

جامعة الجزائر 3

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه الطور الثالث علوم التسيير

تخصص: إدارة مصرفية

تحت عنوان:

نحو تفعيل أداء السوق النقدية في الجزائر

من إعداد الطالبة:

تحت إشراف:

زنوش إيمان

أ.د. قدي عبد المجيد

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	مؤسسة الانتماء	الصفة
أ.د. دريس رشيد	أستاذ	جامعة الجزائر-3	رئيسا
أ.د. قدي عبد المجيد	أستاذ مميز	جامعة الجزائر-3	مقررا
د. بوعزوز جهاد	أستاذ محاضر - أ-	جامعة بومرداس	عضوا
أ.د. سلام عبدالرزاق	أستاذ	جامعة المدية	عضوا
أ.د. جديني ميمي	أستاذ	جامعة الجزائر-3	عضوا
أ.د. عبدات عبد الوهاب	أستاذ	جامعة الجزائر-3	عضوا

السنة الجامعية 2025-2026

جامعة الجزائر 3

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه الطور الثالث علوم التسيير

تخصص: إدارة مصرفية

تحت عنوان:

نحو تفعيل أداء السوق النقدية في الجزائر

من إعداد الطالبة:

تحت إشراف:

زنوش إيمان

أ.د. قدي عبد المجيد

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	مؤسسة الانتماء	الصفة
أ.د. دريس رشيد	أستاذ	جامعة الجزائر-3	رئيسا
أ.د. قدي عبد المجيد	أستاذ مميز	جامعة الجزائر-3	مقررا
د. بوعزوز جهاد	أستاذ محاضر - أ-	جامعة بومرداس	عضوا
أ.د. سلام عبدالرزاق	أستاذ	جامعة المدية	عضوا
أ.د. جديني ميمي	أستاذ	جامعة الجزائر-3	عضوا
أ.د. عبدات عبد الوهاب	أستاذ	جامعة الجزائر-3	عضوا

السنة الجامعية 2025-2026

شكر وتقدير

أشكر الله عز وجل شكرا ينبغي لجلال وجهه وعظيم سلطانه سبحانه وتعالى أن أعانني على إتمام هذا العمل.

ويطيب لي أن أتقدم بخالص الشكر والتقدير إلى أستاذي المشرف أ.د عبد المجيد قدي لتفضله بالإشراف على هذه الأطروحة وعلى توجيهاته وارشاداته القيمة .

كما أتقدم بخالص الشكر والتقدير إلى كافة أعضاء لجنة المناقشة لتحملهم عناء قراءة هذه الرسالة وإثراءها.

الإهداء

إلى أمي أقي.....حبا وامتنانا وعرفانا بالجميل

إلى زوجي..... سندا؛ رفيق الدرب والروح

إلى أختي وفاء.....خالتي الثابتة الذي لا يميل

إلى ابني حبيبي محمد؛ فترة عيني قدوة واعتذارا عن كل تقصير

إلى كل العائلة والأصدقاء..... أهدي هذا العمل

المستخلص

المستخلص

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على مختلف التطورات التي عرفت السوق النقدية الجزائرية ، مع تحليل طبيعة العلاقة بين البنك المركزي الجزائري والبنوك التجارية في مجال إدارة السيولة، وكذا محاولة تقييم مدى فعالية أداء السوق النقدية الجزائرية، وتقييم مدى فعالية إجراءات السياسة النقدية فيها ، كما تهدف إلى تشخيص العوائق والتحديات البنوية والوظيفية التي تعيق فعالية السوق النقدية الجزائرية وتطور أسواقها الجزئية.

وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن سوق ما بين البنوك وسوق البنك المركزي هي الفضاء الوحيد لإدارة سيولة النظام المصرفي، هذا أمام ضعف هيكلي في بقية الأسواق المساندة. إذ تحتل سوق سندات الحقوق القابلة للتفاوض في سوق سندات الخزينة العمومية القابلة للتفاوض مع غياب شبه تام لإصدارات المؤسسات الاقتصادية ولشهادات الإيداع التي تصدرها البنوك. هذا القصور البنوي يعكس غياب سوق ثانوية وضعف آليات التسعير والتمويل، ما أفقد السوق النقدية الجزائرية دورها الطبيعي كقناة لتمويل الاقتصاد، وأضعف قناة سعر الفائدة في نقل إشارات السياسة إلى الاقتصاد الحقيقي، إذ عجزت هذه القناة عن نقل معدلات الفائدة من أسواق الجملة إلى أسواق التجزئة، وظلت معدلات الإقراض ثابتة لسنوات متتالية عديدة.

حسب خبراء صندوق النقد الدولي فإن هذا الغياب التام لنفاذية معدلات الفائدة يعود إلى خصائص هيكل النظام المالي، وبعد إعداد مصفوفة النظام المالي الجزائري القائمة على أربعة مؤشرات (العمق، الشمول، الكفاءة، الاستقرار المالي) وبعد مقارنة هذه المؤشرات مع مجموعة من دول العالم تبين أن السوق تعاني من مشاكل هيكلية عديدة على مستوى الاقتصاد الكلي، على مستوى النظام المصرفي وعلى مستوى السوق نفسها خصوصا فيما يتعلق بغياب صناع السوق وضعف الوساطة ونقص المنافسة، كل هذه المشاكل ومشاكل أخرى عرقلت تطور السوق وجعلتها سوق ناشئة ذات سلوك إداري بعيدا عن قوى العرض والطلب.

وقوفا على توصيات خبراء صندوق النقد الدولي وخبراء بنك إنجلترا، فإن الإصلاح يتطلب مسارا متسلسلا يبدأ بتفعيل سوق السندات الحكومية والسوق الثانوية مع ضرورة التنسيق بين السياسة المالية والنقدية، يليه تطوير أنظمة الدفع والتسوية، فسوق الريبو وسوق الأمانات، ثم العمل على زيادة التعاملات في سوق ما بين البنوك، هذا مع ضرورة توفر مجموعة من العوامل المساعدة كحجم الاقتصاد وصلابة النظام المصرفي.

الكلمات المفتاحية: سوق نقدية، سوق سندات الحقوق القابلة للتفاوض، سوق ما بين البنوك، النظام المالي،

مصفوفة النظام المالي، ARDL

Abstract

This study aims to examine the various developments experienced by the Algerian money market, analyze the nature of the relationship between the Bank of Algeria and commercial banks in the area of liquidity management, and assess the effectiveness of the Algerian money market's performance and the efficiency of monetary policy instruments therein. The study also seeks to diagnose the structural and functional constraints and challenges that hinder the effectiveness of the Algerian money market and the development of its sub-markets.

The findings indicate that the interbank market and the central bank market constitute the sole operational space for managing liquidity within the banking system, in the context of a structural weakness affecting the remaining supporting markets. Negotiable debt securities markets are essentially limited to negotiable Treasury bills, with an almost complete absence of issuances by economic enterprises and of certificates of deposit issued by banks. This structural deficiency reflects the absence of a secondary market and the weakness of pricing and financing mechanisms, which has deprived the Algerian money market of its natural role as a channel for financing the economy. It has also weakened the interest-rate channel in transmitting monetary policy signals to the real economy, as this channel has failed to pass interest rates from wholesale markets to retail markets, while lending rates have remained fixed for many consecutive years.

According to IMF experts, this complete lack of interest-rate pass-through is attributable to the structural features of the financial system. By constructing a financial-system matrix for Algeria based on four indicators—depth, inclusion, efficiency, and financial stability—and comparing these indicators with those of a group of countries, it becomes evident that the market suffers from multiple structural problems at the macroeconomic level, the banking-system level, and the market level itself. These include, in particular, the absence of market makers, weak intermediation, and limited competition. All of these issues, among others, have impeded the development of the market and rendered it an emerging market characterized by administrative behavior rather than market-driven dynamics.

