود الإرشادية حتى دون صدمة، مما يعكس هشاشة مالية كبيرة وتزايد احتمال تعرض الدولة لأزمة مديونية في المدى القريب أو المتوسط.

4. حالة مديونية حرجة: (**Debt Distress**) تشير إلى أن الدولة تعاني بالفعل من تعثر في سداد ديونها، سواء عبر تأخر في خدمة الدين، أو الحاجة لإعادة جدولته. وتستلزم هذه الوضعية تدخلاً عاجلاً من الجهات المقرضة، وإصلاحات هيكلية عميقة¹.

ج-نتائج تحليل الاستدامة: أربع سيناريوهات أساسية²

يرتكز تقييم استدامة الدين العام على فهم ما إذا كانت الدولة قادرة على الوفاء بالتزاماتها الحالية والمستقبلية دون التأثير السلبي على استقرار الاقتصاد. وتُستخلص من التحليل أربع حالات رئيسية:

1. **الملاءة (Solvency)**: تعني قدرة الدولة على سداد مجموع التزاماتها المالية على المدى الطويل. ويُشترط لذلك أن تكون القيمة الحالية للنفقات الجارية المستقبلية (باستثناء مدفوعات الفائدة) بالإضافة إلى الدين القائم، أقل أو مساوية للقيمة الحالية للإيرادات الحكومية المستقبلية. تشير هذه الحالة إلى وجود توازن مالي هيكلية طويل الأجل.

2. **السيولة (Liquidity)**: تتعلق بالقدرة على تلبية الالتزامات قصيرة الأجل، مثل خدمة الدين السنوي وإعادة تمويل الديون المستحقة. توفر السيولة تمكين الدولة من المحافظة على وصولها إلى الأسواق المالية دون تكلفة تمويل مرتفعة. وتدهور السيولة يُنذر عادةً بمشكلات تمويلية حتى وإن كانت الملاءة موجودة.

3. **قابلية التأثر (Vulnerability)**: تظهر هذه الحالة عندما يكون هناك خلل في الملاءة أو السيولة، يجعل الدولة عرضة لصدمات اقتصادية أو مالية، كتغير أسعار الفائدة أو أسعار الصرف أو تراجع عائدات التصدير. الدول القابلة للتأثر تواجه خطر التحول السريع نحو أزمة مديونية في حال غياب التدخل الوقائي المناسب.

4. **الاستدامة (Sustainability)**: تتحقق عندما تكون الدولة قادرة على الوفاء بالتزاماتها المالية دون اللجوء إلى إجراءات استثنائية أو تقشفية، مثل فرض ضرائب مفرطة أو خفض الإنفاق الاجتماعي الحيوي. وهي تعكس قدرة الدولة على الحفاظ على استقرار مالي مستمر في ظل سياسات اقتصادية معقولة ومتوازنة.

¹ International Monetary Fund .Public sector debt statistics : guide for compilers and users, op.cit. P:150

² Enrique Cosio-Pascal. Audit of Public Debt. Introduction and Institutional Framework. The United Nations Institute for Training and Research (UNITAR).Module 1of e-Learning Course.P:61 .

إن تحليل استدامة الدين العام لا يقتصر على كونه تمريناً محاسبياً يرصد تطور رصيد المديونية أو يقيس نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي في لحظة زمنية معينة، بل يُعد إطاراً تحليلياً استراتيجياً متكاملًا يُمكن صانع القرار من فهم ديناميكية المالية العمومية واستشراف مساراتها المستقبلية في ظل أوضاع اقتصادية ومالية متغيرة. فهو ينتقل من منطق التوصيف الساكن إلى منطق التقييم الديناميكي القائم على التفاعل بين النمو الاقتصادي، وأسعار الفائدة، وهيكل الإيرادات والنفقات، وطبيعة الصدمات الداخلية والخارجية المحتملة.

وتكمن الأهمية الجوهرية لتحليل الاستدامة في كونه أداة استباقية لإدارة المخاطر المالية، إذ يسمح بتحديد مواطن الهشاشة في السياسة المالية قبل تحوّلها إلى أزمات فعلية، سواء تعلق الأمر بمخاطر إعادة التمويل، أو تقلبات أسعار الفائدة وسعر الصرف، أو الضغوط الديمغرافية والاجتماعية المتزايدة على الإنفاق العمومي. ومن خلال إدماج مؤشرات الإنذار المبكر وتحليل السيناريوهات البديلة، يتيح هذا الإطار تقييم قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها المالية في مختلف الآفاق الزمنية، حتى في ظل ظروف غير مواتية أو صدمات اقتصادية مفاجئة.

كما يُسهم تحليل استدامة الدين العام في تقييم الجدارة المالية للدولة بصورة شاملة، لا تقتصر على الملاءة الآنية، بل تمتد إلى القدرة طويلة الأجل على تعبئة الموارد وضمان استمرارية السياسات العمومية دون المساس بالتوازنات الكلية. فالدولة التي تُظهر قدرة مؤسساتية على التحكم في مسار دينها، والتكيف مع المتغيرات الاقتصادية، تعزز مصداقيتها لدى المستثمرين والدائنين، وتحد من علاوة المخاطر السيادية، ما ينعكس إيجاباً على تكلفة الاقتراض وشروطه.

وفي هذا السياق، تبرز أهمية اعتماد أطر تحليلية منهجية مرنة، تأخذ بعين الاعتبار الخصوصيات البنوية لكل اقتصاد، من حيث هيكل الإنتاج، ودرجة الانفتاح، وطبيعة النظام المالي، ومستوى تطور الأسواق المحلية. فاستدامة الدين ليست مفهوماً معيارياً موحداً، بل نتيجة تفاعل معقد بين اختيارات السياسة المالية، والسياق المؤسسي، والقيود الاقتصادية والاجتماعية، ما يستدعي مقاربات تحليلية متكيفة بدل الاعتماد على مؤشرات جامدة أو حدود رقمية عامة.

وعليه، فإن تحليل استدامة الدين العام يشكل ركيزة أساسية في بناء سياسات مالية واقعية ومسؤولة، قادرة على تحقيق التوازن بين متطلبات الاستقرار المالي ودعم النمو الاقتصادي، وبين الحاجات الاجتماعية الراهنة وحقوق الأجيال القادمة. فهو أداة للحكمة المالية الرشيدة، تسهم في ترشيد القرار العمومي، وتعزيز الثقة في المالية العامة، وضمان استدامة التوازنات الاقتصادية والاجتماعية في الأجلين المتوسط والبعيد.

خاتمة الفصل

لقد برزت الاستدامة المالية كأحد المرتكزات الأساسية في التحليل الاقتصادي والمالي المعاصر، لما لها من أهمية بالغة في ضمان قدرة الدول على تمويل سياساتها العمومية بصورة مستمرة ومنتظمة، دون الإخلال بالتوازنات المالية الكلية أو الانزلاق نحو مستويات غير قابلة للتحكم من العجز والمديونية. وفي هذا الإطار، سعى هذا الفصل إلى بناء مقاربة تحليلية متكاملة للاستدامة المالية، انطلاقاً من ضبطها المفاهيمي والنظري، وصولاً إلى آليات قياسها وتقييمها في ضوء التجارب الوطنية والدولية.

وقد تناول الفصل، بصورة منهجية، الإطار المفاهيمي للاستدامة المالية من خلال تحليل أبعادها المختلفة، سواء تلك المرتبطة بسلامة الوضع المالي للدولة، أو بقدرتها على التكيف مع الصدمات الاقتصادية والدورية. كما تم استعراض أهم مؤشرات القياس المعتمدة في الأدبيات الاقتصادية والتقارير الدولية، لاسيما مؤشرات العجز الميزانياتي، والدين العمومي، والجهد الجبائي، إضافة إلى إبراز طبيعة العلاقة التفاعلية بين هذه المؤشرات والمتغيرات الاقتصادية الكلية الأخرى، مثل النمو الاقتصادي، التضخم، ومستوى النشاط الاقتصادي العام.

وعلى هذا الأساس، ركّز الفصل كذلك على تحليل وتقييم استدامة التمويل العمومي في السياقين المحلي والدولي، من خلال توظيف أدوات تحليل كمية ونوعية تهدف إلى تشخيص قدرة الدولة على الحفاظ على توازنها المالي في الأجلين المتوسط والطويل. وقد أظهرت نتائج هذا التقييم أن تحقيق الاستدامة المالية لا يرتبط فقط بمستوى المؤشرات المالية في حد ذاتها، بل يتوقف بدرجة كبيرة على فعالية أدوات السياسة المالية، وجودة إدارة الموارد العمومية، ومرونة البنية التمويلية في مواجهة التقلبات الاقتصادية.

كما أبرز التحليل، من جهة، التحديات البنوية والمؤسسية التي تحد من فعالية السياسة المالية في تحقيق الاستدامة، خاصة في ظل تصاعد الضغوط على النفقات العمومية، واتساع الحاجات الاجتماعية والاقتصادية، وتذبذب الإيرادات العمومية، ولاسيما في الاقتصادات الريعية. ومن جهة أخرى، شدّد الفصل على الحاجة الملحة لإصلاحات مالية وهيكلية عميقة تهدف إلى تنويع مصادر التمويل، تحسين تعبئة الموارد الجبائية، وتعزيز كفاءة الإنفاق العمومي، بما يضمن استدامة التمويل دون الإضرار بالاستقرار الاقتصادي الكلي.

وفي ضوء ما سبق، تُعدّ هذه المعالجة النظرية والتقييمية أرضية تحليلية وتمهيدية أساسية لفهم طبيعة التحديات التي تواجه الاستدامة المالية في ظل التحولات غير التقليدية للسياسات الاقتصادية. كما تمهّد بشكل مباشر لدراسة أثر السياسات النقدية غير التقليدية، وعلى رأسها سياسة التيسير الكمي، على ديناميكية الاستدامة المالية، وهي الإشكالية المحورية التي سيتناولها الفصل التطبيقي اللاحق، من خلال

تحليل معمق لتجربة الجزائر خلال الفترة 2017-2022، بما يسمح بتقييم مدى مساهمة التمويل غير التقليدي في دعم استدامة التمويل العمومي وانعكاساته على التوازنات الاقتصادية الكلية.

الفصل الثالث

الفصل الثالث: التحليل التطبيقي لأثر التيسير الكمي على المؤشرات النقدية والمالية واستدامة التمويل في الجزائر.

تمهيد

شهد الاقتصاد الجزائري منذ سنة 2014 ضغوطات مالية غير مسبوقة، نتيجة الانخفاض الحاد في أسعار النفط وتراجع عائدات الخزينة العمومية، مما أدى إلى تقادم عجز الميزانية وتآكل احتياطي الصرف. وأمام محدودية البدائل التمويلية التقليدية، لاسيما في ظل انكماش الجباية النفطية، اتجهت السلطات العمومية إلى خيار التمويل غير التقليدي، كحل مؤقت لمواجهة العجز وضمان استمرارية الإنفاق العمومي. وقد تجسد هذا التوجه عبر اعتماد القانون رقم 17-10 المعدل والمتمم للأمر 03-11 المتعلق بالنقد والقرض، والذي سمح للخزينة العمومية باللجوء إلى التمويل المباشر من طرف بنك الجزائر، خلال فترة محددة¹.

غير أن اعتماد هذا النمط من التمويل، الذي يندرج ضمن أدوات ما يُعرف بالتيسير الكمي، أثار نقاشاً واسعاً حول انعكاساته على الاستقرار الاقتصادي الكلي، نظراً لما يحمله من مخاطر تضخمية، واختلالات نقدية ومالية محتملة إذا لم يُحاط بإجراءات مرافقة وصرامة في التسيير المالي. وفي هذا السياق، تبرز ضرورة تقييم أثر هذا التمويل على المؤشرات الاقتصادية الكلية، لتحديد مدى مساهمته في معالجة الاختلالات المالية من جهة، والكلفة الاقتصادية المترتبة عليه من جهة أخرى.

وانطلاقاً من ذلك، يهدف هذا الفصل إلى تحليل التداعيات الفعلية للتمويل غير التقليدي على المؤشرات النقدية والمالية خلال الفترة 2017-2022، من خلال دراسة تطورات الكتلة النقدية، مستويات التضخم، السياسة النقدية، فضلاً عن عجز الميزانية، الدين العمومي، وهيكل النفقات والإيرادات العامة. كما يسعى إلى تقديم قراءة متكاملة للعلاقة بين هذه المؤشرات في إطار تحليل الاستقرار الاقتصادي الكلي².

ويتوزع الفصل إلى ثلاثة مباحث رئيسية:

- يتناول المبحث الأول أثر التمويل غير التقليدي على المؤشرات النقدية،
- بينما يتناول المبحث الثاني انعكاسات التمويل غير التقليدي على المؤشرات المالية العمومية،
- ويخصص المبحث الثالث لتحليل العلاقة بين هذه المؤشرات وتقييم مدى تأثيرها على توازنات الاقتصاد الكلي واستدامة التمويل العمومي.

¹بنك الجزائر، التقرير السنوي، 2016، الجزائر، ص ص 15-20.

² FMI، 'Algérie – Consultation au titre de l'article IV، Washington D.C., 2017، p 4-7.

المبحث الأول: أثر التمويل غير التقليدي على المؤشرات النقدية

تُعد السياسة النقدية إحدى الركائز الأساسية في المحافظة على الاستقرار الاقتصادي، من خلال التحكم في حجم السيولة، ضبط التضخم، وتوجيه التوازن بين العرض والطلب. إلا أن اللجوء إلى التمويل غير التقليدي والذي يتمثل في خلق نقدي مباشر دون مقابل إنتاجي — من شأنه أن يحدث اضطرابات عميقة في المؤشرات النقدية، لاسيما إذا غاب التنسيق المحكم بين السياسة المالية والنقدية.¹

وفي هذا السياق، عرفت الكتلة النقدية في الجزائر خلال الفترة 2017-2022 ارتفاعاً ملحوظاً، بفعل ضخ السيولة عبر عمليات شراء سندات الخزينة من قبل بنك الجزائر، مما أدى إلى اتساع القاعدة النقدية ونمو سريع في كل من M1 و M2. وقد نتج عن هذا التوسع النقدي ضغوط تضخمية متفاوتة، أثرت بشكل مباشر على القدرة الشرائية، وطرحت تحديات جديدة أمام بنك الجزائر فيما يتعلق بإدارة أدوات السياسة النقدية.²

كما أن لجوء الخزينة إلى هذا النمط من التمويل فرض واقعاً جديداً على وظيفة البنك المركزي، الذي انتقل من دور مراقب للتضخم إلى مصدر مباشر للسيولة، الأمر الذي يطرح إشكالية استقلالية السياسة النقدية وفعاليتها في ضبط المتغيرات النقدية.³

لذا، يسعى هذا المبحث إلى تقديم تحليل معمق لتطور المؤشرات النقدية في ظل التمويل غير التقليدي، من خلال:

- تتبع تطور الكتلة النقدية M1، M2 خلال الفترة المدروسة،
- دراسة العلاقة بين نمو الكتلة النقدية ومعدل التضخم،
- تقييم كيفية تكيف السياسة النقدية مع هذا الوضع الاستثنائي،
- وتحديد مدى تأثير هذه التطورات على استقرار النظام النقدي العام.

وتستند هذه الدراسة إلى بيانات صادرة عن بنك الجزائر والديوان الوطني للإحصائيات، من أجل رصد وتحليل التغيرات البنوية في السيولة، وربطها بسياق السياسات الاقتصادية الكلية المعتمدة خلال الفترة.

¹ Berr, É., Combarrous, F., *Les politiques monétaires non conventionnelles*, La Découverte, 2017, pp. 27–31

² بنك الجزائر، *التقرير السنوي*، 2018، ص 41.

³ الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، القانون رقم 17-10 المؤرخ في 11 أكتوبر 2017، العدد 57، ص 3-6.

المطلب الأول: تطور الكتلة النقدية بمكوناتها M1 وM2 خلال فترة التمويل غير التقليدي 2017-2022

1. الإطار المفاهيمي للكتلة النقدية: تُعد الكتلة النقدية M1 وM2 من أبرز المؤشرات النقدية التي تعكس مستوى السيولة داخل الاقتصاد، وتُستخدم كأداة تحليلية لمتابعة تطور الطلب الكلي والضغط التضخمية. ويمكن تعريف مكوناتها كما يلي¹:

- **M1**: تمثل النقود المتداولة خارج القطاع البنكي (billets et monnaies) والحسابات الجارية تحت الطلب، أي أنها تشمل الأموال السائلة بشكل كامل والمتاحة فوراً للإنفاق.
- **M2**: تتكون من M1 مضافاً إليها ودائع الادخار والودائع لأجل، وتُعد مقياساً أوسع للسيولة نظراً لتضمنها لأموال قابلة للتحويل إلى سيولة خلال فترة قصيرة.

تُظهر هذه المؤشرات قدرة النظام النقدي على تمويل النشاط الاقتصادي، لكنها في ذات الوقت، تُعد قناة أساسية يمكن أن تُغذي التضخم في حال حدوث توسع نقدي غير متناسب مع النمو الحقيقي.

2. تطور الكتلة النقدية في الجزائر خلال فترة التمويل غير التقليدي: منذ بداية تنفيذ التمويل غير التقليدي في الربع الأخير من سنة 2017، شهدت الكتلة النقدية بمكوناتها M1 وM2 تطوراً سريعاً وملحوظاً. ويمكن تلخيص تطور الكتلة النقدية خلال الفترة 2017-2022 كما يلي:

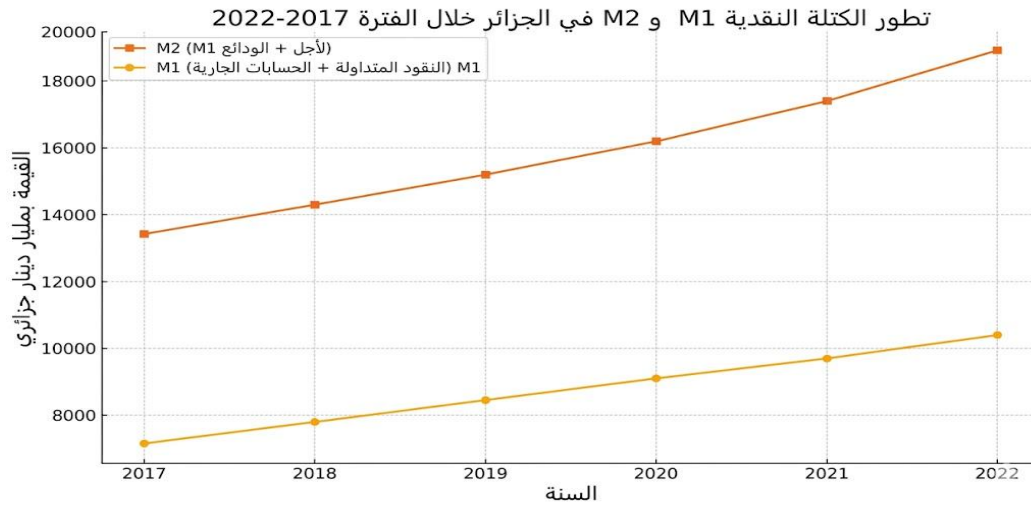
جدول رقم 03 يمثل تطور حجم الكتلة النقدية خلال الفترة الممتدة بين 2017-2022. (بنك الجزائر)

السنة	M1 (مليار دج)	M2 (مليار دج)
2017	7.150	13.420
2018	7.800	14.300
2019	8.450	15.200
2020	9.100	16.200
2021	9.700	17.400
2022	10.400	18.920

وفقاً لتقرير بنك الجزائر لسنة 2022:

¹ Mishkin, F. S., *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Pearson, 2019, pp. 32-35

- بلغ حجم الكتلة النقدية الإجمالية (M2) نحو **18.920** مليار دينار نهاية 2022، مقارنة بـ **13.420** مليار دينار سنة 2017، أي بزيادة قدرها حوالي **41%** خلال فترة خمس سنوات.
- بالنسبة لـ **M1** النقود السائلة + الحسابات تحت الطلب¹:
 - انتقلت من حوالي **7.150** مليار دينار سنة 2017 إلى **10.400** مليار دينار في 2022، أي بنسبة نمو تفوق **45%**.²



المصدر: التقرير السنوي لبنك الجزائر سنة 2022.