In light of the recommendations of IMF experts and Bank of England specialists, reform requires a sequenced approach beginning with the activation of the government-bond market and the secondary market, coupled with strong coordination between monetary and fiscal policy. This should be followed by the development of payment and settlement systems, the establishment of repo and collateral markets, and efforts to increase interbank market transactions. Achieving these reforms, however, requires the availability of several enabling factors, including the scale of the economy and the robustness of the banking system.

Keywords: Money market, negotiable debt securities market, interbank market, financial system, financial-system matrix , ARDL

الفهارس

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتوى
	الشكر و التقدير
	الاهداء
I	الملخص
× × -VI	الفهارس
أ- س	مقدمة
ث	أهمية الدراسة
ج	أهداف الدراسة
ج	دوافع اختيار الموضوع
ح	الدراسات السابقة
د	الفجوة العرفية
ذ	إشكالية الدراسة
ذ	فرضيات الدراسة
ر	منهج وأدوات الدراسة
ر	حدود الدراسة
ز	هيكل الدراسة
الفصل الأول: المقاربة النظرية للسوق النقدية و السياسة النقدية	

02	تمهيد
02	المبحث الأول : أساسيات حول السوق النقدية
02	المطلب الأول : ماهية السوق النقدية
05	1. تعريف السوق النقدية والأجل القصير
06	2. خصائص السوق النقدية
08	3. الفرق بين السوق النقدية والسوق المالية
09	4. وظائف السوق النقدية
10	المطلب الثاني : المتدخلون على مستوى السوق النقدية
10	1. المؤسسات والأفراد التي تؤدي دور المقرضين: Les Prêteurs
11	2. المؤسسات التي تلعب دور المقترضين: Les Emprunteurs
12	3. المؤسسات ذات الدور المختلط
12	4. وسطاء السوق النقدية
13	المطلب الثالث: عمليات السوق النقدية
13	1. العمليات على بياض Opérations en blanc :
14	2. العمليات المضمونة (Opérations garanties)
17	المبحث الثاني: مكونات السوق النقدية
17	المطلب الأول: السوق النقدية ما بين البنوك
17	1. ماهية سوق ما بين البنوك
17	2. مكونات سوق ما بين البنوك

20	3. وظائف سوق ما بين البنوك
21	المطلب الثاني: سوق البنك المركزي
24	المطلب الثالث : سوق السندات القابلة للتفاوض
26	1. شهادات الإيداع القابلة للتفاوض: Les certificats de dépôt négociables
27	2. سندات الخزينة القابلة للتفاوض: Billets de trésorerie
29	3. سندات الخزينة العمومية القابلة للتفاوض
30	4. سندات متوسطة الأجل القابلة للتفاوض
31	المبحث الثالث : السياسة النقدية ومعدلات الفائدة في السوق النقدية
32	المطلب الأول : أساسيات حول السياسة النقدية
33	1- تعريف السياسة النقدية
34	2- أهداف السياسة النقدية
36	3. الابعاد التكتيكية للسياسة النقدية
41	4. السوق النقدية كشرط لنجاح مسار السياسة النقدية
42	المطلب الثاني: معدلات الفائدة في السوق النقدية
43	1. تعريف معدلات الفائدة قصيرة الأجل
43	2. أنواع معدلات الفائدة في السوق النقدية
47	3. ترتيب معدلات الفائدة في السوق النقدي
48	4. أهمية سعر الفائدة في عمل الأسواق النقدية وكيفية تحديده
50	المطلب الثالث: التحديات الحديثة وتطورات السوق النقدية

50	1. بيئة أسعار الفائدة المنخفضة والصفيرية والسلبية (Zero/Negative Interest Rate Policy - ZIRP/NIRP):
52	2. عمليات السياسة النقدية غير التقليدية
55	3. تشديد الرقابة على أسعار الفائدة المرجعية
56	4. تأثير التكنولوجيا المالية (FinTec) على السوق النقدي
56	5. تغيرات البيئة التنظيمية
56	خلاصة الفصل الأول
الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية و تحليل أداء السوق النقدية الجزائرية	
59	تمهيد
59	المبحث الأول : البنية التحتية للسوق النقدية الجزائرية
60	المطلب الأول : البنية القانونية والتاريخية للسوق النقدية الجزائرية
60	1. نشأة السوق النقدية الجزائرية وبنيتها القانونية
61	2. البنية التاريخية للسوق النقدية الجزائرية
66	المطلب الثاني : البنية المؤسساتية للسوق النقدية الجزائرية وتحليلها
66	1. المتدخلون في سوق النقدية الجزائرية
67	2. تحليل بنية المتدخلين في السوق النقدية الجزائرية
71	المطلب الثالث: البنية التنظيمية للسوق النقدية الجزائرية
71	1. السوق النقدية ما بين البنوك
72	2. منظومة تدخل بنك الجزائر في السوق النقدية

74	3. سوق السندات القابلة للتفاوض
75	المبحث الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية في الجزائر من خلال السوق النقدية
76	المطلب الأول: آليات تدخل الخزينة المركزية للبنوك التجارية الجزائرية في السوق النقدية
76	1. تسيير السيولة على مستوى فرع بنك تجاري في الجزائر
77	2. تسيير السيولة على مستوى الخزينة المركزية للبنك التجاري
79	3. مساهمة البنك المركزي في تسيير سيولة البنوك التجارية
80	المطلب الثاني: تحليل وضعية السيولة لدى البنوك التجارية الجزائرية
85	المطلب الثالث: أدوات السوق النقدية المستعملة لتسيير سيولة البنوك التجارية الجزائرية
89	1. عمليات سوق ما بين البنوك
91	2. منظومة تدخل بنك الجزائر في السوق النقدية
97	3. سوق السندات القابلة للتفاوض
101	المبحث الثالث: تحليل تطور أداء السوق النقدية الجزائرية
102	المطلب الأول : تحليل تطور سوق ما بين البنوك في الجزائر
104	المطلب الثاني: تحليل تطور المنظومة التشغيلية للسياسة النقدية
104	1. تحليل تطور أداة إعادة الخصم
106	2. تحليل تطور الاحتياطي الإجباري
109	3. تحليل تطور عمليات السوق المفتوحة
114	4. التسهيلات الدائمة
117	المطلب الثالث: سير السياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة 1990-2024

121	المطلب الرابع: مدى نفاذية معدلات السوق النقدية إلى سوق الإقراض المصرفي
125	خلاصة الفصل الثاني
	الفصل الثالث: ميكانزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية
128	تمهيد
128	المبحث الأول: البنية التحتية اللازمة لأسواق نقدية فعالة
129	المطلب الأول: ماهية فعالية الأداء وماهية فعالية الأسواق النقدية
135	المطلب الثاني: مؤشرات قياس فعالية النظام المالي
137	1. مؤشرات الشمول المالي
139	2. مؤشرات العمق المالي
142	3. مؤشرات الكفاءة المالية
143	4. مؤشرات الاستقرار المالي
144	المطلب الثالث: قياس فعالية النظام المالي في الجزائر
145	1. العمق المالي في الجزائر
147	2. الشمول المالي في الجزائر
147	3. الكفاءة المالية في الجزائر
149	4. الاستقرار المالي في الجزائر
151	5. مصفوفة خصائص النظام المالي الجزائري المتعلقة بالمؤسسات المالية
153	المبحث الثاني : مشاكل ومعوقات البنية التحتية للسوق النقدية الجزائري
153	المطلب الأول : المشاكل متعلقة ببنية الاقتصاد الكلي

153	1. ضعف حجم النشاط الاقتصادي الجزائري
159	2. تبعية الاقتصاد الوطني للمحروقات
161	3. ارتفاع حجم الاقتصاد الموازي في الجزائر
163	4. ارتفاع معدلات التضخم وانخفاض القدرة الشرائية
165	المطلب الثاني: المشاكل متعلقة بالمنظومة المصرفية
165	1. ضعف الشمول والانتشار المصرفي وصعوبة وصول الخدمات المالية في الجزائر
166	2. نقص حداثة الجهاز المصرفي الجزائري
168	3. ضعف المنافسة واحتكار العمل المصرفي
170	4. ضحالة السوق المصرفية والنقدية الجزائرية
172	5. انخفاض كفاءة البنوك التجارية الجزائرية وارتفاع هامش سعر الفائدة
173	المطلب الثالث: مشاكل متعلقة بالبنك المركزي والسياسة النقدية
173	1. غياب سوق ثانوية نشطة
174	2. ضعف قاعدة المستثمرين والمشاركين في السوق
175	3. تبني البنك المركزي الجزائري لسياسة نقدية غير نشطة
176	4. السوق النقدية تعاني من فائض سيولة هيكلي خارج أوقات الازمات
177	5. بنك الجزائر خارج سوق ما بين البنوك
179	6. غياب الأسواق المساندة
179	7. انخفاض سرعة دوران النقود في الجزائر
180	8. سوق السندات القابلة للتفاوض معطلة

180	المبحث الثالث : السوق النقدية الفعالة؛ محددات التطوير وآليات التفعيل في السياق الجزائري
181	المطلب الأول: السوق النقدي الجزائري بين التبنّي الشكلي والتكيف الناقص
188	المطلب الثاني : الإطار البيوي، المؤسساتي، التشغيلي لإصلاح السوق النقدية الجزائرية وفق رؤية صندوق النقد الدولي
190	1. المستوى الأول: الالتزامات المؤسسية والتنسيق السياسي
192	2. المستوى الثاني: برمجة الإصدارات الحكومية وتطوير أدوات الدين قصيرة الأجل
194	3. المستوى الثالث: تحديث أنظمة الدفع والتسوية
195	4. المستوى الرابع: تنظيم سوق الأمانات وسوق الريبو
198	5-المستوى الخامس: زيادة المعاملات في سوق ما بين البنوك وسوق الريبو
202	خلاصة الفصل الثالث
204	الفصل الرابع: دراسة قياسية للسوق النقدية الجزائرية خلال الفترة (1980-2024)
205	تمهيد
205	المبحث الأول: الإطار النظري للمنهج القياسي المتبع
207	المطلب الأول: تعريف السلاسل الزمنية واختبارات جذر الوحدة
206	1. تعريف السلاسل الزمنية
206	2. اختبارات جذر الوحدة (دراسة الاستقرارية)
209	المطلب الثاني: مفهوم التكامل المشترك
211	1. تعريف تكامل السلاسل الزمنية
211	2. طرق اختبار التكامل المشترك

210	المطلب الثالث: منهجية الانحدار الذاتي ذات فترات الإبطاء الموزع (<i>ARDL</i>)
212	المبحث الثاني: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة
213	المطلب الأول: المتغيرات المستعملة في الدراسة والاختبارات الأولية لتطبيق طريقة (<i>ACP</i>)
213	1. تعريف متغيرات الدراسة
214	2. إجراء الاختبارات الأولية لتطبيق طريقة (<i>PCA</i>)
215	المطلب الثاني: دراسة الارتباط بين متغيرات الدراسة
216	المطلب الثالث: التمثيل البياني لمتغيرات الدراسة
218	المبحث الثالث: تحليل قياسي لديناميكية لسرعة تداول النقود في الجزائر
218	المطلب الأول: اختبارات جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة
219	المطلب الثاني: تقدير النموذج القياسي باستعمال نموذج <i>ARDL</i>
219	1. تحديد فترات الإبطاء المثلى
220	2. اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود (<i>Bounds Test</i>)
222	3. تقدير صيغة تصحيح الخطأ (<i>ARDL-ECM</i>)
226	4. تقدير وتحليل علاقة التكامل المشترك في الأجل الطويل
231	المطلب الثالث: الاختبارات التشخيصية
231	1. اختبار الاستقرار الهيكلي لمعاملات النموذج
232	2. الاختبارات التشخيصية لمدى صلاحية النموذج القياسي
234	خلاصة الفصل الرابع
245-236	الخاتمة

255-246	قائمة المراجع
276-256	قائمة الملاحق

فهرس الأشكال

الصفحة	رقم وعنوان الشكل
	الفصل الأول
03	الشكل رقم (1.1): تدفق الأموال داخل النظام المالي
04	الشكل رقم(2.1): مكونات سوق رؤوس الأموال
18	الشكل رقم (1-3) : دور الوساطة لدى البنوك التجارية
19	الشكل رقم (1-4) : يبين دور سوق ما بين البنوك في تسيير فائض وعجز سيولة بنك
22	الشكل رقم (1-5): يبين تدخل البنك المركزي في سوق ما بين البنوك
37	الشكل رقم (1-6) : آلية انتقال السياسة النقدية
48	الشكل رقم (1-7) : الترتيب السلمي لمعدلات الفائدة في السوق النقدي.
49	الشكل رقم(1-8): علاقة معدل الخصم بمعدل السوق النقدي
	الفصل الثاني
68	الشكل رقم: (1-2) تطور عدد فروع البنوك التجارية لكل (100 ألف بالغ) في الجزائر من 2004-2024

69	الشكل رقم (2-2): عدد فروع البنوك التجارية لكل 100 ألف نسمة في دول من العالم لسنة 2023
78	الشكل رقم (3-2): دور الخزينة المركزية في الوساطة بين الفروع
80	الشكل (4-2): تطور الودائع و القروض خلال فترة 2024-1990
82	الشكل رقم (5-2) : تطور الفجوات بين الودائع الملتقطة و القروض الممنوحة في الجزائر خلال الفترة 2024-1990
82	الشكل رقم (6-2) : قياس الفجوة بين الودائع الملتقطة و القروض الممنوحة خلال فترة 1990-2024
84	الشكل رقم (7-2) : تأثير الفجوات بين الودائع و القروض بتغير أسعار النفط خلال 2024-1990
86	الشكل رقم (8-2): الهيكل التنظيمي لمديرية الخزينة ورؤوس الأموال
88	الشكل رقم (9-2) : الأدوات المستعملة في السوق النقدية الجزائرية
102	الشكل رقم (10-2) : حجم التعاملات في السوق ما بين البنوك خلال الفترة 2022-1996
105	الشكل رقم (11-2) : تطور إعادة الخصم في الجزائر خلال 2024-1990
106	الشكل رقم (12-2) : تطور الاحتياطي الاجباري في لجزائر خلال الفترة 2024-1990
108	الشكل رقم (13-2) : تطور المعدلات المتعلقة بالاحتياطي الاجباري خلال الفترة 2024-2001
110	الشكل رقم (14-2) : تطور عمليات السوق المفتوحة الخاصة بإعادة تمويل البنوك خلال فترة 2024-1990

113	الشكل رقم (2-15) : تطور حجم استرجاع السيولة خلال الفترة 2002-2024
11	الشكل رقم (2-16) : تطور تسهيلات القائمة في الجزائر من 1994-2024
118	الشكل رقم (2-17): الأدوات التي تدخل بها بنك الجزائر في السوق النقدية الجزائرية خلال الفترة 1990-2024
122	الشكل رقم (2-18) : تغير معدلات الفائدة قصيرة الاجل و معدلات الإقراض في الجزائر خلال الفترة 1994-2024
	الفصل الثالث
136	الشكل رقم (3-1) : مصفوفة قياس التنمية المالية
145	الشكل رقم (3-2) : تطور مؤشر العمق المالي في الجزائر خلال الفترة 1990-2024
147	الشكل رقم (3-3): تطور مؤشر الشمول المالي في الجزائر خلال الفترة 2004-2024
148	الشكل رقم (3-4) : تطور مؤشر الكفاءة المالية في الجزائر خلال الفترة 1995-2024
150	الشكل رقم (3-5) : تطور مؤشر z-score في الجزائر خلال الفترة 2003-2024
152	الشكل رقم(3-6) : مصفوفة خصائص النظام المالي الجزائري خلال الفترة 2004-2023
154	الشكل رقم (3-7) : تطور الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر خلال الفترة 1990 - 2024
156	الشكل رقم (3-8) : اجمالي الناتج المحلي الإجمالي بالدولار مجموعة من حول العالم لسنة 2024
157	الشكل رقم (3-9) : نصيب الفرد من اجمالي الدخل القومي بالدولار (بطريقة الاطلس) في مجموعة