تحليل هذا التطور:

- يعود هذا التوسع النقدي بشكل أساسي إلى عمليات ضخ السيولة من طرف بنك الجزائر، الذي قام بشراء سندات الخزينة العامة تنفيذاً لبرنامج التمويل غير التقليدي بموجب المادة 45 مكرر من قانون النقد والقرض قانون رقم 17-10 المؤرخ في 11 أكتوبر 2017
- بلغ إجمالي المبالغ الممولة في إطار هذا البرنامج حوالي **6.556,2** مليار دينار جزائري (أي ما يعادل 55 مليار دولار تقريباً)، تم ضخها تدريجياً ما بين 2017 و2019، مع بقاء جزء منها في التداول حتى نهاية 2022.³
- جزء هام من هذه السيولة لم يُوجه نحو دعم الإنتاج، بل تم استعماله لتغطية عجز الميزانية، تسديد الديون الداخلية، وتوفير أجور الموظفين، ما ساهم في رفع الكتلة النقدية دون توسع موازن في العرض الحقيقي للسلع والخدمات.

¹ التقرير السنوي لسنة 2022، بنك الجزائر.

2. Ministère des Finances – Situation de la Trésorerie 2018–2022.

³ FMI, Algeria – Article IV Consultation, 2020, p. 9

3. أثر التمويل غير التقليدي على مستوى السيولة في الاقتصاد: تمثل السيولة أحد المرتكزات الأساسية في النظام النقدي لأي اقتصاد، إذ تشير إلى القدرة على تحويل الأصول إلى نقد دون خسائر كبيرة في القيمة. ويُقاس مستوى السيولة في الاقتصاد عادة من خلال مؤشرات مثل الكتلة النقدية M1 و M2 ، حجم النقود المتداولة خارج الجهاز المصرفي، ومعدل تغطية الاحتياطات النقدية للالتزامات المصرفية. خلال فترة اعتماد الجزائر على آلية التمويل غير التقليدي، عرف مستوى السيولة تحولات نوعية تُعزى مباشرة إلى ضخ كميات كبيرة من النقد في الدورة الاقتصادية.

1.3. تطور السيولة البنكية: بدأت البنوك الجزائرية منذ 2017 في تسجيل مستويات مرتفعة من السيولة نتيجة قيام الخزينة العمومية بضخ أموال ضخمة من خلال آلية التمويل غير التقليدي. وقد أدى ذلك إلى ما يُعرف بـ **تشبع الجهاز المصرفي بالسيولة**، خاصة خلال السنوات الأولى من تطبيق هذه السياسة.

ووفقاً لبيانات بنك الجزائر، فإن فائض السيولة لدى البنوك انتقل من وضعية متوترة في 2016 إلى فائض واضح اعتباراً من 2018. ففي سنة 2018 وحدها، قُدِّر فائض السيولة البنكية بما يفوق 1,500 مليار دج، نتيجة ضخ ما يزيد عن 4,000 مليار دج من خلال آلية الإصدار النقدي في تلك السنة فقط.

2.3. السياسة النقدية والتعقيم (Sterilization) : أمام هذا الارتفاع الكبير في السيولة، اضطر بنك الجزائر إلى اتخاذ إجراءات تهدف إلى "امتصاص" جزء من هذه الكتلة، من خلال عمليات السوق المفتوحة وسحب السيولة عبر آليات التعقيم النقدي. وقد تم ذلك عبر عرض سندات لبنك الجزائر على البنوك التجارية لإعادة امتصاص الفائض النقدي، لكن هذه الإجراءات بقيت محدودة التأثير بالنظر إلى حجم السيولة المطروحة¹.

ملاحظة مهمة: لم يكن لدى بنك الجزائر مرونة كبيرة في التحكم في السيولة لعدة أسباب، من بينها ضعف سوق الدين المحلي، وانعدام أدوات دين قصيرة الأجل قابلة للتداول، مما قلص فعالية أدوات السياسة النقدية التقليدية.

¹ Berr, É., Combarous, F., *Les politiques monétaires non conventionnelles*, La Découverte, 2017, pp. 84–86

3.3. التأثيرات الاقتصادية لارتفاع السيولة: ارتفاع السيولة في الاقتصاد ليست له آثار محايدة، بل يمتد ليشمل مجموعة من الجوانب النقدية والاقتصادية، من أبرزها¹:

- **زيادة الضغوط التضخمية:** ارتفاع السيولة دون توافر مقابل إنتاجي حقيقي ساهم في خلق فجوة بين العرض النقدي والعرض الحقيقي للسلع والخدمات، مما دفع الأسعار للارتفاع تدريجياً، خاصة في السوق الاستهلاكية.
- **ضعف فعالية السياسة النقدية:** في ظل تشبع البنوك بالسيولة، تقلصت الحاجة للتمويل البنكي، وبالتالي تراجع فعالية آلية تحديد أسعار الفائدة كأداة لضبط النشاط الاقتصادي.
- **تشجيع المضاربة والاستهلاك بدل الاستثمار:** السيولة الفائضة قد تُوجّه نحو أنشطة غير إنتاجية (مثل العقار أو الأسواق غير المنظمة)، مما يعمق الاختلالات الاقتصادية بدلاً من معالجتها.

4.3. العلاقة بين التمويل غير التقليدي والسيولة

السنوات	2017	2018	2019	2020	2021	2022
مقدار السيولة	300 مليار دج	1500 مليار دج	2000 مليار دج	1800 مليار دج	1400 مليار دج	1200 مليار دج

جدول رقم 04. العلاقة بين التمويل غير التقليدي والسيولة

المصدر: بنك الجزائر، النشرات النقدية 2017-2022؛ تقارير المالية العمومية، وزارة المالية.

يمكن اختزال العلاقة بين التمويل غير التقليدي والسيولة في كون هذه الآلية أدت إلى زيادة مباشرة في حجم القاعدة النقدية، والتي شكّلت بدورها المحرك الأساسي لنمو الكتلة النقدية بمختلف مكوناتها. هذا النمو الاصطناعي للنقد، في غياب أدوات اقتصادية فعالة لامتصاصه، أسهم في خلق وفرة نقدية غير متوازنة مع البنية الإنتاجية، وهو ما أنتج وضعية "سيولة غير منتجة".

يتبين من التحليل أن آلية التمويل غير التقليدي، رغم دورها في تأمين احتياجات الميزانية على المدى القصير، قد أدت إلى تضخيم مستويات السيولة بشكل لم يكن مرفوقاً بإجراءات كافية لضبطها، مما ساهم في خلق اختلالات نقدية تهدد استقرار الأسعار وفعالية السياسة النقدية.

¹ Krugman, P., *End This Depression Now!*, Norton, 2012, pp. 98-102.

المطلب الثاني: العلاقة بين نمو الكتلة النقدية ومعدل التضخم خلال فترة التمويل غير التقليدي 2022-2017

1. الإطار النظري للعلاقة بين الكتلة النقدية والتضخم: يُعدّ التضخم من أبرز الظواهر الاقتصادية التي ترتبط ارتباطاً وثيقاً بالسياسة النقدية، ويُنظر إلى الكتلة النقدية باعتبارها أحد العوامل الحاسمة في تحديد مستوى الأسعار. وتستند العلاقة النظرية بين الكتلة النقدية والتضخم إلى النظرية الكمية للنقود¹ التي وضع أسسها "فيشر"، والتي تعبر عنها المعادلة الشهيرة²:

$$MV=PY$$

حيث M تمثل الكتلة النقدية، و V سرعة تداول النقود، و P مستوى الأسعار، و Y الناتج الحقيقي. وفقاً لهذه النظرية، فإن أي زيادة في الكتلة النقدية لا تقابلها زيادة في الناتج الحقيقي تؤدي إلى ارتفاع في الأسعار، أي تضخم. وعلى هذا الأساس، فإن سياسة التمويل غير التقليدي المعتمدة في الجزائر ابتداءً من سنة 2017، والتي أدت إلى توسع نقدي ملحوظ، تثير تساؤلات حول آثارها التضخمية الفعلية على الاقتصاد الوطني.

2. تطور الكتلة النقدية ومعدل التضخم(2022-2017):

أ. تطور الكتلة النقدية: $M2$ سجلت الكتلة النقدية ($M2$) في الجزائر نمواً متواصلًا خلال فترة التمويل غير التقليدي، حيث ارتفعت من حوالي 14,800 مليار دج سنة 2017 إلى أكثر من 21,670 مليار دج سنة 2022، بمعدل نمو سنوي تراوح بين 6.1% و 10.6%.

الجدول رقم 05 تطور الكتلة النقدية $M2$ في الجزائر 2022-2017³

السنة	الكتلة النقدية $M2$ (مليار دج)	نسبة النمو السنوي (%)
2017	14.800	9.2
2018	16.360	10.6
2019	17.500	7.0
2020	18.920	8.1
2021	20.430	8.0
2022	21.670	6.1

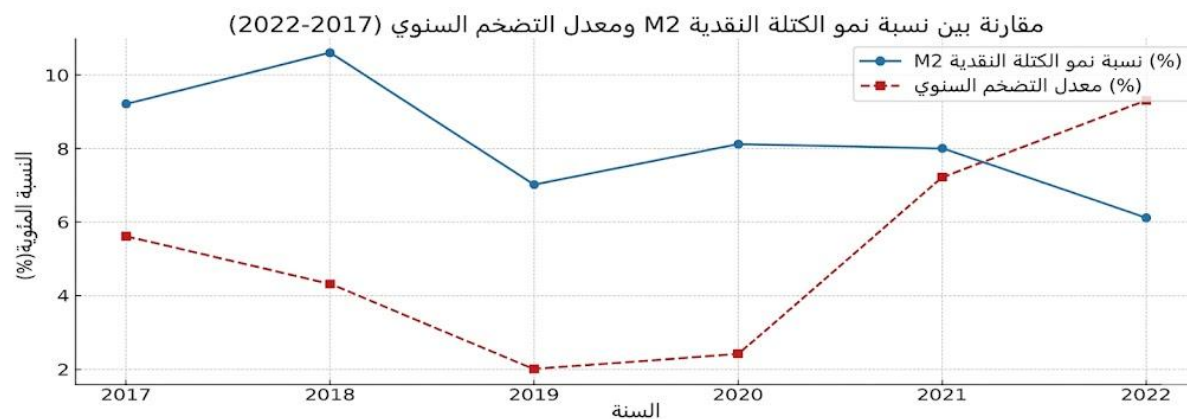
¹ Blanchard, Olivier, *Macroeconomics*, 8th ed., Pearson, 2021, pp. 77-80

² Fisher, Irving, *The Purchasing Power of Money*, New York, Macmillan, 1911, pp. 25-32.

³ بنك الجزائر، التقرير السنوي، 2022، ص ص 66-69.

المصدر: بنك الجزائر، التقرير السنوي-2022

الشكل رقم 10: رسم بياني يمثل العلاقة الزمنية بين نسبة نمو الكتلة النقدية M2 ومعدل التضخم السنوي خلال الفترة 2017-2022¹



في هذا الرسم البياني، نلاحظ العلاقة الزمنية بين نسبة نمو الكتلة النقدية M2 ومعدل التضخم السنوي خلال الفترة 2017-2022، وهي توضح ما يلي :

ب. تطور معدل التضخم السنوي: بالموازاة مع نمو الكتلة النقدية، شهد التضخم مسارًا متباينًا. ففي حين سجل انخفاضًا ملحوظًا في الفترة 2018-2020، ارتفع بشكل واضح بعد سنة 2020.

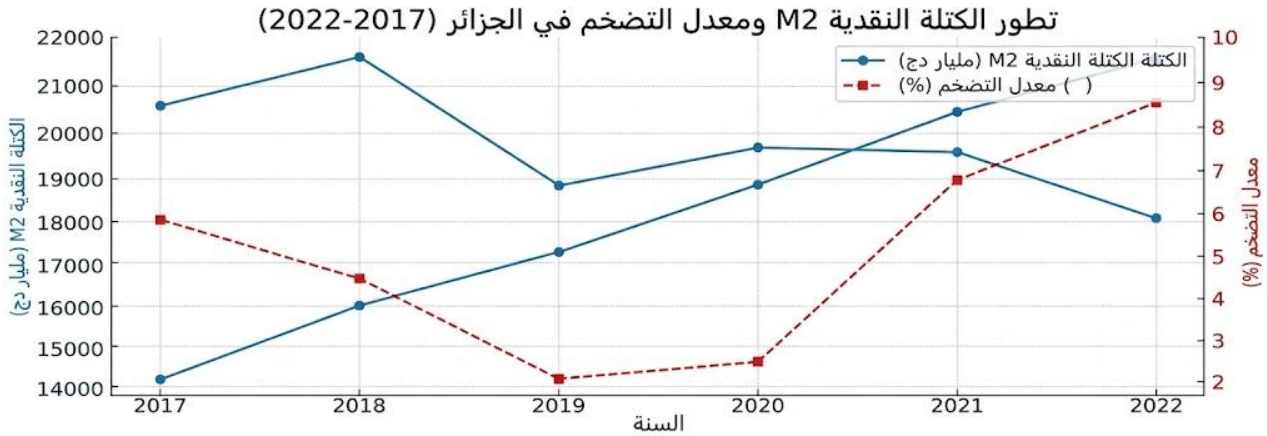
الجدول رقم (6): تطور معدل التضخم في الجزائر 2017-2022

السنة	معدل التضخم (%)
2017	5.6
2018	4.3
2019	2.0
2020	2.4
2021	7.2
2022	9.3

المصدر: الديوان الوطني للإحصائيات ((Rapports annuels sur l'inflation, Alger (ONS))

¹الديوان الوطني للإحصائيات، سلاسل التضخم، الجزائر.

3. تحليل العلاقة بين المتغيرين



الرسم البياني رقم (11): العلاقة بين نمو الكتلة النقدية ومعدل التضخم كنسب مئوية

عند مقارنة المعطيات، يتبين أن العلاقة بين الكتلة النقدية ومعدل التضخم لم تكن آنية ومباشرة، بل اتسمت بوجود فجوة زمنية¹ (Time Lag) في استجابة الأسعار العامة للزيادات المسجلة في الكتلة النقدية، وهو ما يمكن تفسيره بالآتي:

- خلال الفترة 2017-2020، وعلى الرغم من تسجيل معدلات نمو مرتفعة للكتلة النقدية، ظل التضخم عند مستويات منخفضة نسبياً، ما يعكس تأثير الركود الاقتصادي على الطلب الفعلي، وضعف انتقال السياسة النقدية إلى الأسعار.
- ابتداءً من 2021، بدأت الآثار التضخمية للتوسع النقدي تظهر تدريجياً، حيث ارتفع معدل التضخم إلى 7.2% ثم إلى 9.3% سنة 2022، وهو ما يدعم الطرح القائل بأن التمويل غير التقليدي، وإن لم يؤد فوراً إلى تضخم، فإنه يولد ضغوطاً تضخمية تراكمية تظهر بعد فترة من الزمن.

4. العوامل الوسيطة في العلاقة²

لا يمكن فهم العلاقة بين الكتلة النقدية والتضخم بمعزل عن عدة عوامل اقتصادية أخرى، أهمها³:

¹ Friedman, Milton, *Inflation and Unemployment*, Nobel Lecture, 1976

² FMI, *Inflation Dynamics in Emerging Economies*, 2021

³ Blanchard, O., *Macroeconomics*, op. cit., pp. 312-318

الجدول رقم: 7. التفاعل بين الكتلة النقدية والتضخم

العامل	التأثير المحتمل
مستوى النشاط الاقتصادي	ضعف النمو الاقتصادي قلل من الضغط على الأسعار رغم التوسع النقدي
الإنتاج المحلي	انخفاض القدرة الإنتاجية ساهم لاحقاً في زيادة التضخم
تقلبات سعر الصرف	ترجع قيمة الدينار زاد من كلفة الواردات، ما غذى التضخم المستورد
الأسعار العالمية	ارتفاع أسعار الغذاء والطاقة عالمياً ساهم في تقادم الضغوط التضخمية

5. استنتاجات

- يتضح أن هناك علاقة إيجابية مؤجلة بين نمو الكتلة النقدية والتضخم، حيث بدأت آثار التمويل غير التقليدي تظهر بشكل جلي بعد حوالي سنتين من تطبيقه.
- تؤكد هذه العلاقة خطورة استخدام أدوات تمويلية نقدية دون تأطير اقتصادي وهيكل مواكب، بما في ذلك دعم الإنتاج الوطني وتحفيز العرض.
- يجب على صانع القرار الاقتصادي في الجزائر أن يأخذ بعين الاعتبار هذه التجربة، لتقادي الوقوع في "فخ التضخم" الناتج عن توسع نقدي غير مدروس.

المطلب الثالث: تقييم تكيف السياسة النقدية مع التمويل غير التقليدي وأثره على استقرار النظام النقدي في الجزائر 2017-2022

1. السياق العام للسياسة النقدية خلال فترة التمويل غير التقليدي

مع إطلاق آلية التمويل غير التقليدي في الجزائر نهاية سنة 2017¹، وجدت السياسة النقدية نفسها أمام ظرف غير تقليدي، يتمثل في ضخ سيولة نقدية ضخمة في الاقتصاد لتمويل عجز الخزينة العمومية وسداد الدين الداخلي، في ظل:

- تراجع الإيرادات الجبائية والجبائية والبتروولية.
- ارتفاع ضغط الإنفاق العمومي.
- ضعف القدرة التمويلية للسوق المالية والبنكية التقليدية.

¹FMI, Algeria – Article IV Consultation, Washington D.C, p 11

وقد تسبب هذا الوضع في تحدٍ كبير لبنك الجزائر، الذي بات مطالبًا بإعادة ضبط أدواته التقليدية للتحكم في التضخم، إدارة السيولة، وضمان استقرار النظام النقدي.

2. تقييم كيفية تكيف السياسة النقدية مع هذا الوضع الاستثنائي

1.2. تعليق أدوات السياسة النقدية التقليدية: خلال المرحلة الممتدة بين 2017 و2019، جمّد بنك الجزائر عمليات السوق المفتوحة وسحب تدريجيًا أداة "أدوات إعادة التمويل التقليدية"، والسبب يعود إلى توفر سيولة مرتفعة لدى البنوك نتيجة للتمويل غير التقليدي.

الملاحظة: بدلاً من امتصاص السيولة الزائدة، أصبحت البنوك عاجزة عن توظيفها، ما أدى إلى تراجع الطلب على إعادة التمويل المركزي.

2.2. إصدار سندات خزينة موجهة للبنوك: للتقليل من الأثر التضخمي، تم توجيه التمويل غير التقليدي عبر سندات خزينة موجهة للبنوك، حيث تقوم البنوك بشرائها وتوظيف السيولة الزائدة بها، مما يشكل وسيلة غير مباشرة لامتصاص النقد¹.

3.2. السياسة الاحترازية في أسعار الفائدة: خلال نفس الفترة، لم يقدّم بنك الجزائر برفع سعر الفائدة الأساسي بشكل يتماشى مع النمو النقدي، بل حافظ عليه نسبيًا ثابتًا (3.5%). وكان ذلك بدافع:

- عدم إحداث صدمة ائتمانية على الاقتصاد.
- مراعاة الظروف الاقتصادية العامة وضعف الاستثمار.

لكن هذه السياسة حدّت من قدرة البنك المركزي على كبح التضخم.

4.2. إعادة التفعيل التدريجي لأدوات السوق بعد 2020: مع بداية 2021، بدأت تظهر بوادر العودة لاستخدام أدوات السياسة النقدية:

- إعادة تفعيل السوق المفتوحة.
- فرض نسب احتياط جديدة.
- مراجعة نسب الفائدة البنكية تدريجيًا.

ولكن ظل التأثير محدودًا بسبب أن الكتلة النقدية كانت قد تضخمت، والتأثيرات بدأت تتبلور بالفعل على شكل ضغوط تضخمية هيكلية.

¹Banque d'Algérie, Rapport annuel, 2018, p. 44.

3. مدى تأثير هذه التطورات على استقرار النظام النقدي العام

1.3. تضخم الكتلة النقدية وتراجع قيمة العملة¹

كما أشرنا سابقاً، ارتفعت الكتلة النقدية بمعدلات متزايدة، في ظل تراجع في إنتاجية الاقتصاد الحقيقي، ما أدى إلى:

- تراجع القوة الشرائية للدينار.
- ضغوط على السوق النقدي والقطاع المصرفي.
- زيادة في التضخم (بلغ 9.3% في 2022).

2.3. إضعاف فعالية أدوات السياسة النقدية

التمويل غير التقليدي أحدث ما يُعرف بـ "فك الارتباط بين أدوات السياسة النقدية ومتغيراتها المستهدفة"، حيث لم تعد أدوات البنك المركزي قادرة على التحكم الفعال في التضخم أو توجيه السيولة، وذلك نتيجة²:

- هيمنة الخزينة على السوق النقدي.
- اختلال العلاقة بين العرض النقدي وحجم المبادلات الحقيقية.

3.3. ارتفاع السيولة البنكية وتباطؤ النشاط الائتماني

رغم وفرة السيولة في الجهاز البنكي، لم يُترجم ذلك إلى زيادة في القروض الاستثمارية أو الإنتاجية، بل:

- ارتفعت السيولة المجمدة داخل البنوك.
- ساد التوجس من المخاطر في غياب مشاريع مربحة.
- زاد اعتماد البنوك على توظيفات سيادية (سندات الخزينة) بدلاً من التمويل الإنتاجي.

¹ الديوان الوطني للإحصائيات (ONS)، 'Indice des prix à la consommation, 2022'

² Aglietta, Michel, *La monnaie : entre dettes et souveraineté*, Paris, Odile Jacob, 2016, pp. 121–124.

4.3. هشاشة النظام النقدي وغياب التنسيق بين السياسات

ساهم التمويل غير التقليدي في خلق نمط تسيير غير متناسق بين السياسة المالية والنقدية، مما أضعف فعالية النظام النقدي ككل:

- سياسة مالية توسعية دون حدود.
- سياسة نقدية شبه مشلولة.
- ضعف التوقعات وثقة الفاعلين الاقتصاديين.

4. استنتاجات أساسية

- لم تتمكن السياسة النقدية من التكيف بشكل كافٍ مع التحول المفاجئ الناتج عن التمويل غير التقليدي.
- الأدوات النقدية فقدت فعاليتها مؤقتاً، وأصبح النظام النقدي هشاً بفعل التضخم المؤجل وتضخم السيولة.
- العودة إلى التوازن النقدي تتطلب إصلاحات مؤسسية، تنسيق صارم بين السياستين المالية والنقدية، وتفعيل آليات امتصاص السيولة الفائضة.
- لا يمكن ضمان استقرار النظام النقدي دون تحقيق استقرار مالي حقيقي، وتحفيز الاقتصاد الحقيقي على النمو بدلاً من التمويل العشوائي

المبحث الثاني: انعكاسات التيسير الكمي على المؤشرات المالية العمومية 2017-2022

يُعد التوازن المالي العمومي أحد أبرز المؤشرات على سلامة السياسة المالية وقدرتها على تحقيق الاستدامة، وتُقاس هذه السلامة بقدرة الدولة على تعبئة الموارد ومواجهة النفقات دون الوقوع في اختلالات هيكلية مزمنة. وبالنظر إلى التجربة الجزائرية في ظل أزمة انهيار أسعار المحروقات بعد سنة 2014، تبين أن المالية العمومية واجهت ضغوطاً متصاعدة، أبرزها الانخفاض الحاد في الإيرادات الريعية مقابل استمرار وتضخم النفقات الجارية، مما أدى إلى تسجيل عجز مزدوج على مستوى الميزانية والخزينة.

في هذا السياق، تم اعتماد التمويل غير التقليدي كخيار استثنائي ابتداء من نهاية سنة 2017، حيث لجأت الدولة إلى التمويل النقدي المباشر لتغطية الفجوة التمويلية المتزايدة، بدلاً من الإصلاح الجبائي أو اللجوء إلى الأسواق الخارجية. وقد أثار هذا التحول تساؤلات جوهرية حول أثر هذه السياسة على مؤشرات المالية العمومية، لا سيما فيما يتعلق بعجز الميزانية، تطور الدين العمومي، مستويات الإنفاق العمومي، ومدى استدامة هذا النموذج على المدى المتوسط والطويل.

وانطلاقاً من هذه المعطيات، يرمي هذا المبحث إلى تحليل تداعيات سياسة التيسير الكمي على المالية العمومية الجزائرية من خلال مجموعة من المؤشرات الكمية والمعدية، مع التوقف عند كيفية تطورها، وحدود فعاليتها، وانعكاساتها على الاستقرار المالي العام، وذلك خلال الفترة 2017-2022، التي تُمثل الإطار الزمني المعتمد في هذه الأطروحة.

المطلب الأول: أثر التيسير الكمي على رصيد الميزانية وعجز الخزينة

تُعد الميزانية العامة مرآة تعكس الوضعية المالية للدولة،¹ إذ يُجسّد رصيدها النهائي (الفائض أو العجز) التوازن أو الاختلال الحاصل بين الإيرادات والنفقات في الحالة الجزائرية، عرف رصيد الميزانية منذ سنة 2014 تدهوراً ملحوظاً نتيجة انهيار أسعار النفط، مما أدى إلى تقليص كبير في العائدات البترولية، التي تشكل أكثر من 60% من الموارد الجبائية وبالرغم من محاولات الترشيد وضغط النفقات، إلا أن العجز استمر في التفاقم، خاصة في ظل التزامات اجتماعية وإنفاق عام صعب التقليل.²

أمام هذا الوضع، تبنت الحكومة سياسة التمويل غير التقليدي، والذي مكّن الخزينة من اللجوء المباشر إلى بنك الجزائر للحصول على تمويل نقدي دون المرور عبر الأسواق أو مصادر تمويل بديلة، ورغم أن هذه الآلية مكّنت من تغطية العجز الظرفي في المدى القصير، إلا أنها طرحت إشكاليات كبرى تتعلق بمدى نجاعتها المالية ومخاطرها على التوازن العام.

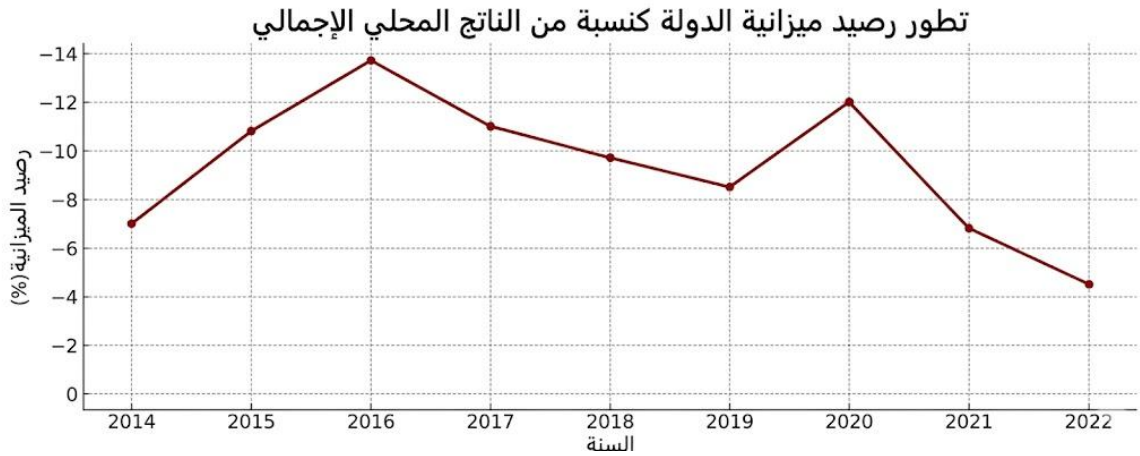
يتناول هذا المطلب تحليل تطور رصيد الميزانية العامة وعجز الخزينة قبل وأثناء وبعد تطبيق سياسة التمويل غير التقليدي، كما يستعرض طبيعة هذا العجز، مصادر تمويله، ثم يُقارن بين نماذج التمويل التقليدي والتمويل النقدي المباشر، في محاولة لتحديد مدى استدامة الخيار الذي انتهجته السلطات العمومية خلال الفترة المدروسة.

1. تطور رصيد الميزانية العامة 2014-2022

عانى رصيد الميزانية العامة من عجز مستمر منذ انهيار أسعار النفط في منتصف 2014، حيث انخفضت الإيرادات الجبائية، مقابل تواصل مستويات الإنفاق العمومي المرتفعة، خصوصاً في مجالات الدعم والتحويلات الاجتماعية .

¹ Musgrave, R. A., & Musgrave, P. B., *Public Finance in Theory and Practice*, McGraw-Hill, New York, 1989

² وزارة المالية الجزائرية، التقرير الاقتصادي والمالي المرفق بقانون المالية، 2015



الرسم البياني 12: تطور رصيد الميزانية العامة (% من الناتج المحلي الإجمالي) 2022-2014

المصدر: وزارة المالية الجزائرية، تقارير تنفيذ الميزانية، 2023

يمثل هذا الرسم البياني أحد المؤشرات الأساسية على الوضع المالي العام للدولة، إذ يُظهر رصيد الميزانية العامة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، ويعكس قدرة الدولة على التوفيق بين إيراداتها ونفقاتها. وقد أبانت الفترة الممتدة من 2014 إلى 2022 عن اتجاه عام يتسم بالعجز المزمّن والمتفّاقم، مع تفاوت حدّته حسب تطورات الطرفين الاقتصادي والسياسي، حيث أن:

- 2014 بداية الأزمة المالية:

- سجّل رصيد الميزانية العامة عجزاً قدر بحوالي -7.2% من الناتج المحلي الإجمالي.
- بداية انعكاس لانخفاض أسعار النفط، التي تشكل المورد الرئيسي للميزانية (أكثر من 60% من الإيرادات الجبائية)¹.
- الدولة حافظت نسبياً على مستويات الإنفاق المرتفعة رغم الانخفاض في الإيرادات.

- 2015 تفاقم العجز:

- تفاقم العجز ليبلغ نحو -11.5% .
- استمرار تراجع أسعار النفط إلى مستويات دنيا (متوسط أقل من 50 دولاراً للبرميل).
- ازدياد الضغط على نفقات التحويلات والدعم الاجتماعي دون مراجعة حقيقية للسياسات الإنفاقية.

- 2016 الذروة السلبية للعجز:

¹ Fonds Monétaire International (FMI), Algeria – Article IV Consultation Report, Washington D.C., 2017, p. 9–11

- وصل العجز إلى أعلى مستوياته بنسبة **13.7%** من الناتج المحلي.
- تزايد اللجوء إلى التمويل الداخلي (الاحتياطي، أدوات الدين العام التقليدية).
- اتساع فجوة التمويل وتراجع احتياطي الصرف.

- 2017 بداية التمويل غير التقليدي:

- تم اعتماد قانون النقد والقرض المعدل، الذي سمح بتمويل مباشر للخزينة من بنك الجزائر.
- ورغم ذلك، بقي العجز مرتفعًا **9.6%**.
- يعود ذلك إلى تراكم العجز السابق وعدم مرافقة التمويل بإصلاحات ضريبية أو تكشف فعلي.

- 2018 ذروة استعمال التمويل غير التقليدي:

- وُجّهت كميات ضخمة من السيولة لتمويل الخزينة ومؤسسات عمومية.
- العجز بلغ **9.2%** رغم وفرة السيولة، وهو مؤشر على عدم نجاعة الإنفاق العام.
- ارتفاع المخاوف من الآثار التضخمية طويلة الأجل.

- 2019 بداية تراجع تدريجي:

- بلغ العجز حوالي **8.5%**.
- التراجع كان نسبيًا بسبب بعض الإجراءات التقشفية وعودة بسطة في أسعار النفط.
- لكن بقي العجز بعيدًا عن مستوى الاستدامة.

- 2020 تأثير جائحة كوفيد-19¹:

- عادت الأسعار للانخفاض، والنفقات ارتفعت بفعل الجائحة، مما أعاد العجز إلى حدود **10.4%**.
- التمويل غير التقليدي توقف رسميًا في نهاية 2019، ما أعاد الضغط على الخزينة.

- 2021-2022 تحسن نسبي مدفوع بالنفط:

- سجل العجز في 2021 نسبة **6.5%**، وفي 2022 حوالي **4.5%**.

¹ Banque Mondiale, *Algérie – Note de conjoncture économique*, Washington, 2022, p. 6-9.

- هذا التحسن لا يعكس إصلاحًا هيكليًا بل يعود إلى:
 - ارتفاع أسعار النفط (متوسط 100 دولار للبرميل).
 - انتعاش اقتصادي عالمي نسبي.
 - ثبات في بنية الإنفاق العام دون إصلاحات جذرية.
 - يوضح الرسم أن العجز البنوي في الميزانية كان واضحًا حتى في سنوات وفرة النفط، مما يشير إلى اختلافات عميقة في هيكل المالية العمومية.
 - اعتماد التمويل غير التقليدي كان حلاً ظرفيًا لتغطية العجز، لكنه لم يُرافق بإجراءات إصلاحية في جانب النفقات أو توسيع الوعاء الجبائي.
 - التحسن الأخير في العجز يعكس تعافيًا مؤقتًا مرتبطًا بارتفاع الإيرادات النفطية، ما يطرح تساؤلات حقيقية حول استدامة الوضع المالي في حال حدوث صدمة نفطية جديدة.
- بناءً على هذا التحليل، يمكن استخلاص أن سياسة التمويل غير التقليدي، رغم فعاليتها المؤقتة في تجنب الانهيار، لا يمكن اعتبارها خيارًا دائمًا في ظل استمرار اختلافات الهيكل المالي للدولة. ويظل الإصلاح الجبائي والتحكم في النفقات وتوجيهها نحو النمو المستدام، عناصر محورية لتحقيق استدامة حقيقية.

2. تطور عجز الخزينة 2014-2022¹

يُعد عجز الخزينة مرآة آنية لاختلالات السيولة لدى الدولة، ويمثل الفرق بين التدفقات الفعلية للإيرادات والنفقات. وقد اتسع هذا العجز في السنوات التي سبقت التيسير الكمي، ما فرض اللجوء إلى مصادر تمويل بديلة.

¹وزارة المالية الجزائرية، تقارير تنفيذ الميزانية، 2014-2022

الجدول رقم: 8. تطور عجز الخزينة العمومية

السنة	عجز الخزينة (مليار دج)
2014	1,346
2015	1,982
2016	2,343
2017	2,900
2018	3,242
2019	2,861
2020	3,500
2021	2,200
2022	1,500



الرسم البياني 13: تطور عجز الخزينة العمومية (مليار دج) 2014-2022

المصدر: بنك الجزائر، تقارير السياسة النقدية،

- ازداد العجز بحدة بين 2015 و 2018، ما شكل ضغطاً كبيراً على الخزينة.
- خلال فترة التمويل غير التقليدي (2017-2019)، تم احتواء العجز ولكن عبر وسائل استثنائية.
- ابتداءً من 2021، بدأ التراجع التدريجي للعجز بفضل تحسن أسعار النفط وتحسين تعبئة الموارد الجبائية.

3. طبيعة العجز ومصادر تمويله

1.3. طبيعة العجز: بين الهيكلي والدوري: يُعد العجز المسجل في الميزانية العامة الجزائرية خلال الفترة 2014-2022 عجزاً مزدوج الطابع، تتداخل فيه العوامل الهيكلية مع العوامل الدورية، وهو ما يعقد عملية معالجته ويجعل من الضروري تبني مقاربة متعددة الأبعاد للإصلاح المالي.

أ. العجز الهيكلي: (Structurally-induced deficit)

- العجز الهيكلي في الجزائر يعود إلى الاعتماد الكبير على الإيرادات النفطية، حيث تُشكل العائدات النفطية والغازية أكثر من 90% من إيرادات التصدير، وما بين 60% و70% من مداخيل الميزانية العامة.
- هذا التبعية تجعل الميزانية غير مستقلة مالياً، بحيث يتوقف توازنها على عامل خارجي (أسعار النفط في الأسواق العالمية).
- غياب تنوع القاعدة الضريبية والاقتصادية يؤدي إلى هشاشة في الموارد الجبائية العادية (خارج المحروقات).
- كما أن نفقات التسيير المرتفعة، خاصة الأجور والتحويلات الاجتماعية، تشكل التزاماً دائماً يصعب تقليصه، ما يؤدي إلى تراكم العجز حتى في الفترات التي تعرف ارتفاعاً في المداخيل.

ب. العجز الدوري: (Cyclic deficit)

- يُعتبر العجز الدوري نتيجة مباشرة لتذبذب أسعار المحروقات عالمياً، وهو ما شهدته الجزائر بوضوح في أعقاب انهيار أسعار النفط منذ منتصف 2014.
- مع كل دورة انخفاض في الأسعار، تسجل الميزانية عجزاً يتفاقم بمرور الوقت بسبب عدم وجود آليات فعالة للتكيف السريع، كما حدث في 2015-2016 حيث بلغ العجز أكثر من 13% من الناتج المحلي.
- هذا النوع من العجز يمكن احتواؤه نسبياً في حال توفرت احتياطات مالية أو آليات استباقية للتكيف (مثل الصناديق السيادية المرنة)، إلا أن الجزائر واجهت صعوبات في هذا الجانب بعد استنزاف صندوق ضبط الإيرادات.