	من دول العالم لسنة 2024
159	الشكل رقم (3-10): منحني يبين تطور أسعار النفط خلال الفترة 1980-2024
161	الشكل رقم (3-11): أنواع الأشطة الاقتصادية الخفية
162	الشكل رقم (3-12): تطور الناتج غير الرسمي في الجزائر كنسبة اجمالي النتائج المحلي خلال الفترة 2006-2020
164	الشكل رقم (3-13): معامل تحويل تعادل القدرة الشرائية للاستهلاك الخاص (العملة المحلية مقابل دولار دولي) في دول من العالم لسنة 2024
167	الشكل رقم (3-14): تطور ماكينات الصراف الالي لكل 100 الف بالغ خلال الفترة 2004-2023
168	الشكل رقم (3-15): عدد ماكينات الصراف الالي لكل 100 الف بالغ لسنة 2023
170	الشكل رقم (3-16): تطور مؤشر هرفندال للودائع و القروض في الجزائر خلال الفترة 2000-2022
171	الشكل رقم (3-17): الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص نسبة من النتائج المحلي الإجمالي في دول من العالم لسنة 2024
172	الشكل رقم (3-18): هامش أسعار الفائدة في مجموعة من دول العالم لسنة 2024 (سعر الإقراض مطروحا منه سعر الإيداع)
176	الشكل رقم (3-19): تطور فجوات السيولة بين ودايع الملتقطة و القروض الممنوحة في الجزائر خلال الفترة 1980-2024

184	شكل رقم (3-20): البنية التنظيمية للسوق النقدية الجزائرية ومكانتها في سوق رؤوس الأموال
189	الشكل رقم (3-21): البنية التحتية اللازمة لتفعيل السوق النقدية
	الفصل الرابع
217	الشكل رقم (1.4): التمثيل البياني لمتغيرات الدراسة
220	الشكل رقم (2.4): تحديد عدد التأخيرات في نموذج (ARDL)
232	الشكل رقم (3.4): اختبار الاستقرار الهيكلي

فهرس الجداول

الصفحة	رقم وعنوان الجداول
	الفصل الثاني
66	الجدول رقم (1-2) : المتدخلون في السوق النقدية في الجزائر لسنة 2023
96	الجدول رقم (2-2) : خصائص أدوات بنك الجزائر المستعملة في السوق النقدية الجزائرية
	الفصل 4
213	الجدول رقم (1.4): المتغيرات المستخدمة في الدراسة
214	الجدول رقم (2.4): الاختبارات الأولية (مؤشر <i>KMO</i> واختبار <i>Bartlett's</i>)
215	الجدول رقم (3.4): مصفوفة معاملات الارتباط البينية بين متغيرات الدراسة
218	الجدول رقم (4.4): نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة باستخدام اختبار (<i>ADF</i>)
221	الجدول رقم (5.4): نتائج اختبار (<i>ARDL Bounds Test</i>)
223	الجدول رقم (6.4): نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل للنموذج (1)
227	الجدول رقم (7.4): نتائج تقدير معاملات الأجل الطويل
232	الجدول رقم (8.4): نتائج الاختبارات التشخيصية (<i>Diagnostics Teste</i>)

فهرس الملاحق

الصفحة	رقم وعنوان الملحق
257	الملحق رقم (01) : تطور الودائع الملتقطة والقروض الممنوحة وفجوة السيولة ونسبة تغير السيولة المصرفية خلال الفترة 1990-2024
259	الملحق رقم (02) : تطور عمليات إعادة الخصم والاحتياطي الإجباري والمعدلات المرتبطة به خلال الفترة 1990-2024
261	الملحق رقم (03) : تطور عمليات السوق الفتوحة في الجزائر خلال الفترة 1990-2024
263	الملحق رقم (04) : تطور معدلات الفائدة في سوق الجملة وسوق التجزئة في الجزائر خلال الفترة 1994-2024
265	الملحق رقم (05) : تطور مؤشرات فعالية النظام المالي 2004-2024
266	الملحق رقم (06) : جدول يبين كيفية حساب Z-Score خلال الفترة 2003-2024
267	الملحق رقم (07) : جدول يبين كيفية حساب مؤشر هرفندال
268	الملحق رقم (08): تحليل المركبات الأساسية (PCA)
268	الملحق رقم (8-1): القيم الذاتية
268	الملحق رقم (8-2): التمثيل البياني للقيم الذاتية للمحاور
276-269	الملحق رقم (9): نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة باستخدام اختبار (ADF)

المقدمة

المقدمة :

أحدثت التطورات المتسارعة والتحولات العميقة التي شهدتها الساحة المالية والنقدية الدولية والجزائرية منذ أواخر القرن العشرين انعكاسات متعددة على النشاط الاقتصادي والمصرفي الجزائري عامة وعلى السوق النقدية الجزائرية خاصة.

فعلى الصعيد الدولي وفي سبعينات القرن العشرين ؛ ظهر الفكر الليبرالي الجديد بريادة هايك وفريدمان وجورج ستيجلر وآخرون والذي قام على أنقاض الأفكار الكينزية، تجلت السياسة النيوليبرالية في الدعوة إلى تحرير التجارة الدولية وإزالة الحواجز والعوائق الإدارية من أمام التدفقات السلعية والمالية، وتخلي الدولة عن تدخلها، وكذا انسحابها من التمويل المباشر وفساح المجال أمام حرية قوى السوق عامة وحرية أسواق رؤوس الأموال خاصة. من هنا بدأ العصر الذهبي للنظرية النيوليبرالية والارتداد على السياسات الكينزية، والعمل على تقزيم دور الدولة النشاط في الاقتصاد، بحجة إفراطها في الإنفاق العام وفي تقديم الخدمات العامة للفئات محدودة الدخل. ساعد في بروز فكر الليبرالية الجديدة انتخاب مارغريت تاتشر رئيسة لوزراء بريطانيا في 1979، بالتزامن مع انتخاب رونالد ريغان في 1980 رئيساً لأميركا، وهما من أكبر معتنقي الفكر الليبرالي الجديد وقاما بنقل النيوليبرالية من النظرية إلى الممارسة على أرض الواقع.

لم يقتصر تبني الليبرالية الجديدة على أهم عاصمتين في العالم، بل سرعان ما انتشر تبنيها في دول أخرى مثل تشيلي، تركيا، إندونيسيا، الصين..... إلخ، وساعد على هذا الانتشار حدثين عالميين في غاية الأهمية وهما : انهيار الاتحاد السوفياتي والتهم التكنولوجية للمسافات بفضل ثورة الاتصالات والانترنت، فانتهم الليبراليون طرح فكرة العولمة وبناء نظام عالمي جديد قائم على الحد من الحواجز التجارية والإدارية والمالية وأفضلية الأسواق على الدولة. لم يتوقف انتشارها هنا بل تعدى الأمر إلى تبني المنظمات الدولية بما فيها صندوق النقد الدولي لهذه الأفكار.

على الصعيد الوطني ، وتحت ضغط أزمة النفط الخانقة سنة 1986 لجأت الحكومة الجزائرية إلى صندوق النقد الدولي طلبا للمساعدة، وفُرض على الحكومة الجزائرية الانتقال من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق، وأجبرت على إنشاء سوق لرؤوس الأموال بشقيها القصير، المتوسط والطويل المدى .