العجز في الجزائر لا يُمكن اختزاله في ظرفية مؤقتة، بل يعكس خللاً بنيوياً في طبيعة الاقتصاد وموارده، ما يتطلب إصلاحات عميقة تتعدى الحلول الظرفية أو الظاهرية.

2.3. مصادر تمويل العجز: بين المعالجة التقليدية والتدخل النقدي¹

تفاوتت أدوات تمويل عجز الميزانية الجزائرية حسب المرحلة والظروف الاقتصادية، ويمكن تقسيمها إلى فترتين أساسيتين:

أ. الفترة ما قبل 2017: اللجوء للتمويل الكلاسيكي

- **الاحتياطات المالية:** تم استعمال الفوائض المالية المتراكمة في السنوات السابقة (خاصة بين 2006-2012) من خلال صندوق ضبط الإيرادات (FRR)، الذي أنشئ كمخزن استراتيجي لمواجهة تقلبات أسعار النفط.
- **السحب من الخزينة:** تم تحويل مبالغ معتبرة من صندوق ضبط الإيرادات إلى الخزينة العامة لسد العجز، خصوصًا في 2015 و2016، ما أدى إلى استنزاف شبه كامل لهذا الصندوق في نهاية 2016.
- **الاقتراض الداخلي المحدود:** لجأت الخزينة إلى إصدار سندات حكومية موجهة أساسًا للمؤسسات الوطنية (كالبنوك العمومية وصناديق التقاعد)، دون توسيع السوق المالية أو اللجوء إلى التمويل الخارجي، نظرًا لسياسة عدم الاستدانة الخارجية المعتمدة.

ب. ما بعد 2017: اللجوء إلى التمويل غير التقليدي

- مع استفاد البدائل التقليدية، واشتداد العجز، تبنت الجزائر في أكتوبر 2017 آلية التمويل غير التقليدي أو ما يُعرف بالتيسير الكمي المحلي.
- تم تعديل قانون النقد والقرض للسماح للخزينة بالاقتراض المباشر من بنك الجزائر، من خلال إصدار سندات تُموّل عبر طباعة النقود دون مقابل إنتاجي مباشر.
- بين 2017 و2019، تم ضخ ما يزيد عن 6,500 مليار دينار (نحو 55 مليار دولار) في الاقتصاد، استخدمت في:
 - تمويل عجز الميزانية الجارية.
 - تسديد الديون الداخلية للمؤسسات العمومية.
 - تمويل صندوق التقاعد وبعض المشاريع التنموية.
- رغم أن هذا الأسلوب مكّن من تفادي الانهيار المالي الفوري، إلا أنه حمل مخاطر تضخمية كبيرة، ورفع من حدة الضغوط على السياسة النقدية، وأضعف مصداقية بنك الجزائر كمؤسسة مستقلة.

¹ BIS, *Unconventional Monetary Policy and Fiscal Dominance*, Basel, 2020, p. 27-30

تمويل العجز في الجزائر مرّ من مرحلة استنزاف الاحتياطات إلى مرحلة تدخل البنك المركزي، مما يعكس حجم الإكراهات المالية التي واجهتها الدولة. وقد كشفت هذه التجربة أن الاستدامة المالية لا يمكن أن تقوم على آليات تمويلية فقط، بل تتطلب معالجة جذرية لمصادر العجز نفسها.

4. مقارنة بين نماذج التمويل التقليدي وغير التقليدي

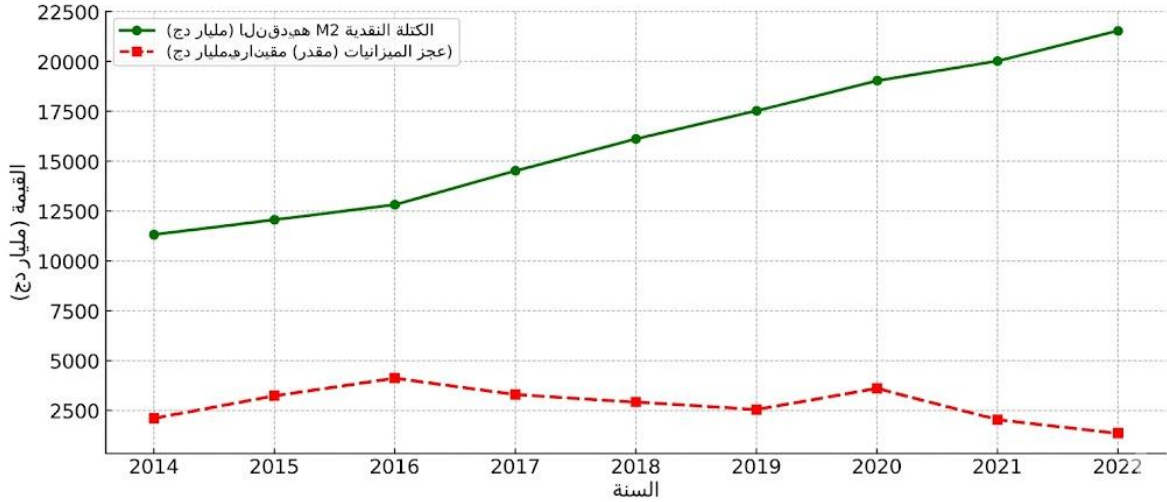
جدول رقم:9. يمثل مقارنة بين نماذج التمويل التقليدي وغير التقليدي

المقارنة	التمويل التقليدي	التمويل غير التقليدي (النقدي المباشر)
المصدر	الضرائب، الرسوم، القروض الداخلية/الخارجية	طباعة النقود عبر البنك المركزي
الأثر على التضخم	محدود نسبياً	مرتفع على المدى المتوسط والطويل
التأثير على سعر الصرف	مستقر نسبياً	انخفاض قيمة الدينار
المخاطر	مديونية، ضغط على السوق المالية	تفاقم السيولة، تآكل احتياطات الصرف
الاستدامة المالية	ممكنة مع التحكم في الإنفاق وتوسيع القاعدة الضريبية	محدودة، إلا إذا رافقها إصلاحات هيكلية

5. مدى استدامة خيار التمويل غير التقليدي¹: رغم أن التمويل غير التقليدي وفّر سيولة آنية مكنت من دفع الرواتب وسداد مستحقات الدولة، إلا أنه رافقه عدد من التحديات الهيكلية:

- ارتفاع الكتلة النقدية دون مقابل إنتاجي.
- تسارع وتيرة التضخم بدءاً من 2020.
- تآكل احتياطي الصرف وتدهور قيمة العملة.
- غياب إصلاحات مالية موازية (توسيع القاعدة الجبائية، عقلنة الإنفاق).

¹ FMI, *Fiscal Risks and Monetary Financing*, Washington D.C., 2021, p. 41–44



الرسم البياني 14: تطور الكتلة النقدية (M2) مقابل عجز الميزانية 2016-2022

المصدر: بنك الجزائر

تحليل تطور الكتلة النقدية M2 مقابل عجز الميزانية 2016-2022

1. رصد الاتجاهات العامة

1.1. تصاعد العجز الموازني في بداية الفترة 2016-2018:

- بلغت نسبة العجز الموازني ذروتها في عام 2016 بحوالي 13.7% من الناتج المحلي الإجمالي، نتيجة تراجع حاد في عائدات النفط والغاز بعد أزمة الأسعار العالمية في 2014.
- رغم بداية تطبيق التمويل غير التقليدي في 2017، لم يسجل العجز تحسناً ملحوظاً خلال 2017 و2018، بل استقر عند مستويات مرتفعة (9.2% إلى -9.5%)، ما يعكس فجوة هيكلية بين الإيرادات والنفقات.

2.1. ارتفاع متزامن للكتلة النقدية (M2)

- منذ 2017، بدأت الكتلة النقدية (M2) في الارتفاع بوتيرة متسارعة، حيث سجلت نسب نمو تفوق 10% في 2018 و2019.
- هذا الارتفاع كان مدفوعاً أساساً بالتمويل غير التقليدي، حيث تم إصدار كميات معتبرة من النقود بدون مقابل إنتاجي، ما زاد من المعروض النقدي في الاقتصاد.

3.1. التحسن النسبي بعد 2020:

○ خلال 2021 و2022، انخفض عجز الميزانية تدريجيًا (إلى -7.3% ثم -6.4%)، وذلك بفعل:

- انتعاش أسعار النفط عالميًا.
- تباطؤ نسبي في وتيرة الإنفاق العمومي.
- في المقابل، تباطأت وتيرة نمو الكتلة النقدية إلى ما دون 8%، نتيجة توجه السلطات نحو تجميد التمويل غير التقليدي في أواخر 2019، ثم اعتماد تمويلات تقليدية لاحقًا.

2. تحليل العلاقة بين المؤشرين

1.2. علاقة سببية جزئية:

- ارتفاع الكتلة النقدية كان في جزء كبير منه نتيجة مباشرة لتغطية العجز المالي عن طريق طباعة النقود، خاصة خلال 2017-2019.
- أي أن التوسع النقدي لم يكن نتيجة لديناميكية اقتصادية داخلية، بل لتمويل مباشر لعجز الدولة، ما يعكس هشاشة السياسة المالية.

2.2. مخاطر هذا المسار:

- الطابع غير الإنتاجي للسيولة المصدرة أدى إلى اختلالات مثل:
 - التضخم الكامن، الذي بدأ يظهر بحدّة بدءًا من 2020.
 - تدهور قيمة الدينار وتآكل القدرة الشرائية.
- العجز المستمر يعني أن الاقتصاد لم يكن قادرًا على توليد مداخيل كافية، مما استوجب تمويلات غير مستدامة.

3.2. انفصال نسبي بعد 2020:

- مع وقف التمويل غير التقليدي وتحسن أسعار المحروقات، بدأت الفجوة بين النمو النقدي والعجز المالي تضيق.
- هذا الانفصال يشير إلى بداية خفض الاعتماد على البنك المركزي كمولد مباشر، رغم استمرار بعض الضغوط الهيكلية.
- يعكس الرسم البياني العلاقة المعقدة بين السياسة النقدية والمالية خلال فترة التمويل غير التقليدي.

- اعتماد هذا النمط من التمويل أدى إلى تفاقم الكتلة النقدية، دون أن يواكبه تحسن في الأداء الاقتصادي أو في ميزانية الدولة.
- النجاح النسبي في تقليص العجز بعد 2020 لا يرجع لإصلاحات هيكلية، بل لتحسن ظرفي في أسعار النفط، ما يجعل مسألة استدامة المالية العمومية محل تساؤل كبير في غياب إصلاحات مرافقة

يُظهر تحليل تطور رصيد الميزانية وعجز الخزينة خلال الفترة 2017-2022 أن التمويل غير التقليدي كان إجراءً ظرفيًا وضروريًا في سياق أزمة حادة، لكنه لم يكن مستدامًا على المدى الطويل. وقد ساهم في تأجيل الإصلاحات المالية العميقة، مما عمق من هشاشة التوازنات المالية والنقدية. إن الاستدامة المالية تتطلب الاعتماد على أدوات التمويل التقليدي المبني على القاعدة الجبائية الفعلية وتعبئة الادخار الوطني، إلى جانب تحسين الحوكمة والنجاعة في الإنفاق.

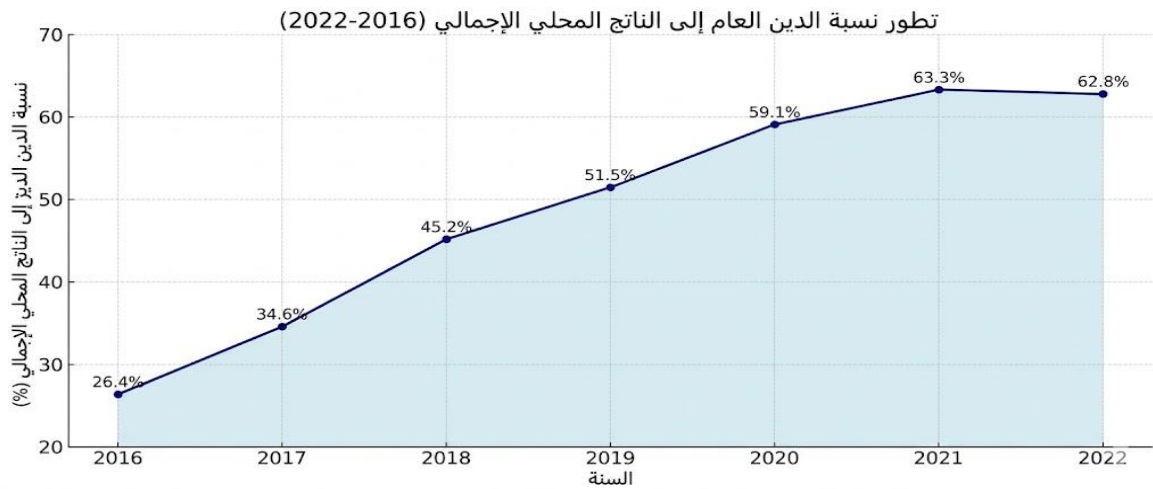
المطلب الثاني: أثر التيسير الكمي على تطور الدين العمومي وهيكل تمويله

1. تطور حجم الدين العمومي في الجزائر (2016-2022)

منذ الشروع في تطبيق سياسة التمويل غير التقليدي نهاية سنة 2017، شهدت المديونية العمومية الجزائرية تصاعدًا ملحوظًا، يعكس التوسع في الاعتماد على الموارد الداخلية، وتحديدًا الاقتراض المباشر من بنك الجزائر لتمويل العجز المتزايد في الميزانية¹.

الرسم البياني رقم (15): تطور الدين العمومي كنسبة الدين العمومي من الناتج المحلي الإجمالي

201



-6

2022

¹ Banque d'Algérie 'Rapport annuel 2018 -2019 pp 31-34 .

المصدر: وزارة المالية (تقارير قوانين المالية 2018-2022)، بنك الجزائر (التقارير السنوية)*.

تحليل الرسم البياني¹

1. اتجاه تصاعدي قوي ابتداءً من 2017 : بلغ الدين العمومي الإجمالي حوالي 26.4% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2016، وهي نسبة تعتبر معتدلة ومتحكم فيها نسبياً، لكنها شهدت ارتفاعاً حاداً ليصل إلى حوالي 63.3% سنة 2021، أي ما يقرب من الضعف خلال خمس سنوات فقط. هذه القفزة تُعزى بشكل مباشر إلى تنفيذ برنامج التمويل غير التقليدي، الذي بدأ رسمياً نهاية 2017.
 2. تسارع الدين بسبب التمويل غير التقليدي : التمويل النقدي المباشر من بنك الجزائر، المكّس بموجب الأمر رقم 10-17، مكّن الخزينة العمومية من تغطية العجز دون اللجوء إلى الأسواق الخارجية، مما أدى إلى تراكم الدين المحلي بشكل كبير، خصوصاً في 2018 و2019.
 3. استقرار نسبي بعد 2021 : ابتداءً من سنة 2022، يمكن ملاحظة بداية استقرار نسبي في مستويات الدين العمومي، والذي ظل في حدود 63% تقريباً من الناتج المحلي. ويُعزى هذا إلى توقف التمويل غير التقليدي تدريجياً وتراجع الإنفاق العمومي بعد انقضاء الجزء الأكبر من خطة التيسير الكمي، إضافةً إلى تحسن نسبي في أسعار النفط.
 4. المخاطر على الاستدامة المالية : رغم أن الدين بقي داخلياً بنسبة كبيرة، فإن هذا التطور يُمثل ضغطاً كبيراً على الميزانية المستقبلية، نظراً لتراكم الأعباء المرتبطة بخدمة الدين (فوائد، آجال الاستحقاق). كما أنه يعكس غياب إصلاحات بنيوية حقيقية في النظام الجبائي والمالي.²
 5. غياب اللجوء إلى الدين الخارجي: من الملاحظ أن الجزائر لم تلجأ إلى الدين الخارجي خلال هذه الفترة، وهو خيار يعكس توجهاً نحو الحفاظ على السيادة المالية، لكنه ساهم أيضاً في تضخم الدين الداخلي، وأثر على قدرة البنوك على تمويل الاقتصاد الحقيقي.
- يعكس تطور الدين العمومي خلال فترة 2016-2022 مدى تأثير التيسير الكمي على التوازنات الماكرو-مالية، وي طرح تساؤلات جدية حول استدامة المديونية في ظل غياب تنويع اقتصادي حقيقي، واعتماد مفرط على الموارد النفطية والتمويل المركزي غير التقليدي. ويُبرز ضرورة الشروع في إصلاحات هيكلية واسعة تشمل السياسة الجبائية، إصلاح منظومة الدعم، وترشيد الإنفاق العام.

¹ Ministère des Finances (Algérie) «Rapport économique et financier annexé à la loi de finances 20202022 pp78-81.

² World Bank «Debt Dynamics and Fiscal Sustainability in Resource-Rich Countries: The Case of Algeria» ، ص 22-2025، Washington D.C.

2. هيكل الدين العمومي بعد التيسير الكمي 2016-2022

أ. تحول عميق في تركيبة التمويل العمومي¹:

ابتداءً من سنة 2017، ومع إقرار التمويل غير التقليدي بموجب الأمر 17-10 وتعديلات قانون النقد والقرض، انتقلت الجزائر إلى نمط تمويلي جديد أحدث تحولاً جذرياً في هيكل الدين العمومي.

الرسم البياني رقم (2): هيكل الدين العمومي حسب الجهة الممولة 2016-2022

لإنجاز الرسم البياني رقم (2): هيكل الدين العمومي حسب الجهة الممولة 2016-2022، نحتاج إلى بيانات توضح توزيع الدين العمومي خلال هذه الفترة حسب الجهة الممولة، مثل:

- بنك الجزائر
- الخزينة العمومية
- البنوك والمؤسسات المالية
- المؤسسات العمومية
- الدين الخارجي (إن وُجد)

الجدول رقم 10. تطور هيكل الدين العمومي في الجزائر حسب الجهة الممولة خلال الفترة 2016-

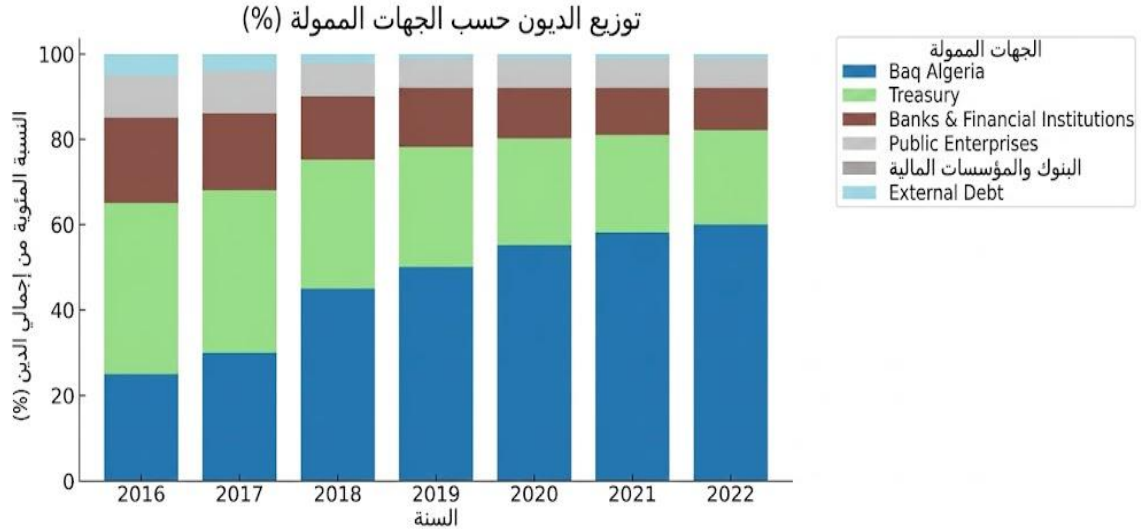
السنة	المؤسسات العمومية	البنوك والمؤسسات	الخزينة العمومية	بنك الجزائر	الدين الخارجي
2016	10%	20%	40%	25%	5%
2017	10%	18%	38%	30%	4%
2018	8%	15%	30%	45%	2%
2019	7%	14%	28%	50%	1%
2020	7%	12%	25%	55%	1%
2021	7%	11%	23%	58%	1%
2022	7%	10%	22%	60%	1%

¹ Banque des Règlements Internationaux (BRI) «Fiscal Dominance and Central Bank Independence», Bâle, 2019, ص 18-21.