وبعد إبرام اتفاقية برنامج الاستعداد الائتماني الأول 1989/04/31، باشرت حكومة السيد مولود حمروش بإحداث تحولات جوهرية ناجمة عن جملة من التعديلات الهيكلية والتي مست القطاع المصرفي والنظام المالي بإصدار قانون 10-1990، المتعلق بالقرض والنقد، ومن أبرز الإصلاحات التي جاء بها هذا القانون هو إقامة نظام نقدي من مستويين ومنح استقلالية واسعة لبنك الجزائر فضلا عن التأسيس لنظام تمويلات جديدة تكون وفقا لآليات السوق. وهنا كانت ولادة السوق النقدية الجزائرية التي كان يعول عليها أن تكون أداة تمويلية مهمة وفعالة للنشاط

الاقتصادي. وتستمد السوق النقدية أهميتها من كونها مصدرا مهما من مصادر التمويل للأعوان الاقتصاديين؛ وتأمين السيولة للنظام المصرفي تحت سلطة بنك الجزائر الذي يتدخل في هذه السوق بمختلف أدوات السياسة النقدية لضبط المعروض النقدي بالشكل الذي يخدم الاقتصاد والتنمية.

أدت الأحداث المتعاقبة التي عرفت الأسواق النقدية العالمية في خضم الأزمة المالية (2008) إلى زيادة الاهتمام بهذا الجزء من الأسواق المالية والسؤال عن مدى فاعلية هذه الأسواق في ظل توالي انهيارات البنوك. فحسب (Eric Chardoillet 2010) كان توقف السوق النقدية السبب وراء الأزمة المالية العالمية (2008)، إذ بداية من صيف 2007 توقف المتعاملون في هذه السوق عن التعامل مع بعضهم البعض وما زاد الأمر تأزما هو إفلاس بنك (Lehman Brothers) في سبتمبر 2008. لهذا أصبح تفعيل أداء هذه الأسواق من أولويات البنوك المركزية والحكومات لأن تجمُّد السيولة في سوق ما بين البنوك يؤدي إلى توقف السوق النقدية واختناقها ومن ثم اختناق النظام المالي ككل، وما حدث في 2008 خير دليل على ذلك. لهذا تبنت الحكومات رفقة البنوك المركزية حزمة من الإجراءات المالية والنقدية بشكل مستعجل واستثنائي للتعافي من أكبر أزمة مالية عرفت البشرية بعد أزمة 1929. وفي سنة 2012؛ وبعد ما ظن العالم بأسره أنه استفاق من صدمة 2008 وبدأت مؤشرات التعافي بالظهور، تعرض العالم لصدمة جديدة إثر تسريب لفضائح طالت العديد من البنوك الكبرى حول العالم بالتلاعب بمعدلات سوق ما بين البنوك (ليبور) يعود تاريخها إلى سنة 2005 و 2007 وبعد تحقيقات معمقة بدأت مع بنك " باركليز " البريطاني تبين أن هذا الأخير تلاعب بالمعلومات المتاحة التي تشير إلى محاولة خفض مستويات فائدة الليبور، الذي يعتقد انه بطلب من الحكومة البريطانية لاحتواء أزمة 2008 الخانقة، وبالتالي طالت الفضائح البنك المركزي البريطاني أيضا. وبعد العديد من التحقيقات اتضح أن العديد من البنوك الأمريكية واليابانية والصينية وحتى السويسرية... تورطت بهذه الفضائح، كما أن التحقيقات كشفت عن تجاوزات مماثلة تعود لسنة 1991 لكنها لم تؤخذ على محمل الجد.

وأمام هذا المأزق حاولت الحكومات في بداية الأمر التستر على هذه الفضائح لمنع تهاوي الأسواق النقدية العالمية وتجنب الذعر المالي، خصوصا أن معدلات ما بين البنوك تعتبر المعدلات المرجعية لتسعير كل معدلات الفائدة في كل الأسواق دون استثناء. فرضت الهيئات المالية الرقابية في دول العالم غرامات على البنوك المتورطة لاحتواء الوضع، ونجحت في ذلك بالفعل، ولكن هنا بدأ العمل على بناء معدلات جديدة لتكون بديلا لمعدلات الليبور. في سنة 2020؛ نبه مجلس الاستقرار المالي بالتعاون مع لجنة بازل إلى ضرورة التخلي نهائيا عن معدلات الليبور والتوقف عن ربط القروض والمعاملات المالية به، وذلك مع نهاية سنة 2021، ربط أسعار الفائدة المتغيرة بمعدلات بديلة لليبور، وهذا لتفادي أزمات مالية شبيهة بأزمة 2008 وكأنه اعتراف ضمني بأنها كانت السبب الرئيسي لها.

وأمام هذا الوضع؛ وبعد الصدمة التي عرفها الاقتصاد العالمي ازداد الاهتمام بفعالية الأسواق النقدية لتفادي اختناق الأنظمة المالية، ضف إلى ذلك أنّ وجود سوق نقدية فعالة، كفأة، نشطة، متطورة، شرط وركيزة أساسية لقيام سياسة نقدية فعّالة، سواء للقيام بإدارة السيولة أو لكونها العتبة الأولى لنقل إشارات هذه السياسة، بالإضافة لما تمثله من مصدر للمعلومات عن التوجهات المستقبلية. كذلك للسوق النقدية دور هام في تحقيق الاستقرار المالي، من خلال دورها في توفير السيولة قصيرة الأجل للمؤسسات المصرفية والمالية وحتى الاقتصادية، والمساهمة في تطور أدوات إدارة المخاطر وكذلك تطوير مختلف الأسواق كسوق السندات الحكومية والسوق المالية.... إلخ.

وعلى غرار دول العالم؛ وبدافع الإقلاع الاقتصادي وتمويل التنمية، ونظرا لكون الإصلاح المصرفي حجر الأساس للإصلاح الاقتصادي، فقد تبنت السلطة النقدية الجزائرية إصلاحات متعددة، بدءا من قانون النقد والإئتمان 10/90، مروراً بالإصلاح البنكي في ظل الأمر 03-11 بعد أزمة إفلاس بنك الخليفة والبنك التجاري والصناعي الجزائري، ثم الأمر 04-10 لتكييف المنظومة المصرفية الجزائرية إثر الأزمة المالية العالمية 2008، وصولاً للقانون 09-23 استجابة للمستجدات التي فرضتها جائحة كورونا ومتطلبات عصريّة وسائل الدفع ، وكذا متطلبات حوكمة بنك الجزائر.

رغم كل ما عرفه النظام المصرفي الجزائري من إصلاحات، فإنه مازال يواجه تحديات ونقائص كبيرة. فبعد مرور أكثر من ثلاثة عقود على إنشاء السوق النقدية الجزائرية تعاني هذه الأخيرة من مشاكل عديدة، هذه المشاكل جعلتها في حالة فائض سيولة هيكلية لمدة طويلة، هذا الفائض الذي كان سيؤجّه لتمويل الإقتصاد وتمويل التنمية لو لم تكن دواليب هذه السوق معطلة. وفي ظل الصدمات البترولية التي تزعزع الإقتصاد الوطني بين الفترة والأخرى يعاني النظام المالي الجزائري من اختناقات مستمرة إثر هذه الصدمات بسبب نقص فادح في سيولة السوق النقدية، هذه الاختناقات التي تهدد بدورها سلامة النظام المصرفي والاستقرار المالي.

-أهمية الدراسة :

تستمد هذه الدراسة أهميتها من خلال المكانة المهمة التي تحتلها الأسواق النقدية في النظام المالي لأي دولة، كحلقة مركزية بين أدوات السياسة النقدية والاقتصاد الحقيقي، فتفعيل السوق النقدية الجزائرية من شأنه تحقيق مكاسب كبيرة لمختلف المتدخلين في هذه السوق والمتمثلة فيما يلي :

- تسهيل وتوفير الإمكانيات اللازمة لتسيير سيولة البنوك التجارية. ففي ظل غياب السوق النقدية يقع العبء كله على المقرض الأخير للمنظومة البنكية، فتجديد سيولة البنوك التجارية من خلال آليات السوق يرتبط بوجود سوق نقدي يسمح بتبادل السيولة ما بين البنوك.

- تمويل الاقتصاد من خلال آليات السوق يستدعي وجود سوق نقدية فعالة تسمح بتبادل السيولة ما بين البنوك وتعمل على تعبئة الادخار، وتعرض فيها العديد من الأدوات التي من شأنها إتاحة فرص أكبر للتمويل والاستثمار وخلق المنافسة وتحقيق التنمية؛
- وجود سوق نقدية فعالية يسمح بتسيير مخاطر الخزينة لمختلف الأعوان الاقتصاديين، كما يسمح للبنك المركزي بالتسيير الفعال لمختلف الصدمات والأزمات التي يتعرض لها النظام المالي والاقتصاد، فمخطر توقف السوق النقدية له عواقب وخيمة تؤدي إلى فقدان الثقة بين مختلف المتعاملين، وبالتالي تحول الأزمة النقدية إلى أزمة مالية التي تنتقل بدورها إلى الاقتصاد الحقيقي، وهذا ماحدث في أزمة (2008).

- أهداف الدراسة :

- بعد تحليل واقع السوق النقدية الجزائرية وتشخيص دورها في نقل أثر السياسة النقدية على الإقتصاد الحقيقي، مع إبراز المعوقات البنيوية والتنظيمية التي تحد من فعاليتها، وصولا إلى استشراف السبل الكفيلة بتفعيله بما يتلاءم ومتطلبات الاقتصاد الوطني - كهدف رئيسي - ، تسعى هذه الدراسة أيضا إلى :
- تحليل طبيعة العلاقة بين البنك المركزي الجزائري والبنوك التجارية في مجال إدارة السيولة، وتقييم مدى مساهمتها في تنشيط السوق النقدية؛
 - محاولة تقييم مدى فعالية أداء السوق النقدية الجزائرية وتقييم مدى فعالية إجراءات السياسة النقدية فيها ؛
 - تشخيص العوائق والتحديات البنيوية والوظيفية التي تعيق تطور السوق النقدية الجزائري وأسواقها الجزئية؛
 - مقارنة أداء السوق النقدي الجزائري مع بعض الأسواق النقدية الإقليمية والدولية، بهدف تحديد الفجوات في العمق والشفافية والسيولة.
 - استشراف الإصلاحات الممكنة لتفعيل السوق النقدية الجزائرية، عبر تطوير أسواقه الجزئية وكذا أدواته المالية قصيرة الأجل.

-دوافع اختيار الموضوع

يعود اختيار موضوع هذه الدراسة للدوافع الآتية :

- بعد الأزمة المالية العالمية 2008؛ عرف موضوع فعالية الأسواق النقدية اهتماما غير مسبوق على المستوى العالمي بهذا الجزء من سوق رؤوس الأموال، فتوقّف السوق النقدي كان الشرارة الأولى لانطلاق فتيل الأزمة العالمية، هذا ما دفعنا إلى دراسة السوق النقدية الجزائرية والبحث عن مختلف سبل تفعيلها وتنشيطها.
- خصوصية التجربة الجزائرية؛ فالسوق النقدية في الجزائر تتميز بعدة اختلالات رغم الإصلاحات البنكية المتتالية، الأمر الذي يجعلها تستحق تحليل علمي معمق.

– الدراسات السابقة

باعتبار السوق النقدية والسياسة النقدية وأدواتها هي مجالات خصبة للبحث والنشر العلمي، فقد كانت محل اهتمام العديد من الباحثين والأكاديميين والممارسين في المجال المصرفي والاقتصاد النقدي الكلي، وكل من هؤلاء درس الموضوع من وجهة نظر معينة ومن زوايا مختلفة، وأهم هذه الدراسات نذكر:

1– في إطار الجهود الرامية إلى تطوير الأسواق النقدية وتعزيز فعاليتها، قدّم بنك إندونيسيا (2025) دراسة مرجعية بعنوان :

“ BANK INDONESIA: BUILDING A MODERN AND ADVANCED MONEY MARKET IN A DIGITAL ERA “

هدفت الدراسة إلى وضع رؤية استراتيجية لبناء سوق نقدية حديثة تتماشى مع التحول الرقمي، عبر إرساء سوق منظّمة، وتطوير مركز مقاصة وتسوية، وإنشاء منصة لإصدار وتداول السندات إلكترونياً. سعت الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف الفرعية أهمها: رفع كفاءة السوق النقدية، تحسين الشفافية، وتوسيع قاعدة المشاركين بما يشمل المؤسسات المالية والمستثمرين من غير البنوك. أما النتائج المتوصل إليها، فقد أكدت على أنّ تطوير البنية التحتية للمقاصة والتسوية يعدّ شرطاً ضرورياً لتوسيع السيولة السوقية وضمان عمق السوق، مما يساهم في تحسين فعالية انتقال السياسة النقدية نحو الاقتصاد الحقيقي. كما شددت على أهمية التحول الرقمي في دعم الابتكار المالي وتسهيل إدارة المخاطر التشغيلية داخل السوق النقدية.

2– وفي نفس السياق، تندرج دراسة البنك المركزي الأوروبي (ECB Working Paper No. 2649, 2022) ضمن الدراسات التي تناولت بعمق دور سوق ما بين البنوك في تعزيز فعالية السياسة النقدية، وجاءت هذه الدراسة بعنوان:

“Money Markets and Bank Lending: Evidence from the Adoption of Tiering”

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر تطبيق نظام “الطبقات” في احتساب الاحتياطيات الإلزامية على ديناميكية سوق ما بين البنوك وآلية انتقال السياسة النقدية. اعتمدت الدراسة مقارنة تجريبية استندت إلى بيانات تفصيلية للبنوك في منطقة اليورو، وخلصت إلى أنّ تطبيق هذا النظام ساهم في تقليص درجة التجزئة داخل السوق النقدية، وتعزيز إعادة توزيع السيولة بين المؤسسات المصرفية، مما انعكس إيجاباً على قدرة البنوك على الإقراض للقطاع غير

المالي. كما أبرزت النتائج أن تحسن كفاءة سوق ما بين البنوك أسهم في تعزيز فعالية قناة أسعار الفائدة القصيرة الأجل، وبالتالي في دعم انتقال السياسة النقدية نحو الاقتصاد الحقيقي.

3- دراسة لعنروس فاطمة الزهراء وبحيح عبد القادر (2021) : تمثلت هذه الدراسة في مقال علمي بعنوان:

" دور بنك الجزائر في ضبط سيولة السوق النقدية خلال الفترة 2000-2018 "

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز أهم أدوات السياسة النقدية الكفيلة بضبط المعروض النقدي على النحو الذي يتم من خلاله تلافي الظواهر التضخمية في الاقتصاد الجزائري. حيث توصلت هذه الدراسة إلى أن بنك الجزائر يؤثر بشكل مباشر على المعروض النقدي ويعمل على إصدار النقد وفق القيود القانونية وعلى أساس ما تحوز السلطة النقدية من أصول أجنبية كما أن بنك الجزائر يعتمد على أداة إعادة الخصم ومعدل الاحتياطي القانوني في امتصاص السيولة الفائضة.

4- دراسة من إعداد Nagel, Joachim (2013) وهي مقال علمي بعنوان

« Les conséquences d'un marché monétaire inefficace »

عرضت هذه الدراسة أثر ضعف كفاءة السوق النقدية على فعالية السياسة النقدية وعلى استقرار النظام المالي في منطقة اليورو. سعى الكاتب إلى إبراز العلاقة بين عمق وتكامل السوق النقدية من جهة، وسرعة انتقال معدلات الفائدة الرسمية من جهة أخرى. وقد توصل إلى أنّ غياب السيولة الكافية وتفاوت الفاعلين بين البنوك الأساسية والبنوك الطرفية يؤدي إلى اختناقات في تمويل البنوك ويضعف قنوات انتقال السياسة النقدية، خاصة في فترات الأزمات. كما أكد أنّ تعزيز البنية التحتية للسوق النقدية وتوسيع قاعدة المشاركين يشكّلان شرطين أساسيين لاستعادة فعالية السياسة النقدية الأوروبية.