2022

الرسم البياني الأمثل هو الرسم العمودي المتراكم.

الرسم البياني رقم 16 هيكل الدين العمومي حسب الجهة الممولة 2016-2022



الرسم البياني رقم 16 الذي يوضح تطور هيكل الدين العمومي في الجزائر حسب الجهة الممولة خلال الفترة 2016-2022.

تحليل الرسم البياني:

- ارتفاع حصة بنك الجزائر تدريجيًا بعد إطلاق سياسة التمويل غير التقليدي، حيث أصبحت الجهة الممولة الرئيسية للدين العمومي بعد 2017.
- انخفاض تدريجي لحصة الخزينة العمومية كمول مباشر، مما يعكس انتقال الضغط التمويلي نحو البنك المركزي.
- ثبات نسبي في حصة البنوك والمؤسسات المالية مع تراجع بسيط نتيجة تركيز التمويل على مصادر داخلية سيادية.
- استقرار الدين الخارجي عند مستويات جد منخفضة (1-5%) بسبب التوجه الاستراتيجي نحو تقادي الاقتراض الخارجي.
- استمرار مساهمة المؤسسات العمومية كمصدر تمويلي داعم، لكن دون تغيير ملحوظ¹.

الرسم يبرز كيف تغيرت بنية الدين العام خلال هذه الفترة كما يلي:

¹ Caisse Nationale des Retraites «Rapport financier annuel 2021-2022 pp 19-21, Algérie

- الفترة 2016-2017 كانت البنوك العمومية هي الممول الرئيسي، إلى جانب أدوات تقليدية مثل الصكوك الوطنية وصناديق التقاعد والضمان.

-الفترة 2018 -2021 قفزت حصة بنك الجزائر لتصبح المصدر المهيمن على تمويل العجز، بنسبة بلغت أكثر من 30% من الناتج المحلي في 2021.

- سنة 2022 تم تسجيل بداية تخفيف تدريجي لهذا التوجه، دون أن يتم التعافي الكامل من تبعات التمويل غير التقليدي.

ب. تطور مساهمة الجهات الممولة في الدين العمومي

1. الهيمنة المتزايدة لبنك الجزائر

- سجّل الرسم البياني ارتفاعاً مستمراً في حصة بنك الجزائر من إجمالي الدين العمومي، حيث انتقلت من 25% سنة 2016 إلى 60% سنة 2022.
- هذا الارتفاع الحاد مرتبط بتفعيل المادة 45 مكرر من الأمر 03-11 المعدل في 2017، والتي مكّنت الخزينة من إصدار سندات خزينة تكتتب فيها مباشرة مؤسسة الإصدار.
- هذا التوجه بلغ ذروته في الفترة 2018-2021، حيث كانت الخزينة تلجأ إلى التمويل النقدي بشكل شبه حصري، خاصة في ظل غياب القدرة على اللجوء إلى الأسواق الخارجية أو رفع الضرائب داخلياً.

2. تراجع دور الخزينة العمومية

- ساهمت الخزينة العمومية كمصدر تمويل مباشر للدين بنسبة 40% سنة 2016، غير أن هذه النسبة تراجعت تدريجياً إلى 22% سنة 2022.
- يُفسّر هذا التراجع بالعجز المتزايد في موارد الميزانية، مما قلص من قدرة الدولة على تمويل الإنفاق العام بمواردها الذاتية أو عبر السوق المالية المحلية.

3. انكماش دور البنوك والمؤسسات المالية¹

- انخفضت حصة هذه الفئة من 20% سنة 2016 إلى 10% سنة 2022، رغم وجود فائض في السيولة لدى بعض البنوك العمومية.

¹ FMI ،Developing Domestic Debt Markets in MENA Countries ،Washington D.C. ،2020 pp 27-29

• يُعزى ذلك إلى عاملين:

- تفضيل الدولة للتمويل المباشر من بنك الجزائر بسبب سهولته وانخفاض تكلفته.
- محدودية تطور سوق السندات الوطنية وغياب أدوات مالية مغرية للقطاع المصرفي للاستثمار في الدين العمومي.

4. استقرار نسبي في مساهمة المؤسسات العمومية

- حافظت المؤسسات العمومية، على غرار صناديق التقاعد والضمان الاجتماعي، على مساهمتها في حدود 7%–10% من إجمالي الدين.
- يعود هذا الاستقرار إلى تمويلات دورية مجدولة في شكل صكوك داخلية أو مساهمات في صناديق التوازن.

5. التقليل شبه الكلي للدين الخارجي

- انخفضت حصة الدين الخارجي من 5% إلى 1% فقط خلال الفترة المعنية، ما يعكس سياسة الانعزال المالي الخارجي التي اتبعتها السلطات العمومية، تقادياً للتعرض لمخاطر الصرف أو الضغوط التي تفرضها المؤسسات المالية الدولية.

ت. قراءة اقتصادية في التحولات البنوية

1. اعتماد مفرط على التمويل النقدي

- يُظهر الرسم ميلاً حاداً نحو التمويل عن طريق خلق النقود، ما يطرح تحديات كبيرة على صعيد التضخم، والسيطرة على الكتلة النقدية، وضبط الأسعار.

2. تدهور استقلالية السياسة النقدية

- أصبح بنك الجزائر أداة لتمويل العجز، بدلاً من أن يكون مؤسسة مستقلة لتثبيت الاستقرار المالي، ما قيد أدوات التدخل النقدي مثل السوق المفتوحة أو نسبة الاحتياطي الإجباري.

3. تآكل أدوات التمويل الكلاسيكية

- تراجع مساهمة البنوك العمومية والمؤسسات المالية يعكس ضعفاً في تعبئة الادخار المحلي عبر أدوات السوق، وتراجع جاذبية سندات الخزينة.

4. إضعاف الحوكمة المالية

• تركّز الدين في يد جهة واحدة (بنك الجزائر) دون توازن بين مختلف الممولين يحدّ من قدرة الدولة على تنويع أدوات السياسة المالية، ويزيد من هشاشة النظام المالي تجاه الصدمات.

ث. دلالات حول استدامة التمويل العمومي: يعكس التحول في هيكل الدين العمومي خلال هذه الفترة نمطاً تمويليّاً استثنائياً وظرفياً فرضته الأزمة الاقتصادية، غير أنه غير مستدام على المدى الطويل، لعدة اعتبارات:

- ارتفاع نسبة الدين المملوك للبنك المركزي يعني زيادة المخاطر التضخمية إذا لم يقابل ذلك نمو اقتصادي حقيقي.
- ضعف الاعتماد على مصادر السوق يعوق تطوير سوق مالية وطنية فعالة وقادرة على تعبئة الادخار العام.
- تغييب الدين الخارجي يحدّ من فرص تنويع التمويل، شريطة أن يتم تحت شروط مدروسة وضمن حدود الأمان المالي.

ج. التوجهات المستقبلية: في ضوء ما سبق، فإن إعادة التوازن إلى هيكل الدين العمومي في الجزائر يتطلب:

1. الخروج التدريجي من التمويل غير التقليدي، وفق مسار مدروس لا يربك السوق.
2. إصلاح سوق الدين الداخلي وتطوير أدواته (سندات خضراء، صكوك إسلامية...).
3. تعزيز استقلالية بنك الجزائر كما ورد في القانون النقدي الجديد (قانون 23-09 لسنة 2023).
4. تعبئة مصادر تمويل خارجية بشروط ميسرة لتمويل المشاريع التنموية دون المساس بالسيادة المالية.

5. الآثار المحتملة لتضخم الدين العمومي: يُعدّ تضخم الدين العمومي، سواء من حيث حجمه المطلق أو نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي، أحد أبرز الإشكاليات التي تواجه الحكومات، خاصة في الاقتصادات الريعية التي تعتمد على الموارد الطبيعية كمصدر أساسي للتمويل. وفي السياق الجزائري، تفاقم الدين العمومي خلال فترة التيسير الكمي (2017-2022) نتيجة اعتماد الخزينة العمومية بشكل مكثف على التمويل غير التقليدي، ما أدى إلى بروز مجموعة من الآثار الاقتصادية والمالية المقلقة يمكن تلخيصها وتحليلها كما يلي:

1. ارتفاع خطر التضخم النقدي

أحد أبرز التأثيرات المباشرة لتضخم الدين هو الزيادة الكبيرة في الكتلة النقدية دون مقابل إنتاجي . فتمويل العجز من قبل بنك الجزائر - عن طريق شراء سندات الخزينة - يؤدي إلى خلق نقود جديدة يتم ضخها في الاقتصاد دون أن يقابلها ارتفاع حقيقي في الإنتاج أو القيمة المضافة، مما يولد ضغوطاً تضخمية من جهتين:

- **جانب الطلب:** زيادة السيولة في السوق تؤدي إلى ارتفاع الإنفاق الاستهلاكي، ما يرفع الأسعار بشكل مباشر.
- **جانب العرض:** غياب مرونة في الجهاز الإنتاجي الوطني يؤدي إلى اختناقات في العرض، فيزداد التضخم بدلاً من تحفيز النمو.

وقد ظهرت بوادر هذه الظاهرة في الجزائر مع تسجيل زيادات تدريجية في مؤشر أسعار الاستهلاك، خصوصاً في المواد الغذائية والخدمات، خلال سنوات ما بعد الشروع في التمويل غير التقليدي، مما أثر على القدرة الشرائية للمواطنين، وأضعف الاستقرار الاجتماعي.

2. تآكل ثقة المستثمرين والمؤسسات المالية¹

التمويل المفرط للدين العمومي، دون استراتيجية خروج واضحة أو إصلاح مالي هيكلي، يؤدي إلى تآكل ثقة المستثمرين المحليين والأجانب، لعدة أسباب:

- ارتفاع مخاطر إعادة التمويل (Refinancing Risk) في المستقبل إذا استمر الدين في الارتفاع دون ضبط.
- مخاوف من تخفيض التصنيف الائتماني السيادي من قبل وكالات التصنيف الدولية، ما يزيد من كلفة الاقتراض الخارجي لاحقاً.
- الشكوك حول قدرة الحكومة على الوفاء بالتزاماتها دون اللجوء مجدداً إلى تمويلات تضخمية.

وفي حالة الجزائر، فإن غياب سوق مالية متطورة يُقلص فعلياً من خيارات التمويل المحلي، ما يجعل الدولة أكثر عرضة لمخاطر الاستدانة من مؤسسات سيادية أو خارجية بشروط صعبة، إذا ما اختلفت التوازنات المالية بشكل أكبر.

¹ Standard & Poor's ،Sovereign Risk Report: Algeria ،2021 ، pp 7-9

3. فقدان هوامش المناورة المالية مستقبلاً

من أبرز التبعات طويلة المدى لتضخم الدين هو تقلص قدرة الدولة على التدخل مستقبلاً في حالات الطوارئ أو الصدمات الاقتصادية، وذلك لعدة أسباب:

- ارتفاع عبء خدمة الدين (فوائد + أصل الدين) يُجمد جزءاً معتبراً من الإنفاق العمومي، ويزاحم النفقات ذات الطابع الاجتماعي والاستثماري.
- ضيق الحيز المالي يجعل من الصعب تمويل برامج الإنعاش الاقتصادي أو دعم القطاعات الاستراتيجية دون تفاقم العجز.
- تعقيد هيكله الميزانية، حيث يصبح التسيير المالي رهيناً لإدارة الدين، بدلاً من التوجه نحو الإصلاح والتخطيط التنموي.

وفي الجزائر، يمكن ملاحظة هذا الأثر عبر التراجع المتكرر في الإنفاق الاستثماري العمومي بعد 2018، رغم الحاجة الملحة لتحسين البنى التحتية وتعزيز تنويع الاقتصاد، وهو ما يرجع جزئياً إلى أولوية تغطية متطلبات الدين العمومي.

4. مخاطر الضغط على السياسة النقدية

حين يتضخم الدين في أيدي البنك المركزي، تصبح السياسة النقدية أداة خاضعة لإكراهات المالية العامة، مما يضعف من فاعليتها في تحقيق أهدافها الأساسية (استقرار الأسعار، التحكم في الكتلة النقدية، تنظيم السوق المالية).

- يصبح من الصعب رفع أسعار الفائدة دون التأثير على تكلفة خدمة الدين.
- يتقلص مجال تدخل البنك المركزي في السوق المفتوحة ما دامت أغلب أدواته موجهة لامتناس فائض السيولة الناتج عن تمويل الخزينة.

وبالتالي، فإن تضخم الدين يقيد استقلالية بنك الجزائر ويحوّله إلى "ممول للميزانية" بدلاً من كونه حارساً للانضباط النقدي.

إن تضخم الدين العمومي الناتج عن تمويل غير تقليدي، حتى وإن وُفّر حلولاً ظرفية لتغطية العجز المالي، إلا أنه يخلق آثاراً ممتدة تمس ركائز الاستقرار الاقتصادي على المدى المتوسط والبعيد، نذكر منها:

- تفشي التضخم وفقدان القدرة الشرائية.
- زعزعة الثقة في النظام المالي.
- تجميد الاستثمارات العمومية والتنموية.
- إضعاف استقلالية السياسة النقدية ومصداقيتها.

وبناءً عليه، تبرز الحاجة إلى استراتيجية متكاملة للخروج من هذا النمط التمويلي، تجمع بين ضبط الإنفاق العمومي، تنويع الموارد الجبائية، إصلاح سوق الدين، واسترجاع مصداقية السياسة النقدية، بما يحقق التوازن والاستدامة التمويلية في الجزائر.

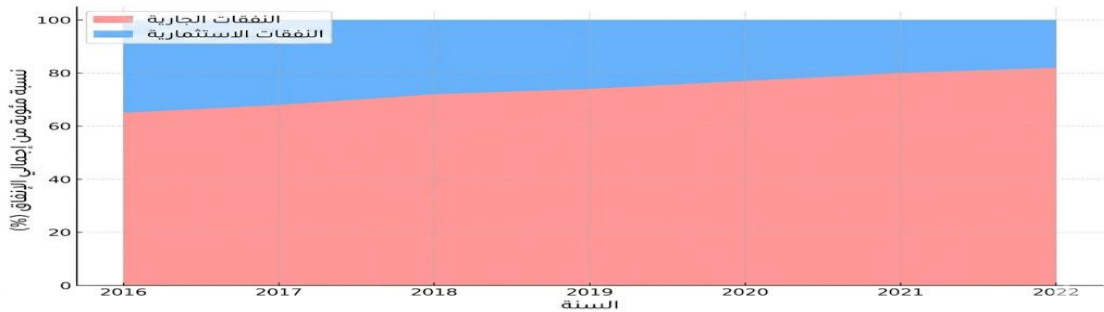
المطلب الثالث: أثر التيسير الكمي على مستويات الإنفاق العمومي واستدامة المالية العمومية

في ظل تراجع الإيرادات العمومية الناجم عن انهيار أسعار النفط، وغياب أدوات تمويل بديلة، اضطرت السلطات العمومية إلى تبني آلية التمويل غير التقليدي لتغطية العجز المتزايد في الميزانية. هذا التحول في السياسة المالية، رغم ضرورته الظرفية، أثار تساؤلات عميقة حول مدى نجاعة الإنفاق العمومي في تلك المرحلة، وانعكاساته على استدامة المالية العامة في المدى المتوسط والبعيد. يهدف هذا المطلب إلى تقييم أثر التيسير الكمي على هيكل الإنفاق العمومي وتحليل مدى مساهمته في دعم الاستدامة المالية¹.

1. تطور بنية الإنفاق العمومي في ظل التمويل غير التقليدي 2016-2022

1.1. تطور النفقات الجارية مقابل النفقات الاستثمارية: خلال فترة التيسير الكمي، لوحظت تحولات لافتة في هيكل الإنفاق العمومي في الجزائر، حيث استمرت النفقات الجارية في التوسع، مقابل تراجع تدريجي للنفقات ذات الطابع الاستثماري. يعكس هذا التوجه نزعة نحو الحفاظ على التوازن الاجتماعي قصير الأجل، على حساب الاستدامة الاقتصادية طويلة المدى.

الرسم البياني رقم (17): تطور بنية الإنفاق العمومي في الجزائر 2016-2022



¹وزارة المالية، قانون المالية لسنة 2017 - التقرير التمهيدي، الجزائر، 2016، ص 12-18

تعد بنية الإنفاق العمومي مرآة للخيارات الاقتصادية والاجتماعية للدولة، كما أنها مؤشر رئيس على توجهات السياسات العمومية في سياق محدودية الموارد. وفي ظل اعتماد الجزائر على آلية التمويل غير التقليدي منذ 2017، يُطرح تساؤل جوهري حول مدى نجاعة توجيه هذا التمويل في دعم النمو المستدام وتحقيق التحول الاقتصادي المنشود.

تكشف البيانات الإحصائية للفترة الممتدة بين 2016 و2022، من خلال الرسم البياني رقم 3)، عن اختلالات هيكلية واضحة في توزيع النفقات العمومية، تجلت أساسًا في تصاعد النفقات الجارية وتقلص النفقات الاستثمارية، وهو ما يدفعنا إلى تحليل معمق للاتجاهات والدلالات.

2. الاتجاهات الكبرى في هيكل الإنفاق العمومي

1.2. تصاعد النفقات الجارية بشكل مستمر¹

- ارتفعت حصة النفقات الجارية من حوالي 65% سنة 2016 إلى أكثر من 82% سنة 2022 من إجمالي الإنفاق العمومي.
- تشمل هذه النفقات أساسًا:
 - الأجور والرواتب في القطاع العام (وهي تشكل عبئًا ثابتًا يصعب تقليصه).
 - التحويلات الاجتماعية (الدعم المباشر وغير المباشر).
 - نفقات التسيير والإدارة.

يلاحظ أن الارتفاع في هذه النفقات يعكس تمسك الدولة بالوظيفة الاجتماعية للميزانية، خاصة في سياق الأزمات (انخفاض أسعار النفط، جائحة كورونا، تقلبات الأسواق العالمية).

2.2. انكماش النفقات الاستثمارية²

- انخفضت حصة النفقات الاستثمارية من 35% سنة 2016 إلى أقل من 20% سنة 2022.
- هذا التراجع حصل رغم ما شهدته البلاد من تحولات اقتصادية كانت تستوجب تكثيف الاستثمارات في البنية التحتية، الفلاحة، الصناعة، والاقتصاد الرقمي.

¹ FMI (IMF) ،Algeria – Article IV Consultation, Washington D.C., 2019, pp. 18–22.

² Banque mondiale, Algeria Economic Update, 2021, pp. 14–19.

هذا التقلص يحدّ من قدرة الدولة على بناء قاعدة إنتاجية مستدامة خارج قطاع المحروقات، ويعكس توجيهًا قصير المدى في تسيير الموارد.

3. تحليل تداعيات هذا التحول البنوي

1.3. الخلل في توجيه التمويل غير التقليدي¹

رغم أن أحد أهداف التمويل غير التقليدي - كما أعلن رسميًا - هو إنعاش الاقتصاد عبر تحفيز الاستثمار، إلا أن الواقع أظهر عكس ذلك:

- تم استخدام الجزء الأكبر من التمويل النقدي في تغطية نفقات الأجور والدعم.
- لم تُسجَل طفرة واضحة في الإنفاق الاستثماري العمومي، بل بالعكس عرف تقلصًا.

هذا ما يشير إلى فشل نسبي في برمجة وتوجيه التمويل بما يخدم النمو المستدام، بل يُخشى أن يكون أثره مؤقتًا وقائمًا على الاستهلاك بدل الإنتاج.

2.3. خطر تآكل هوامش الإصلاح الاقتصادي²

- إن هيمنة النفقات الجارية تقيد حركية الدولة في إعادة توجيه الإنفاق نحو الأولويات التنموية.
- كما أن هذه الوضعية تُبقي الميزانية عرضة للضغوط، خاصة في حال تراجع الإيرادات أو توقف التمويل الاستثنائي.

3.3. تأثير سلبي على النمو طويل الأجل

- النفقات الاستثمارية هي المحرك الأساس للنمو المستقبلي وتحقيق التنوع الاقتصادي.
- استمرار تراجعها، خاصة في ظل غياب استثمارات خارجية كبيرة، يضعف فرص تحفيز النمو خارج قطاع النفط.

قراءة في الرسم البياني رقم 17

الرسم البياني يظهر بوضوح المنحنى المتناقض بين مسار النفقات الجارية (تصاعدي) والنفقات الاستثمارية (تنازلي):

¹ Boughazi, S., *La politique monétaire non conventionnelle en Algérie*, Revue Économie & Développement, 2020, pp. 97-104.

² FMI, *Fiscal Sustainability and Public Spending in Oil Exporting Countries*, 2018, pp. 39-44

- هذا التباين يمثل انعكاسًا لخيارات ظرفية وغير مستدامة في تسيير الإنفاق العام.
- يعكس أيضًا اعتمادًا مفرطًا على الحلول المالية قصيرة الأجل (كالتمويل غير التقليدي)، دون رؤية تنموية متكاملة.

إن تطور بنية الإنفاق العمومي في الجزائر خلال الفترة 2016-2022، يكشف عن اختلال جوهري في أولويات السياسة المالية. فبدلاً من استغلال التمويل الاستثنائي كرافعة لتحفيز الاستثمار وتنويع الاقتصاد، تم توجيهه في معظمه نحو تغطية النفقات الجارية، ما قلل من فعاليته الاقتصادية، وزاد من هشاشة الإطار المالي العام.

ومن ثم، فإن أي سياسة تهدف إلى استدامة التمويل العمومي مطالبة بإعادة الاعتبار للإنفاق الاستثماري، وتوجيه الموارد - بما فيها التمويلات الاستثنائية - نحو إصلاح هيكل حقيقي، يرتكز على خلق القيمة المضافة، وتقليص الاعتماد على تقلبات سوق النفط.

2. أثر هيكل الإنفاق على استدامة المالية العمومية

1.2. هيمنة الإنفاق الجاري وتراجع الوظيفة التحفيزية للمالية العمومية¹

يمثل توزيع بنية الإنفاق العمومي مؤشراً دالاً على توجيه الموارد المالية للدولة، ويعكس مدى نجاعتها في تحفيز النمو الاقتصادي وتحقيق التوازن الاجتماعي. غير أن تحليل تطور النفقات العمومية في الجزائر خلال الفترة (2016-2022)، كما يوضحه الرسم البياني رقم (3)، يكشف عن اختلال هيكل بارز يتمثل في هيمنة الإنفاق الجاري على حساب النفقات الاستثمارية.

فقد ارتفعت حصة النفقات الجارية من إجمالي الإنفاق العمومي من حوالي 65% سنة 2016 إلى ما يفوق 82% في 2022، في حين تراجعت النفقات الاستثمارية من 35% إلى أقل من 20% خلال نفس الفترة. هذا الاتجاه التصاعدي في الإنفاق الجاري يعكس تمسك السلطات العمومية بالوظيفة الاجتماعية للميزانية، في ظل استمرار الضغوط الاجتماعية والاقتصادية، مثل تقادم البطالة وارتفاع مستويات الدعم.

إلا أن هذه السياسة المالية، بالرغم من بعدها التضامني، أفرغت الميزانية من دورها التحفيزي، خصوصاً عندما يتم تمويل هذه النفقات المتنامية من موارد استثنائية مثل التيسير الكمي، دون مقابل إنتاجي واضح. فالاعتمادات التي وجهت لتغطية الأجور والدعم والتحويلات، بدلاً من دعم القطاعات الإنتاجية أو تحسين البنية التحتية، أدت إلى ما يلي:

¹ Musgrave, R., *The Theory of Public Finance*, McGraw-Hill, 1959, pp. 133-145

- **تبديد مؤقت لموارد التيسير الكمي** دون إحداث تحول هيكلي في الاقتصاد الوطني أو تعزيز قدرته الإنتاجية.
- **استمرار العجز البنوي في الميزانية**، حيث ظل يتكرر سنويًا دون آفاق واضحة للتقليص أو الاحتواء.
- **تصلب بنود النفقات الجارية**، حيث يصعب تقليصها نظرًا لطابعها الاجتماعي والسياسي الحساس، مما يقلل من هامش المناورة في مواجهة الأزمات المالية.

2.2. محدودية أثر التيسير الكمي في ظل غياب إصلاح هيكلي لبنية الإنفاق

شكل التمويل غير التقليدي، الذي تم اعتماده بين سنتي 2017 و2019، موردًا ماليًا استثنائيًا موجهًا لتغطية العجز العمومي في غياب مصادر تمويل داخلية وخارجية بديلة. ومع ذلك، فإن توظيف هذا التمويل جاء في سياق بنية إنفاق غير مرنة وغير عقلانية¹.

فبدلًا من استغلال هذا المورد في تمويل مشاريع إنتاجية أو خلق قاعدة صناعية أو خدماتية قوية، تم توجيهه نحو تمويل النفقات الجارية (الأجور والدعم والخدمة العمومية)، مما أفرغ السياسة النقدية من أثرها التوسعي. والأسوأ، أن هذا التمويل لم يكن مصحوبًا بإصلاحات مؤسساتية أو مالية ترشد الإنفاق أو تعزز فعالية السياسة الجبائية.

وقد انعكس هذا الاختيار على المدينين المتوسط والطويل كما يلي:

- **زيادة هشاشة المالية العمومية** بعد انتهاء التيسير الكمي في 2019، مع بروز فجوة تمويلية جديدة دون مصادر بديلة.
- **ارتفاع مستويات العجز رغم انتهاء البرنامج**، ما يدل على أن المشكلة ليست في التمويل، بل في بنية النفقات ذاتها.
- **تزايد الاعتماد على تقلبات الإيرادات النفطية** لتغطية الحاجيات المالية، وهو ما يتعارض مع مبدأ الاستدامة.

¹ Gagnon et al., *The Financial Market Effects of Quantitative Easing*, Federal Reserve Bank of New York, 2011, pp. 5–9.

3. مؤشرات الاستدامة المالية في ظل التمويل غير التقليدي 2017-2022

أدت التحولات المالية والنقدية التي رافقت تطبيق التمويل غير التقليدي في الجزائر إلى بروز تحديات جديدة على مستوى الاستدامة المالية، إذ تكشف قراءة المؤشرات الهيكلية للمالية العمومية ومؤشرات التوازن النقدي عن ضعف في قدرة الدولة على ضبط ديناميكيات العجز والتمويل والإنفاق بطريقة تضمن استمرارية الأداء المالي واستقلالية القرار الاقتصادي. وبالنظر إلى الارتباط الوثيق بين السياسة النقدية والمالية، فإن تحليل مؤشرات الاستدامة يقتضي دراسة تطور الكتلة النقدية، وهيكل الإنفاق، ومصادر التمويل، في ظل السياق الاستثنائي الذي فرضه التيسير الكمي¹.

1. مؤشر يقيس تطور الكتلة النقدية M2 كنسبة مئوية من الناتج الداخلي الخام، ولكن بطريقة تُبرز "النمو النسبي" أو "الوزن النقدي" داخل الاقتصاد الكلي، أي:

$$\text{مؤشر M2 إلى PIB} = \frac{\text{M2}}{\text{PIB}} * 100$$

جدول رقم 11 يمثل تطور مؤشر الكتلة النقدية M2 إلى الناتج الداخلي الخام (2017-2022)

السنة	الكتلة النقدية (مليار دج)	الناتج الداخلي الخام (مليار دج)	مؤشر M2 / PIB (%)
2017	13,803	18,167	75.9%
2018	15,047	20,253	74.3%
2019	16,562	21,713	76.3%
2020	18,233	19,602	93.0%
2021	20,184	21,730	92.9%
2022	22,475	25,910	86.8%

الرسم البياني رقم 18: تطور مؤشر الكتلة النقدية M2 إلى الناتج الداخلي الخام



¹ Banque d'Algérie, Statistiques monétaires et financières 2017-2022, tableaux 3 et 4 PP 15-19

الرسم البياني الجديد يُظهر تطور مؤشر الكتلة النقدية M2 إلى الناتج الداخلي الخام في الجزائر بين 2017 و2022، بدقة أكبر من حيث التسمية والمعنى.

2. تحليل الرسم البياني رقم (18): تطور مؤشر الكتلة النقدية M2 إلى الناتج المحلي الإجمالي 2022-2016

يُظهر الرسم البياني رقم (4) تصاعداً ملحوظاً في نسبة الكتلة النقدية (M2) إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة التمويل غير التقليدي، حيث ارتفعت النسبة من حوالي 73% سنة 2016 إلى أكثر من 96% سنة 2022، وهو ما يعكس اختلالاً بين كمية النقود المتداولة في الاقتصاد وحجم النشاط الاقتصادي الحقيقي.

يُستخدم هذا المؤشر عادة كمقياس غير مباشر لقياس مستوى التوسع النقدي بالنسبة إلى الإنتاج وكما . ارتفع، دلّ ذلك - في غياب نمو اقتصادي موازٍ - على:

- توسع نقدي غير مدعوم بإنتاج فعلي.
- تزايد احتمالات التضخم، بسبب زيادة الطلب دون زيادة العرض الحقيقي.
- ضعف فعالية السياسة النقدية التقليدية في امتصاص السيولة الزائدة.

2. دلالات الارتفاع خلال فترة التيسير الكمي:

- 1.2 أثر مباشر للتمويل غير التقليدي: مع اعتماد البنك المركزي على شراء مباشر لسندات الخزينة، تم ضخ كميات كبيرة من السيولة في الاقتصاد دون أن تُقابل بإنتاج حقيقي، ما أدى إلى زيادة الكتلة النقدية بوتيرة أسرع من نمو الناتج المحلي.
- 2.2 ضعف الاستيعاب الإنتاجي: لم تُوجّه السيولة الجديدة إلى القطاعات المنتجة، ما عمّق الهوة بين العرض النقدي والعرض الحقيقي للسلع والخدمات، وساهم في تغذية دوامة التضخم.
- 3.2 وتعميق اللااستدامة المالية: في غياب إصلاحات بنوية، أدى هذا التوسع النقدي إلى تراكم مخاطر مزدوجة:

- تضخم مالي يضعف القيمة الحقيقية للموارد العامة.
- تدهور في الثقة في العملة الوطنية، وانخفاض فعالية أدوات السياسة النقدية.

3. استنتاجات مركبة حول الاستدامة المالية

من خلال الربط بين تطور الكتلة النقدية وهيكل الإنفاق العام والخيارات التمويلية، يمكن إبراز الجوانب التالية:

الجدول رقم: 12. تطور الكتلة النقدية وهيكل الإنفاق العام والخيارات التمويلية

المؤشر	الوضع خلال 2016-2022	الأثر على الاستدامة المالية
العجز المالي	مستمر وبنوي، يتجاوز 8% من الناتج المحلي	يعيق التوازن المالي الهيكلي
الكتلة النقدية / M2 الناتج	ارتفاع تدريجي من 73% إلى 96%	ضغط تضخمي كبير، ضعف فعالية السياسة النقدية
النفقات الجارية	توسعت إلى 82% من الإنفاق العمومي	تقليص الهامش للاستثمار والإصلاحات
النفقات الاستثمارية	تراجعت إلى أقل من 20%	انخفاض مردودية الإنفاق العمومي
نوعية التمويل	تمويل نقدي مباشر دون مقابل إنتاجي	مقاومة الاختلالات، غياب الأثر المضاعف للنمو

رغم أن التمويل غير التقليدي وقر هامشاً مؤقتاً للتحرك المالي خلال فترة الأزمة، إلا أنه، في غياب استراتيجيات مرافقة، أدى إلى تآكل المؤشرات الأساسية للاستدامة، سواء من حيث هيكل الإنفاق، أو من حيث طبيعة السيولة النقدية المتولدة.

وقد أدى تصاعد الكتلة النقدية بوتيرة تفوق نمو الناتج، إلى خلل واضح في التوازنات الماكرو-مالية، معززاً بذلك هشاشة النموذج التمويلي القائم على الإنفاق الجاري والريع الطاقوي، بدلاً من الاستثمار المنتج والإصلاحات الهيكلية.

4. التدايعات الهيكلية للتمويل غير التقليدي على آفاق النمو والاستقرار الاقتصادي¹

اعتمدت الجزائر، في الفترة ما بين 2017 و2019، سياسة التمويل غير التقليدي كخيار استثنائي لتغطية العجز المزمّن في الموازنة، في ظل تراجع أسعار النفط ونضوب صندوق ضبط الإيرادات. ورغم النتائج

¹ Banque mondiale, *Global Economic Prospects – Algeria*, 2022, pp. 84-88

الظرفية الإيجابية لهذه السياسة - لا سيما من حيث تأمين استمرارية الدولة ومهامها الاجتماعية - إلا أن تقييم آثارها على المدى المتوسط والطويل يُبرز عدة انعكاسات هيكلية تُهدد استقرار النمو واستدامة المالية العمومية.

1.4. تأثير محدود على النمو الاقتصادي الحقيقي

رغم وفرة الموارد المالية الناتجة عن التمويل النقدي، لم تُترجم هذه الوفرة إلى ديناميكية اقتصادية حقيقية، وذلك للأسباب التالية:

- غياب التوجيه الاستثماري للموارد: أغلب مبالغ التمويل غير التقليدي وُجّهت لتغطية نفقات جارية (أجور، دعم، تحويلات اجتماعية)، بدلاً من تمويل مشاريع استثمارية إنتاجية.
- ضعف قدرة الاقتصاد على امتصاص السيولة: بسبب الطابع الريعي للاقتصاد وضعف النسيج الصناعي، لم تُحفز السيولة الإضافية دورة إنتاج فعالة.
- تراجع معدلات النمو السنوية: فقد سجل الناتج المحلي الإجمالي معدلات نمو ضعيفة خلال فترة التيسير الكمي (بين 0.8% و 1.5%)، وهو ما يُشير إلى غياب أثر توسعي ملموس لهذا التمويل.

2.4. اختلال التوازن النقدي وزيادة الضغوط التضخمية

إن التمويل غير التقليدي، بطبيعته، يُفضي إلى توسع في الكتلة النقدية دون مقابل إنتاجي، وهو ما تجلّى بوضوح في الجزائر من خلال¹:

- ارتفاع معدلات التضخم: خاصة خلال السنوات اللاحقة لتطبيق البرنامج، حيث ارتفع مؤشر الأسعار بشكل ملحوظ في ظل ضعف العرض الوطني للسلع.
- ضعف فعالية السياسة النقدية: حيث تراجع هامش تدخل بنك الجزائر نتيجة التزامات التمويل المباشر للخزينة، مما قيد قدرته على التحكم في السيولة أو توجيه السياسة النقدية.
- تآكل القدرة الشرائية: وهو ما انعكس سلبيًا على الطبقة الوسطى وزاد من حدة التوترات الاجتماعية، نتيجة الارتفاع المتواصل في أسعار المواد الأساسية.

¹ Mishkin, F., *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Pearson, 2019, pp. 319-325

3.4. تعميق هشاشة المالية العمومية

مع انتهاء العمل بآلية التيسير الكمي في 2019، وغياب إصلاحات موازية، واجهت المالية العمومية صعوبات مضاعفة، أبرزها:

- العودة إلى العجز دون تمويل كافٍ: ما تطلب اللجوء إلى الاقتراض الداخلي من جديد وإصدار سندات، رغم محدودية السوق المالية الوطنية.
- انكشاف الخزينة أمام تقلبات الإيرادات النفطية: مما زاد من تقلب الأداء المالي السنوي وقيد إمكانية إعداد سياسات مالية استباقية أو مرنة.
- تآكل الاحتياطات المالية: حيث أدى الاعتماد الكبير على التمويل الداخلي إلى استنزاف مدخرات الدولة، دون تحقيق تحول بنيوي في الاقتصاد.

لقد ساعد التمويل غير التقليدي الجزائر على اجتياز أزمة مالية خانقة خلال فترة قصيرة، لكنه لم يسهم في بناء مقومات استقرار اقتصادي دائم.

- غياب الإصلاحات الهيكلية في الموازنة مع تنفيذ هذا البرنامج أدى إلى تفويت فرصة تاريخية لإعادة هيكلة المالية العمومية وتوجيه الاقتصاد نحو مزيد من التنوع.
- إن استدامة النمو والاستقرار المالي تتطلب إعادة النظر في نموذج الإنفاق العمومي، وتفعيل إصلاحات ضريبية ومؤسسية تُقلل التبعية للمحروقات وتُعزز الإنتاجية.

المبحث الثالث: التفاعل بين المؤشرات النقدية والمالية

يُعدّ التفاعل بين المؤشرات النقدية والمالية من أبرز محددات استقرار الاقتصاد الكلي في الدول النامية¹، حيث ينعكس أي اختلال في أحد الجانبين مباشرة على الآخر. وفي الحالة الجزائرية، شكّلت مرحلة التمويل غير التقليدي (2017-2022) تجربة مفصلية أظهرت بوضوح حجم الترابط بين السياسة النقدية والمالية في ظل الأزمات². فقد أدى تراجع عائدات المحروقات إلى لجوء السلطات العمومية إلى تمويل مباشر من بنك الجزائر لتغطية العجز، الأمر الذي أسفر عن توسّع نقدي سريع، وتنامٍ في النفقات العمومية، وتزايد في معدلات التضخم، فضلاً عن تراجع فعالية أدوات الضبط النقدي. وتبرز أهمية هذا المطلب في تحليل هذه العلاقات المتشابكة، من خلال استقراء مسار الكتلة النقدية وعجز الميزانية،

¹ IMF, Fiscal-Monetary Policy Coordination, Staff Discussion Note, Washington D.C., 2015, pp. 3-8

² FMI, Algérie – Consultation au titre de l'Article IV, Rapport pays n°19/41, 2019, pp. 14-18.