5- مقال للكاتبة Gisèle Chanel-Reynaud (2012) بعنوان :

« Le marché monétaire : un marché de titres autant que de cash? »

تناولت الدراسة طبيعة السوق النقدية باعتبارها فضاءً تتقاطع فيه العمليات النقدية (التمويل القصير الأجل بالنقد) مع تداول الأدوات المالية القصيرة الأجل (كأذون الخزانة والاتفاقات المعادة للشراء). هدفت الكاتبة إلى إبراز التحول البنوي في السوق النقدية الأوروبية نحو توظيف متزايد للأدوات المالية المضمونة كوسيلة لإدارة السيولة والمخاطر. وتوصلت إلى أنّ فعالية هذه السوق لا تُقاس فقط بحجم السيولة المتداولة، بل أيضًا بمدى تنوع الأدوات المالية وتكاملها مع السياسات النقدية للبنوك المركزية، وهو ما يعزز الشفافية والسيولة في النظام المالي ككل.

6- دراسة صادرة عن صندوق النقد العربي (2021) من إعداد أحمد الشادلي وآخرون بعنوان:

" العوامل المؤثرة في سرعة دوران النقود "

تهدف الورقة إلى مناقشة العوامل الرئيسية المؤثرة في سرعة دوران النقود في عينة مختارة من الدول العربية تشمل خمس دول (الأردن، تونس، لبنان، مصر، والمغرب) من خلال تحليل السلاسل الزمنية للفترة 1980-2019 باستخدام منهجية قياسية تستند إلى النظرية الاقتصادية تم الاستناد على كل من سعر الصرف ونسبة الاحتياطي الإلزامي والنتائج المحلي والتضخم كمتغيرات مستقلة وسرعة دوران النقود كمتغير تابع وتم استعمال اللوغاريتم الطبيعي لكل المتغيرات.

وحسب ذات الدراسة فقد جاء الاهتمام بدراسة سرعة دوران النقود انطلاقاً من الدور الهام الذي تلعبه ليس فقط في التنبؤ بالطلب الحقيقي على النقود ولكن أيضاً لدورها في شرح العلاقة بين المؤشرات النقدية وغيرها من مؤشرات الاقتصاد الكلي وآثارها على تحقيق الأهداف الوسيطة والنهائية للسياسة النقدية.

-الفجوة المعرفية:

رغم تباين الدراسات التي تناولت السوق النقدية في الجزائر، فإن معظمها ركّز على تطور السوق ومكوناتها، مثل السوق ما بين البنوك وسندات الخزينة، أو على دور السوق النقدية في تمويل البنوك والخزينة العمومية، دون التعمق في تشخيص المعوقات البنوية والمؤسسية التي تحدّ من فعالية السوق.

كما أن الدراسات السابقة لم تتناول بشكل كافٍ العلاقة بين فعالية السوق النقدية الجزائية وآلية انتقال معدلات الفائدة قصيرة الأجل، ولا مدى توافق السوق مع متطلبات اقتصاد السوق وأهداف الإصلاح المالي.

ومن المهم أيضاً النظر إلى السوق النقدية كجزء من النظام المالي الوطني، حيث إن ضعف فعاليتها لا يقتصر أثره على التمويل قصير الأجل فحسب، بل يمتد إلى كفاءة النظام المالي واستقراره، ويحدّ من قدرة السلطات النقدية على ضبط السيولة وتوجيه السياسة النقدية بفعالية.

من هنا، تبرز الحاجة إلى دراسة تملأ هذه الفجوة، من خلال تقييم واقع السوق النقدية الجزائرية، تحديد مواطن ضعفها، واستنباط العبر الممكنة من التجارب الدولية المتقدمة لتعزيز فعاليتها في نقل السياسة النقدية نحو الاقتصاد الحقيقي ودعم استقرار النظام المالي الوطني.

- إشكالية الدراسة :

وعلى ضوء ما سبق؛ فإن إشكالية الدراسة تتمحور حول السؤال الرئيسي الآتي:

في ظل التطورات الحديثة وتحت قيد المعوقات الداخلية؛ ما هي سبل تفعيل أداء السوق النقدية الجزائرية بما يستجيب لمتطلبات الاقتصاد الوطني؟

الإجابة على الإشكالية السابقة تتطلب منا طرح مجموعة من الأسئلة الفرعية التي ستساعدنا على حلها، ويمكن صياغتها كالآتي:

1. كيف ولماذا يتدخل البنك المركزي الجزائري على مستوى السوق النقدية ؟
2. ما الإطار المفاهيمي والتنظيمي الذي يحكم السوق النقدي الجزائري، وكيف يحدد موقعه ضمن آلية السياسة النقدية ؟
3. ما هو واقع سوق السندات القابلة للتفاوض في الجزائر، وكيف تسهم تركيبها ومكوناتها في تحديد دورها داخل السوق النقدية وتمويل الاقتصاد الوطني ؟
4. ما هي أهم التحديات والعوائق التي تحد من فعالية السوق النقدية الجزائرية ؟ وما هي البدائل التي يمكن أن تعزز فعالية السوق النقدي الجزائري لتكون قناة رئيسية لنقل اثر السياسة النقدية ؟

-فرصيات الدراسة :

وكإجابة مبدئية على الأسئلة السابقة، فقد اعتمدت هذه الدراسة الفرضيات الآتية:

1. تعتبر السوق النقدية من أهم القنوات التي يستعملها البنك المركزي الجزائري لضبط السيولة البنكية وإرسال دذبذبات السياسة النقدية نحو الاقتصاد الحقيقي عبر قناة سعر الفائدة.
2. بُنيت السوق النقدية الجزائرية على أسس تنظيمية متأثرة بالنماذج الدولية ولكنها ظلت أقرب إلى سوق ناشئة ذات طابع إداري أكثر منها من سوق مفتوحة خاضعة بالكامل لآليات العرض والطلب، مما ينعكس على فعالية قنوات انتقال السياسة النقدية.
3. تُعدّ سوق سندات الحقوق القابلة للتفاوض ضعيفة في الجزائر من حيث الحجم والتنوع، الأمر الذي يجعلها عاجزة عن أداء دورها في تمويل النشاط الاقتصادي قصير الأجل بما يستجيب لمتطلبات التنمية.
4. قد يكون من شأن تطوير أدوات الدين القصيرة الاجل، وتعزيز الشفافية، وتوسيع قاعدة المشاركين (بنوك، مؤسسات مالية مصرفية وغير مصرفية) أن يفتح المجال أمام تفعيل للسوق النقدية الجزائرية، بما يقربه تدريجيا من المعايير الدولية ويقوي دوره في آلية السياسة النقدية.

- منهج وأدوات الدراسة

ترتكز هذه الأطروحة على مقارنة منهجية متعددة الأبعاد تستجيب لطبيعة الموضوع وتعقيداته، إذ إن تحليل السوق النقدي الجزائري وعلاقته بالسياسة النقدية يتطلب تجاوز النظرة الأحادية لصالح بناء إطار تحليلي متكامل يجمع بين البعد النظري والتطبيقي.

المنهج الوصفي: اعتمد لعرض وتفسير المفاهيم الأساسية للسوق النقدي وأدواته، ورصد تطور بنيته المؤسسية والتنظيمية في الجزائر، مع الإحاطة بالسياق التاريخي للإصلاحات النقدية. وظّف لتفكيك آليات اشتغال السوق وتشخيص العوامل الهيكلية والتنظيمية التي تحد من فعاليته، مع التركيز على الروابط بين أدوات البنك المركز وحركية السيولة المصرفية.