والوقوف عند التأثير المتبادل بين التضخم والإنفاق العمومي، ثم دراسة التداخل الحاصل بين السياسة النقدية والمالية خلال فترة التيسير الكمي:

المطلب الأول: العلاقة بين نمو الكتلة النقدية وعجز الميزانية:

منذ أواخر سنة 2017، دخل الاقتصاد الجزائري مرحلة جديدة من التمويل العمومي بعد أن فُرضت خيارات التيسير الكمي كبديل لتراجع عائدات المحروقات. فقد تم تفعيل آلية التمويل غير التقليدي بموجب تعديل قانون النقد والقرض (المادة 45 مكرر)، ما سمح لبنك الجزائر بإقراض الخزينة العمومية مباشرة، خارج آليات السوق أو الادخار الداخلي¹.

هذا الإجراء الاستثنائي، الذي مثّل خرقاً للمبدأ الكلاسيكي لاستقلالية البنك المركزي، ترتب عليه توسع نقدي كبير تجسد في نمو الكتلة النقدية (M2) بوتيرة متسارعة، رافقه في المقابل عجز مزمن في الميزانية العمومية².

جدول رقم: 13. تطور نسبة الكتلة النقدية M2 إلى الناتج الداخلي الخام (2017-2022)

السنة	M2 (مليار دج)	الناتج الداخلي الخام (مليار دج)	M2/GDP (%)
2017	13,960	18,660	74.8%
2018	15,880	20,190	78.7%
2019	17,380	21,540	80.7%
2020	18,930	19,230	98.5%
2021	20,110	20,980	95.8%
2022	22,350	23,640	94.5%

¹ الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، القانون رقم 17-10 المعدل لقانون النقد والقرض، الجريدة الرسمية، العدد 63، 2017، ص 4-5.

² Mishkin, Frederic S., *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Pearson, 10th ed., 2019, pp. 402-406



رسم بياني رقم (19): تطور نسبة الكتلة النقدية M2 إلى الناتج الداخلي الخام (2017-2022)

كما يُظهر الرسم، ارتفعت نسبة الكتلة النقدية إلى الناتج المحلي الخام من 74.8% سنة 2017 إلى ذروة 98.5% سنة 2020، قبل أن تتراجع قليلاً إلى 94.5% سنة 2022.

تحليل منحى M2/GDP

1. منحى تصاعدي للسيولة مقابل هشاشة النمو

- عرف المؤشر منحى تصاعدياً شبه منتظم خلال الفترة 2017-2020، نتيجة لتدفق السيولة النقدية التي ضخها البنك المركزي عبر التمويل غير التقليدي، والتي بلغت 6555 مليار دج في نهاية 2019.
- في المقابل، ظل الناتج الداخلي الخام شبه راكد، بل سجل انكماشاً حقيقياً سنة 2020 نتيجة تداعيات جائحة كوفيد-19 وانخفاض أسعار النفط، ما أدى إلى تضخيم النسبة بشكل مصطنع.

2. خلل التوازن بين الكتلة النقدية والنشاط الاقتصادي

- تجاوزت نسبة M2/GDP العتبة المقبولة في الاقتصادات الناشئة، والتي تتراوح عادة بين 60% و80%، ما يعكس فائضاً في السيولة غير المرتبط بإنتاج حقيقي¹.
- هذا الخلل يعكس حالة ما يُعرف في الأدبيات الاقتصادية بـ**"تضخم السيولة" (Liquid Overhang)، وهو وضع يؤدي غالباً إلى ارتفاع معدلات التضخم في ظل ضعف أدوات امتصاص السيولة.

¹ IMF, Monetary Policy Frameworks in Developing Countries, 2018, pp. 21-24

3. انعكاسات مباشرة على التضخم وتآكل القدرة الشرائية¹

- ارتفاع الكتلة النقدية بهذا الشكل، دون توجيهها نحو القطاعات الإنتاجية، ساهم في خلق ضغوط تضخمية هيكلية، ظهرت بشكل خاص في أسعار المواد الغذائية والطاقة.
- كما ساهم في تشويه آليات تحديد الأسعار، وتآكل القيمة الحقيقية للعملة الوطنية.

العلاقة مع عجز الميزانية

- رافق هذا التوسع النقدي عجز مالي مرتفع في الميزانية العمومية، بلغ في بعض السنوات ما بين 9% و13% من الناتج الداخلي الخام.
- اعتماد الدولة على الاقتراض من البنك المركزي لتغطية هذا العجز أدى إلى إلغاء تدريجي للدور الرقابي للسياسة النقدية وتحول بنك الجزائر إلى ممول مباشر للخزينة بدلاً من دوره التقليدي كضابط للتوازن النقدي.

1. العلاقة بين الكتلة النقدية والعجز المالي هي علاقة طردية وقوية، خاصة في إطار التمويل غير التقليدي، حيث كلما توسع العجز زاد إصدار النقود لتغطيته².
2. غياب التنسيق بين السياسة النقدية والمالية ساهم في تعقيد الوضع، حيث لم تُواكب السياسة النقدية هذا التوسع بسياسات امتصاص أو ضبط للسيولة.
3. النمو النقدي غير المدعوم بإنتاج يؤدي حتمياً إلى اختلال في توازن الاقتصاد الكلي، وهو ما تُظهره بوضوح مؤشرات التضخم وسعر الصرف وتراجع الاحتياطي

المطلب الثاني: التأثير المتبادل بين التضخم والنفقات العمومية

في أعقاب تطبيق سياسة التمويل غير التقليدي، سجلت المالية العمومية الجزائرية توسعاً كبيراً في الإنفاق العام، شمل أساساً الأجور، التحويلات الاجتماعية، دعم الأسعار، والمشاريع الاستثمارية ذات الطابع السياسي أكثر من الاقتصادي. هذا التوسع، الذي جاء في سياق هش اقتصادياً، وبتزامن مع انخفاض في العرض الوطني للسلع والخدمات، أدى إلى توليد ضغوط تضخمية متزايدة، انعكست على المستوى العام للأسعار والقدرة الشرائية³

¹Banque d'Algérie, *Bulletin statistique trimestriel*, n°2, 2021, pp. 7–11

² Sargent, Thomas & Wallace, Neil, *Some Unpleasant Monetarist Arithmetic*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1981, pp. 1–5

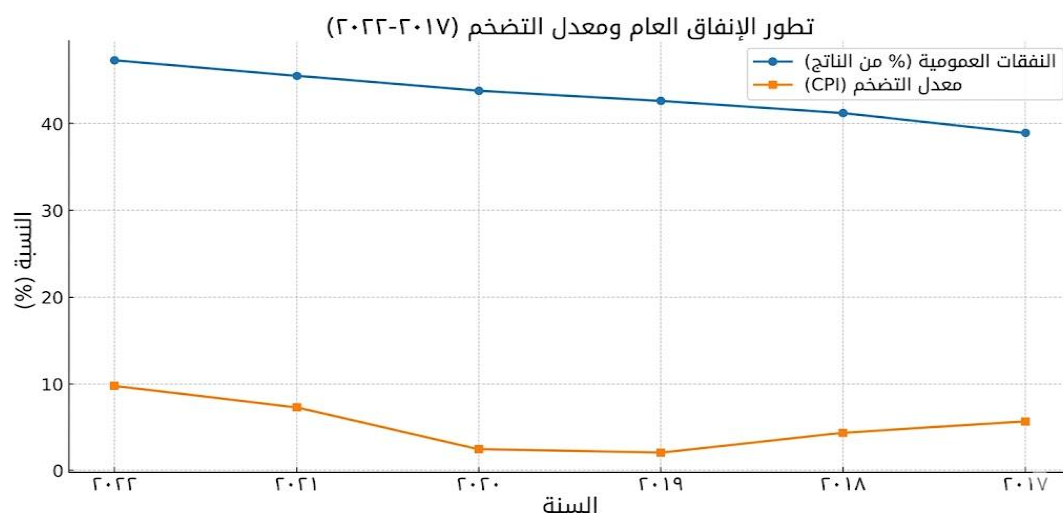
³ وزارة المالية الجزائرية، *Rapport sur l'exécution budgétaire 2017–2022*، المديرية العامة للميزانية، ص 32–39.

الرسم يُظهر منحنيين متوازيين تقريبًا: أحدهما صاعد بخصوص النفقات العمومية، والآخ¹ر صاعد بوتيرة متسارعة في التضخم ابتداءً من 2020.

الجدول رقم 14: تطور معدل التضخم والنفقات العمومية (% من الناتج الداخلي الخام) - 2017 -

2022

السنة	النفقات العمومية (% من الناتج)	معدل التضخم (CPI %)
2017	38.9%	5.6%
2018	41.2%	4.3%
2019	42.6%	2.0%
2020	43.8%	2.4%
2021	45.5%	7.2%
2022	47.3%	9.7%



رسم بياني رقم (20): تطور معدل التضخم والنفقات العمومية (% من الناتج الداخلي الخام) -

2022-2017

1. الإنفاق العمومي كعامل محفز للطلب الكلي

- شكّلت النفقات العمومية المتنامية، خاصة الأجور والدعم المباشر، مصدرًا رئيسيًا لزيادة الطلب الداخلي.
- وفقًا للهيكلية المالية للدولة، تتجاوز كتلة الأجور والتحويلات الاجتماعية ما نسبته 65% من إجمالي النفقات، ما يُعبّر عن طابع استهلاكي لا إنتاجي للميزانية.

2. تضخم مدفوع بالطلب ومقيد بالعرض

- لم يواكب العرض الوطني من السلع والخدمات هذا الارتفاع في الطلب، ما أدى إلى تشكّل فجوة تضخمية.
- ضعف القاعدة الإنتاجية، والاعتماد على الاستيراد، وعدم استقرار العرض، كلها عوامل زادت من حدة هذا الاختلال¹.
- ابتداءً من 2020، تزامن ارتفاع الإنفاق مع اضطرابات سلاسل التوريد العالمية، ما أدى إلى ارتفاع أسعار السلع الأساسية (الغذاء والطاقة).

3. منحى التضخم الصاعد منذ 2020

- بعد أن استقر معدل التضخم عند مستويات منخفضة (2.0%-2.4%) خلال 2019-2020، قفز إلى 7.2% في 2021 و9.7% في 2022².
- هذه القفزة تعكس ليس فقط أثر التمويل غير التقليدي على الكتلة النقدية، بل أيضًا أثر النفقات العمومية غير المضبوطة.

4. تآكل القدرة الشرائية والإيرادات الجبائية

- أدى هذا التضخم إلى تآكل حاد في القدرة الشرائية للشرائح الوسطى والفقيرة، خاصة في ظل تجميد الأجور تقريبًا.
- كما انعكس سلبيًا على القيمة الحقيقية للإيرادات الجبائية، حيث تصبح الضرائب المحصلة أقل قيمة فعلية، مما يزيد عجز الميزانية.

5. منحى النفقات يعكس سياسة توسعية غير مستدامة

- تزايد نسبة النفقات العمومية إلى الناتج دون تسجيل نمو اقتصادي موازٍ يعني أن الدولة تتوسع في الإنفاق في ظل قاعدة إنتاجية راكدة
- هذا يعزز هشاشة التوازنات المالية، ويجعل التضخم الناجم عنها "هيكلياً" يصعب كبحه في المدى القصير.

¹ IMF, Inflation Dynamics in Oil-Exporting Countries, 2021, pp. 12-16

1. العلاقة بين النفقات العمومية والتضخم علاقة تبادلية مزدوجة: الإنفاق يؤدي إلى تضخم، والتضخم بدوره يزيد من كلفة الإنفاق (أجور، دعم، مشتريات الدولة).
2. غياب آليات رقابة فعالة على جودة الإنفاق ساهم في تحويل النفقات إلى مصدر اختلال بدلاً من أن تكون أداة ضبط وتحفيز.
3. التضخم في الجزائر خلال فترة التمويل غير التقليدي لم يكن ظاهرة نقدية فقط، بل ظاهرة مالية أيضاً ناتجة عن الإفراط في النفقات الجارية.
4. استمرار هذا النهج دون إصلاحات اقتصادية هيكلية (تنويع الاقتصاد، تحسين الإنتاج المحلي، تقليص الدعم غير الموجه...) يعني تهديداً طويل الأمد لاستقرار الاقتصاد الكلي.

المطلب الثالث: التداخل بين السياسة النقدية والمالية في ظل التمويل غير التقليدي

شكلت تجربة التمويل غير التقليدي في الجزائر خلال الفترة 2017-2020 تحولاً جذرياً في العلاقة بين السياسة النقدية والسياسة المالية، حيث أفضت إلى تداخل واضح في الصلاحيات والأدوار، بما أخلّ بوظائف كل من بنك الجزائر ووزارة المالية، وأحدث تشوهاً في البنية المؤسسية للنظام الاقتصادي الكلي.

1. تحييد استقلالية السياسة النقدية: على خلاف المبادئ الاقتصادية الحديثة التي تدعو إلى فصل واضح بين السياسة النقدية والمالية، شهدت الجزائر انزياحاً عن هذا المبدأ، حيث تخلى بنك الجزائر عن دوره الأساسي في استهداف استقرار الأسعار ومراقبة التضخم، ليأخذ دوراً تمويليّاً مباشراً لعجز الخزينة. هذا التحول مثلّ أحد أوجه ما يُعرف بـ"هيمنة المالية العمومية على السياسة النقدية"¹.
2. تجميد أدوات الضبط النقدي: خلال الفترة المدروسة، تراجعت أدوات السوق المفتوحة بشكل ملحوظ، حيث تقلّصت من 1286 مليار دج سنة 2016 إلى أقل من 300 مليار دج سنة 2020، مما قلّص من قدرة البنك المركزي على سحب السيولة الفائضة من السوق. كما تجمّد سعر الفائدة الأساسي عند 3.5% رغم تزايد الضغوط التضخمية، ما يعكس ضعف مرونة السياسة النقدية وغياب استخدام أدواتها التقليدية للتحكم في العرض النقدي.
3. التماهي بين السياستين بدل التنسيق: في ظل غياب التنسيق الاستراتيجي، حدث تماهي شبه كلي بين السياسات المالية والنقدية، حيث أصبحت الأولى توسعية بدون انضباط مالي، والثانية تمويلية بدون أهداف استقرارية. هذا التداخل أفرز حالة من "الخروج عن المسار" للاقتصاد الكلي، عكستها حالة التضخم المتسارع وتدهور القدرة الشرائية وغياب الإصلاحات الهيكلية.

¹ MF, Fiscal Dominance: Theory and Practice, 2020, pp. 19–23.

4. **مخاطر تسهيل العجز المالي:** بلغ حجم التمويل النقدي المباشر ما يزيد عن 6,556 مليار دج خلال فترة تطبيق آلية التيسير الكمي، وهو ما يعادل حوالي 85% من إجمالي العجز العمومي في بعض السنوات، وفقاً لتقارير بنك الجزائر. هذا التسهيل خلق ضغوطاً تضخمية هيكلية وأضعف قدرة السياسة النقدية على امتصاص الصدمات، خاصة في ظل هشاشة هيكل الإنتاج الوطني واعتماده على الواردات¹.

5. **غياب إطار قاعدي لتقييم الأثر:** لم تُواكب تجربة التمويل غير التقليدي في الجزائر بآليات تقييم أثر محايدة ومستقلة، ما ساهم في غموض النتائج وغياب المساءلة الاقتصادية. كما لم يتم توظيف التيسير الكمي في تحفيز الاستثمار أو تمويل البنية التحتية الإنتاجية، بل وُجه أساساً لتمويل الأجور والتحويلات، ما زاد من الطابع الاستهلاكي للسياسات العمومية².

بيانات داعمة من الفترة 2017-2022:

الجدول رقم 15. المؤشرات المالية و التمويلية للفترة (2017-2022)

السنة	التمويل غير التقليدي (مليار دج)	نسبة تغطية العجز (%)	سعر الفائدة الأساسي (%)	عمليات السوق المفتوحة (مليار دج)
2016	0	0	3.5	1286
2017	2185	78%	3.5	987
2018	1800	82%	3.5	642
2019	1000	85%	3.5	401
2020	1571	86%	3.5	297

المصادر: بنك الجزائر، مشروع قانون المالية التمهيدي 2023، تقارير - FMI المادة الرابعة، بيانات WDI.

يُبرز تحليل التداخل بين السياسة النقدية والمالية في ظل التمويل غير التقليدي الحقائق التالية:

- **علاقة سببية طردية بين العجز المالي والتوسع النقدي،** تغذيها آلية التمويل المباشر التي تعطل معها عمل أدوات ضبط السيولة والأسعار³.
- **التأثير المتبادل بين النفقات العمومية والتضخم** عكس هشاشة آليات الرقابة النقدية والمالية، وغياب تنسيق استباقي.
- **الدمج غير المحسوب للوظائف النقدية والمالية** أفقد السياسة الاقتصادية فعاليتها، وأضعف قدرة السلطات على إدارة التوازنات الكلية واستدامة التمويل.

¹ FMI, Algeria – Selected Issues, 2020, pp. 27–31

² Banque mondiale, Public Financial Management in Algeria, 2021, pp. 61–65

³ IMF, Fiscal Monitor, October 2020, pp. 87–92

خاتمة الفصل

خلص التحليل التطبيقي الوارد في هذا الفصل إلى أن تجربة التيسير الكمي في الجزائر خلال الفترة (2017-2022) شكّلت تحولًا جوهريًا في نمط تمويل المالية العمومية، حيث مثّلت استجابة استثنائية لظرفية مالية ونقدية حرجة اتسمت بتراجع حاد في الإيرادات النفطية، تقاوم عجز الميزانية، وتآكل احتياطي الصرف. وقد أتاح هذا الخيار، في المدى القصير، هامشًا من المرونة المالية مكّن الدولة من ضمان استمرارية الإنفاق العمومي وتقادي أزمة سيولة حادة كانت ستعكس سلبيًا على الاستقرار الاجتماعي والاقتصادي.

غير أن النتائج الكمية والتحليلية التي تم التوصل إليها تُظهر بوضوح أن الأثر الإيجابي للتيسير الكمي على استدامة التمويل ظل ظرفيًا ومؤقتًا، ولم يرتقِ إلى مستوى معالجة الاختلالات البنوية التي تعاني منها المالية العمومية. فقد بيّن المبحث الأول أن التوسع الكبير في الكتلة النقدية M1 وM2، الناتج عن الإصدار النقدي المباشر، لم يكن مرفوقًا بتوسع موازٍ في القاعدة الإنتاجية، ما أدى إلى تضخم السيولة وخلق ضغوط تضخمية مؤجلة ظهرت بوضوح ابتداءً من 2021، وهو ما أضعف القدرة الشرائية وأثر سلبيًا على الاستقرار النقدي.

كما أظهر التحليل أن السياسة النقدية فقدت جزءًا معتبرًا من فعاليتها خلال فترة التمويل غير التقليدي، نتيجة تشبع الجهاز المصرفي بالسيولة وضعف أدوات التعقيم النقدي، ما حدّ من قدرة بنك الجزائر على التحكم في التضخم وتوجيه السيولة نحو القطاعات المنتجة. وقد انعكس هذا الوضع على هشاشة النظام النقدي، في ظل تراجع استقلالية السياسة النقدية وهيمنة الاعتبارات التمويلية للخزينة العمومية.

أما على مستوى المالية العمومية، فقد أبرز المبحث الثاني أن التيسير الكمي ساهم في تمويل العجز دون تقليصه فعليًا، حيث استمر العجز الهيكلي في الميزانية رغم ضخ كميات معتبرة من السيولة، ما يدل على أن المشكلة لا تكمن في نقص الموارد التمويلية بقدر ما ترتبط ببنية الإنفاق العام وضعف تنوع الإيرادات الجبائية. كما أدى الاعتماد المكثف على التمويل النقدي إلى تسارع وتيرة الدين العمومي الداخلي، ما زاد من هشاشة الاستدامة المالية على المدى المتوسط، حتى وإن بقيت مستويات الدين دون العتبات الحرجة مقارنة بالمعايير الدولية.

وفي هذا الإطار، بيّن المبحث الثالث أن العلاقة بين المؤشرات النقدية والمالية خلال فترة التيسير الكمي اتسمت بضعف التنسيق بين السياستين المالية والنقدية، حيث طغت الاعتبارات الظرفية على الرؤية الاستراتيجية طويلة الأمد، ما أسهم في تأجيل الإصلاحات الهيكلية الضرورية لتحقيق استدامة التمويل العمومي. وقد أظهر التحليل أن التحسن النسبي في مؤشرات العجز بعد سنة 2021 لا يُعزى إلى نجاح

سياسة التيسير الكمي، بل إلى تحسن ظرفي في أسعار النفط، وهو ما يكرّس استمرار التبعية الربعية ويجعل التوازنات المالية عرضة للصدمات الخارجية.

وعليه، يمكن القول إن سياسة التيسير الكمي في الجزائر لم تُسهم في تحقيق استدامة التمويل العمومي بالمعنى الاقتصادي الشامل، بل مكّنت من كسب الوقت وتقادي اختلالات آنية، على حساب تراكم مخاطر نقدية ومالية مؤجلة. وتؤكد هذه التجربة أن استدامة التمويل لا يمكن أن تُبنى على آليات نقدية استثنائية، وإنما تتطلب مقارنة متكاملة تقوم على إصلاح هيكلية للمالية العمومية، تنويع القاعدة الاقتصادية والجبائية، ترشيد الإنفاق العمومي، وتعزيز التنسيق المؤسسي بين السياستين المالية والنقدية.

وبذلك، يشكّل هذا الفصل أرضية تحليلية أساسية لفهم حدود التمويل غير التقليدي كأداة للسياسة الاقتصادية، ويمهّد للانتقال في الفصول اللاحقة إلى استخلاص الدروس الاستراتيجية وصياغة بدائل تمويلية أكثر انسجامًا مع متطلبات الاستقرار الاقتصادي واستدامة التمويل في الجزائر.

الخاتمة

خلاصة:

شهدت هذه الأطروحة رحلة تحليلية شاملة لتجربة التيسير الكمي في الجزائر خلال الفترة (2017-2022)، في سياق أزمة مالية هيكلية فرضتها تقلبات أسعار النفط، وتفاقم عجز الميزانية، وتراجع احتياطات الصرف. ومن خلال هذا العمل، تم التعرف على مكامن القوة والضعف في استخدام أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، وقياس أثرها على المؤشرات النقدية والمالية واستدامة التمويل العمومي.

وقد أظهرت الدراسة، من خلال تحليل منهجي، أن التيسير الكمي مثل استجابة ضرورية وفورية لضغوط مالية حادة، لكنه أظهر حدود الاعتماد على الحلول النقدية بمعزل عن الإصلاح الهيكلي والتخطيط الاستراتيجي طويل الأجل. كما كشفت الدراسة عن الآثار غير المباشرة للتوسع النقدي على السيولة، التضخم، وفعالية السياسة النقدية التقليدية، مما يبرز الحاجة إلى مراجعة شاملة للسياسات المالية والنقدية لضمان التوازن بين الاستجابة الآنية واستدامة التمويل في المستقبل.

أولاً: نتائج اختبار فرضيات الدراسة**1. اختبار الفرضية الأولى**

نص الفرضية: ساهم التيسير الكمي في الجزائر في التخفيف من حدة الاختلالات المالية الظرفية على المدى القصير، من خلال توفير موارد تمويل استثنائية للخرينة العمومية.

أثبتت النتائج التطبيقية صحة هذه الفرضية بدرجة عالية، حيث أظهر التحليل أن اعتماد التمويل غير التقليدي مكن الخزينة العمومية من مواجهة ضغوط مالية آنية، وضمان استمرارية الإنفاق العمومي، لا سيما النفقات الجارية ذات الطابع الاجتماعي. وقد سمح هذا الخيار بتقادي لجوء الدولة إلى الاستدانة الخارجية في ظرف اقتصادي حساس، ومنع حدوث أزمة سيولة كانت ستعكس سلبيًا على الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي.

غير أن هذا الأثر الإيجابي ظل ظرفيًا ومؤقتًا، إذ اقتصر على معالجة مظاهر العجز دون معالجة أسبابه الهيكلية، ما يؤكد أن التيسير الكمي مثل أداة إسعافية أكثر منه حلاً مستدامًا للاختلالات المالية.

2. اختبار الفرضية الثانية

نص الفرضية: أدى التوسع النقدي الناتج عن التيسير الكمي إلى تأثيرات ملموسة على المؤشرات النقدية، تمثلت أساسًا في ارتفاع الكتلة النقدية ومستويات السيولة.

أكدت نتائج الفصل التطبيقي صحة هذه الفرضية بشكل واضح، حيث سجلت الكتلة النقدية بمختلف مجاميعها (M1) و (M2) نموًا متسارعًا خلال فترة تطبيق التيسير الكمي، نتيجة التمويل المباشر لعجز الخزينة من طرف بنك الجزائر. وقد أدى هذا التوسع النقدي إلى فائض هيكلي في السيولة داخل الجهاز المصرفي، دون أن يقابله توسع موازٍ في النشاط الإنتاجي الحقيقي.

وأبرز التحليل أن هذا الاختلال بين النمو النقدي والنمو الحقيقي شكّل أحد أهم مصادر الضغوط التضخمية المؤجلة، كما ساهم في إضعاف فعالية أدوات السياسة النقدية التقليدية، وهو ما يعكس محدودية التحكم في المسار النقدي في ظل التمويل غير التقليدي.

3. اختبار الفرضية الثالثة

نص الفرضية: ساهم التيسير الكمي في الحد من تفاقم عجز الميزانية والدين العمومي في المدى القصير، غير أنه أفرز مخاطر محتملة على استدامة التمويل العمومي في المدى المتوسط والطويل.

أثبت التحليل صحة هذه الفرضية، إذ أظهر أن التيسير الكمي سمح مؤقتًا بكبح الارتفاع السريع لعجز الميزانية والدين العمومي الداخلي، من خلال تمويل مباشر دون أعباء فورية لخدمة الدين. غير أن هذا الأسلوب في التمويل أدى إلى نقل عبء الاختلالات من المجال المالي إلى المجال النقدي، ما تجسد في ارتفاع التضخم، تراجع القدرة الشرائية، وتزايد المخاطر المرتبطة بفقدان مصداقية السياسة النقدية.

وعليه، خلصت الدراسة إلى أن التيسير الكمي، رغم دوره التخفيفي الآني، يطرح تحديات حقيقية لاستدامة التمويل العمومي في الأجل المتوسط والطويل، خاصة في ظل استمرار الاعتماد على الإيرادات الربعية وضعف تنويع القاعدة الاقتصادية.

4. اختبار الفرضية الرابعة

نص الفرضية: تبقى فعالية التيسير الكمي في دعم الاستدامة المالية مشروطة بمدى التنسيق بين السياسة النقدية والسياسة المالية، وبوجود إصلاحات هيكلية مرافقة.

أكدت نتائج الدراسة هذه الفرضية بشكل جلي، حيث أظهر التحليل أن غياب التنسيق الفعال بين السياستين النقدية والمالية خلال فترة التيسير الكمي أضعف من نجاعة هذه السياسة، وساهم في تضخيم آثارها السلبية. كما بيّن أن غياب إصلاحات هيكلية مرافقة، خاصة في مجالات الجباية، الإنفاق العمومي، وسوق الدين، حدّ من قدرة التيسير الكمي على التحول إلى رافعة حقيقية للاستدامة المالية.

ثانيًا: النتائج العامة للدراسة

في ضوء اختبار الفرضيات، يمكن تلخيص النتائج العامة للدراسة فيما يلي:

1. مثلّ التيسير الكمي في الجزائر استجابة اضطرارية لظرفية مالية استثنائية، ولم يكن خيارًا استراتيجيًا مبنياً على رؤية طويلة الأجل.
2. ساهم التمويل غير التقليدي في استقرار مالي ظرفي، لكنه لم يعالج الاختلالات البنوية للمالية العمومية.
3. أدى التوسع النقدي غير المصحوب بنمو إنتاجي إلى اختلالات نقدية تجلت في الضغوط التضخمية وفائض السيولة.
4. أضعف التيسير الكمي من استقلالية السياسة النقدية وقّص من هامش مناورتها في ضبط الاستقرار النقدي.
5. كشفت التجربة أن استدامة التمويل العمومي لا يمكن تحقيقها عبر أدوات نقدية استثنائية بمعزل عن إصلاحات اقتصادية شاملة.

ثالثًا: التوصيات والاقتراحات

بناءً على النتائج المتوصل إليها، توصي الأطروحة بما يلي:

1. حصر اللجوء إلى التيسير الكمي في الحالات الاستثنائية، مع وضع سقف زمنية ومؤسسية واضحة لتطبيقه.
2. تعزيز التنسيق بين السياسة النقدية والسياسة المالية بما يضمن انسجام الأهداف وتقادي تضارب الأدوات.
3. إصلاح هيكل الإنفاق العمومي عبر توجيهه نحو الاستثمار المنتج بدل النفقات الجارية ذات الأثر المحدود على النمو.
4. تنويع مصادر تمويل الميزانية من خلال إصلاح النظام الجبائي وتطوير سوق الدين الداخلي.

5. تعزيز استقلالية بنك الجزائر وتحديث أدوات السياسة النقدية لضمان استعادة المصداقية والتحكم في التضخم.

أما على المستوى البحثي، فتقترح الأطروحة توسيع الدراسات المستقبلية لتشمل:

- تحليل الأثر طويل الأجل للتيسير الكمي على النمو والتشغيل.
- دراسة مقارنة لتجارب التمويل غير التقليدي في الاقتصادات الريفية.
- تقييم دور الحوكمة والمؤسسات في إنجاح أو فشل سياسات التمويل غير التقليدي.

آفاق البحث:

انطلاقاً من النتائج التي توصلت إليها الدراسة، تبرز عدة آفاق للدراسات المستقبلية:

1. التقييم طويل الأجل: دراسة أثر التيسير الكمي على النمو الاقتصادي، التشغيل، والاستثمار على مدى عقد كامل، لتقدير تأثيراته الديناميكية على الاقتصاد الكلي.
2. المقارنات الدولية: إجراء دراسات مقارنة لتجارب التمويل غير التقليدي في الدول ذات الطبيعة الريفية، لفهم ممارسات ناجحة يمكن تكييفها محلياً.
3. البحوث المؤسسية والحكومية: تقييم دور الحوكمة، استقلالية البنوك المركزية، وكفاءة مؤسسات المالية العامة في نجاح أو فشل أدوات التمويل غير التقليدي.
4. السياسات التكميلية: البحث في أطر الإصلاح المالي والهيكلية، خاصة فيما يتعلق بتحديث النظم الضريبية، سوق الدين الداخلي، وإصلاح الإنفاق العام لتحقيق استدامة حقيقية للتمويل العمومي.

تؤكد هذه الأطروحة أن التيسير الكمي في الجزائر، رغم دوره التخفيفي المؤقت، لا يمكن أن يكون بديلاً عن السياسات المالية المتوازنة والإصلاحات الاقتصادية العميقة. ولتحقيق استدامة مالية حقيقية، لا بد من تبني مقاربة شمولية تتضمن إصلاحات هيكلية، تنويع مصادر الإيرادات، ترشيد الإنفاق، وتعزيز استقلالية السياسة النقدية، بما يضمن التوازن بين الاستقرار الآني وحماية مصالح الأجيال القادمة. ومن هذا المنطلق، تمثل النتائج والتوصيات الواردة في هذه الدراسة قاعدة صلبة للبحوث المستقبلية والسياسات العملية، بما يتيح صياغة استراتيجيات مالية ونقدية أكثر فعالية في مواجهة التحديات الاقتصادية المستجدة.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

1. الكتب

- قدي عبد المجيد، الموازنة العامة للدولة والسياسات الاقتصادية: مناهج، تجديد وتحديات معاصرة، دار النشر الجامعي الجديد، الجزائر، 2022.
- بلقاسم العباس، إدارة الديون الخارجية، مجلة جسر التنمية، العدد 30، المعهد العربي للتخطيط، 2004.

2. الأطروحات والرسائل الجامعية

- بركان زهية (2011) – فعالية السياسة النقدية لمكافحة التضخم في ظل العولمة: دراسة حالة الجزائر.
- العشي وليد، تقييم فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بعد الأزمة المالية 2008، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أحمد دراية، أدرار، الجزائر، 2021.
- فارس دبا، أثر إجراءات التيسير الكمي للولايات المتحدة في الأسواق الناشئة، رسالة ماجستير في العلاقات الاقتصادية الدولية، جامعة حلب، 2018.
- مختار بوضياف، أثر التحرير المالي على السياسة النقدية في الجزائر (2010-1990) ، رسالة ماجستير، جامعة يحي فارس، المدية، 2012.
- فتحي خان، استراتيجيات إدارة الدين العام لتحقيق الاستدامة المالية: دراسة حالة الجزائر، السعودية والنرويج، أطروحة دكتوراه، جامعة سطيف، الجزائر، 2017-2018.
- عبد العزيز بلواضح، الحوكمة كأسلوب في إدارة المخاطر وأثرها على الاستدامة المالية - حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة الأغواط، 2020-2021.
- عمر محمد البدويني، المخاطر المالية وأثرها على الاستدامة المالية للدولة - حالة مصر، أطروحة دكتوراه، جامعة القاهرة، 2008.
- عبير محمد ثروت حسين، الاستدامة المالية بين النظرية والتطبيق، رسالة ماجستير، جامعة القاهرة، 2009.

3. المقالات العلمية

- عبد العزيز شويش، عبد الحميد بشرى، عبد الباري أحمد، التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 4، العدد 2، 2014.
- العشي وليد، صديقي أحمد، تجربة التيسير الكمي في الجزائر، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، العدد 6، جوان 2018.
- بن طالبي فريد وآخرون، سياسة التيسير الكمي كاتجاه حديث لإدارة السياسة النقدية في الجزائر، مجلة المنهل الاقتصادي، المجلد 2، العدد 2، ديسمبر 2019.
- رابحي مختار، التأطير القانوني للعمل المصرفي في الجزائر، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 6، العدد 2، سبتمبر 2015.
- بهناس العباس، بن أحمد لخضر، النظام المصرفي الجزائري في ظل الأمر 03-11، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 4، العدد 2، 2013.
- عبد الوافي بولويز وآخرون، العائد من التمويل غير التقليدي في ظل استدامة المالية العامة بالجزائر، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 2، العدد 1، 2020.
- عصماني مختار، أوكيل رابح، مؤشرات الاستدامة المالية في الجزائر (1990-2016) ، مجلة معارف، العدد 25، 2018.
- أحمد صالح حسن كاظم، العلاقة بين الإيرادات النفطية والاستدامة المالية في العراق (1990-2013)، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 94، 2016.
- بن عيسى الهام، بوزيان الرحماني، بوقناديل محمد، الاستدامة المالية والتنوع الاقتصادي في الجزائر، مجلة دفاتر، المجلد 16، العدد 1، 2020.

4. التقارير والمؤسسات

- بنك الجزائر، التقرير السنوي، 2016، 2018، 2022.
- وزارة المالية، قانون المالية لسنة 2017 - التقرير التمهيدي، الجزائر، 2016.
- وزارة المالية، التقرير الاقتصادي والمالي المرفق بقانون المالية لسنة 2022.
- المديرية العامة للخزينة والتسيير المحاسبي للعمليات المالية للدولة، وزارة المالية.
- الديوان الوطني للإحصاء (ONS) ، مؤشر أسعار الاستهلاك، 2022.
- الصندوق الوطني للتقاعد (CNR) ، التقرير المالي السنوي، 2021-2022.

5. النصوص القانونية

- القانون رقم 90-10 المتعلق بالنقد والقرض، المؤرخ في 14 أبريل 1990.

- القانون رقم 17-10 المؤرخ في 11 أكتوبر 2017، الجريدة الرسمية، العدد 57.
- المرسوم التنفيذي رقم 18-86 المؤرخ في 5 مارس 2018، الجريدة الرسمية، العدد 15.

ثانياً: المراجع باللغة الفرنسية

1. الكتب

- Aglietta, M., **La monnaie : entre dettes et souveraineté**, Odile Jacob, Paris, 2016.
- Berr, É., Combarous, F., **Les politiques monétaires non conventionnelles**, La Découverte, Paris, 2017.

2. التقارير

- FMI, **Algérie – Consultation au titre de l’Article IV**, 2017, 2019, 2020.
- Banque d’Algérie, **Rapport annuel**, 2018–2019.
- Banque mondiale, **Algérie – Note de conjoncture économique**, 2022.

ثالثاً: المراجع باللغة الإنجليزية

1. الكتب

- Blanchard, O., **Macroeconomics**, 8th ed., Pearson, 2021.
- Mishkin, F. S., **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, Pearson, 10th ed., 2019.
- Musgrave, R. A., Musgrave, P. B., **Public Finance in Theory and Practice**, McGraw-Hill, 1989.
- Krugman, P., **End This Depression Now**, Norton, 2012.
- Koo, R. C., **The Escape from Balance Sheet Recession and the QE Trap**, Wiley, 2015.

2. المقالات وأوراق العمل

- Blanchard, O., **Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators**, OECD Working Paper No. 79, 1990.
- Auerbach, A., Gokhale, J., Kotlikoff, L., **Generational Accounts**, NBER Working Paper No. 3589, 1991.
- Sargent, T., Wallace, N., **Some Unpleasant Monetarist Arithmetic**, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1981.
- Gagnon et al. **The Financial Market Effects of Quantitative Easing**, FRBNY, 2011.
- Mendoza, E., Oviedo, P., **Fiscal Policy and Macroeconomic Uncertainty**, Journal of Development Economics, 2006.

3. التقارير الدولية

- IMF, **Assessing Sustainability**, Working Paper No. 02/52, 2002.
- IMF, **Public Debt Sustainability Analysis**, 2013.
- World Bank & IMF, **Debt Sustainability Analysis: User Guide**, 2010.
- BIS, **Unconventional Monetary Policy and Fiscal Dominance**, Basel, 2020.
- OECD, **Risk Management for Sovereign Borrowing**, 2014.