المنهج المقارن: استُخدم لقياس المسافة بين التجربة الجزائرية وتجارب بعض الدول المختارة، بما يسمح باستنتاج عناصر قوة وضعف قابلة للاستلهام في البيئة المحلية.

المنهج الكمي: من خلال دراسة قياسية سيتم فيها الاعتماد على نموذج ardl

المنهج الاستشرافي: استُحضر لتوسيع آفاق الدراسة نحو المستقبل عبر صياغة سيناريوهات إصلاحية تستند إلى نتائج التشخيص والتحليل القياسي، بما يعزز مناعة السوق النقدي ويضاعف قدرته على دعم الاستقرار الاقتصادي.

إن هذا التوليف المنهجي لا يهدف فقط إلى بناء معرفة وصفية أو تحليلية، بل يسعى إلى إنتاج رؤية تركيبية تجمع بين الصرامة النظرية، والدقة التجريبية، والبعد العملي الاستشرافي، وهو ما يمنح هذه الدراسة قيمة علمية ومردودية عملية في آن واحد.

- حدود الدراسة

تسعى هذه الأطروحة إلى الإحاطة بموضوع السوق النقدي الجزائري في أبعاده النظرية والعملية، غير أن طبيعة البحث العلمي تقتضي وضع حدود دقيقة لإطار الدراسة، حتى يظل التحليل مركزاً وقابلاً للتحقق. ويمكن تحديد هذه الحدود كما يلي:

الحدود الموضوعية: تقتصر الدراسة على تحليل السوق النقدي بوصفه حلقة وسيطة بين السياسة النقدية والقطاع المالي، مع التركيز على أدوات البنك المركزي (سعر الفائدة، عمليات السوق المفتوحة، الاحتياطي الإلزامي) وآليات اشتغال سوق ما بين البنوك، دون التوسع في أسواق مالية موازية كالسوق الرأسمالية أو سوق الصرف أو السوق النقدية بالعملة الصعبة إلا بالقدر الذي يخدم موضوع البحث.

الحدود المكانية: تتمحور الدراسة حول حالة الجزائر باعتبارها بيئة انتقالية ذات خصوصيات مؤسسية واقتصادية، مع توظيف مقارنات مرجعية محدودة ببعض البلدان (حسب توفر البيانات) لأجل استجلاء الفوارق البنوية واستخلاص الدروس.

الحدود الزمنية: يغطي التحليل الفترة الممتدة من 1990 إلى 2024، وهي فترة تمثل مرحلة التحولات الكبرى في الاقتصاد الجزائري: بدءاً من الإصلاحات الاقتصادية في مطلع التسعينيات، مروراً بأزمات النفط وتقلباتها، وصولاً إلى محاولات تحديث النظام المالي في العقدين الأخيرين. بينما الدراسة القياسية ممتدة من 1980-2024. ليكون عدد المشاهدات كاف للدراسة القياسية.

الحدود المنهجية: رغم اعتماد الدراسة على مقارنة شاملة (وصفية، تحليلية، مقارنة، كمية واستشرافية) إلا أن نتائجها تظل مرتبطة بمدى توافر البيانات الرسمية وحدود الموثوقية الإحصائية في حالة الجزائر.

-هيكل الدراسة :

من أجل تحقيق أهداف الدراسة سيتم تقسيمها إلى أربع فصول، بحيث يعرض الفصل الأول المقاربة النظرية للسوق النقدية متضمناً ثلاثة مباحث، يعرض المبحث الأول أساسيات حول السوق النقدية ولاستكمال الدراسة حول الجانب النظري فإن المبحث الثاني سيدرس مكونات السوق النقدية للتعرف على أقسام هذه السوق، وتمهيداً لعرض الفصل الثاني فإن المبحث الثالث فيعرض السياسة النقدية ومعدات الفائدة في السوق النقدية، وذلك من خلال بحث كون السوق النقدية شرط أساسي لنجاح مسار السياسة النقدية وكذا أهمية سعر الفائدة في عمل الأسواق النقدية.

في الفصل الثاني؛ واستكمالاً لمتطلبات الدراسة من الضروري تحليل البنية التحتية للسوق النقدية الجزائرية وآليات تسير السيولة، حيث يشرح المبحث الأول البنية التحتية للسوق النقدية الجزائرية، سواء البنية القانونية و المؤسساتية وحتى البيئة التنظيمية للسوق، أما المبحث الثاني فيدرس آليات تسير السيولة المصرفية في الجزائر من خلال السوق النقدية بالتركيز على وضعية السيولة المصرفية وتحليل مختلف الأدوات المستعملة في هذا السياق ، وبعد العرض والتحليل يُقيم المبحث الثالث فيقيم أداء السوق النقدية الجزائرية .

يركز الفصل الثالث من هذه الدراسة على ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية، استقصاء عن البنية التحتية اللازمة لأسواق نقدية فعالة، بداية من تعريف فعالية أداء الأسواق النقدية، انتقالاً لمؤشرات قياس الفعالية، ثم قياسها في السياق الجزائري، لتتجلى بوضوح مشاكل ومعوقات البنية التحتية للسوق النقدية الجزائرية

وهو موضوع المبحث الثاني، هذه المشاكل التي تجعل السوق خارج مجال الفعالية، ليعرض المبحث الثالث محددات التطوير وآليات التفعيل في السياق الجزائري

أخيرا يأتي الفصل الرابع من الدراسة والذي سنحاول من خلاله نمذجة السوق النقدية في الجزائر خلال الفترة (1980-2024)، لغرض ذلك سيتم استخدام منهجية الانحدار الذاتي ذات فترات الإبطاء الموزع ($ARDL$).

الفصل الأول : المقاربة النظرية للسوق

النقدية والسياسة النقدية

تمهيد:

في أغلب الأحيان، تجد المؤسسات المالية والاقتصادية، أن تدفقاتها النقدية الداخلة قد لا تتساوى مع تدفقاتها الخارجة، وذلك لاختلاف آجال استحقاقها، مما يخلق فجوات في التدفقات النقدية. أي أن مقبوضاتها قد تكون إما أقل أو أكثر من مدفوعاتها، نتيجة لذلك تجد سببا قويا للاحتفاظ بأرصدة نقدية لمواجهة هذه الفجوة، الأمر الذي يترتب عنه تكلفة تكون إما على شكل الفائدة المدفوعة على اقتراضهم لهذه الأرصدة أو على شكل الفائدة الضائعة نتيجة عدم توظيفهم لها.

وللسيطرة على هذه التكلفة تبحث تلك المؤسسات عادة عن الوسائل التي تقلل بها قدر الإمكان مما تحتفظ من أرصدة نقدية، وهو ما يتم عن طريق الاحتفاظ بأصول استثمارية مربحة، قليلة المخاطر تتمتع بدرجة عالية من السيولة، وتسمى السوق التي تتعامل بهذه الأصول بالسوق النقدية. هذه السوق التي تعتبر أحد المصادر التمويلية الهامة التي تعتمد عليها البنوك التجارية للقيام بنشاطها حيث يتلاقى من خلالها طالبوا السيولة مع عارضيه.

وعليه، يهدف هذا الفصل إلى بناء إطار نظري وتنظيمي لفهم طبيعة السوق النقدية، بدءاً بتعريفها وأهميتها ووظائفها الأساسية، مروراً ببيان مكوناتها والأدوات المتداولة فيها، وصولاً إلى إبراز العلاقة العضوية التي تربطها بالسياسة النقدية باعتبارها الأداة المركزية لتوجيه النشاط الاقتصادي الكلي.

المبحث الأول: أساسيات حول السوق النقدية

يشير تعبير الأسواق النقدية عادة للمتاجرة ببيع الجملة (أي قيم ضخمة) بالأموال القصيرة الأجل على أساس مضمون أو غير مضمون، والمشاركون الرئيسيون في الأسواق النقدية هم المصارف، ولكن قد يشارك في ذلك أيضا شركات أخرى لديها مبالغ مالية ضخمة من النقد لإدارتها على أساس قصير الأجل.

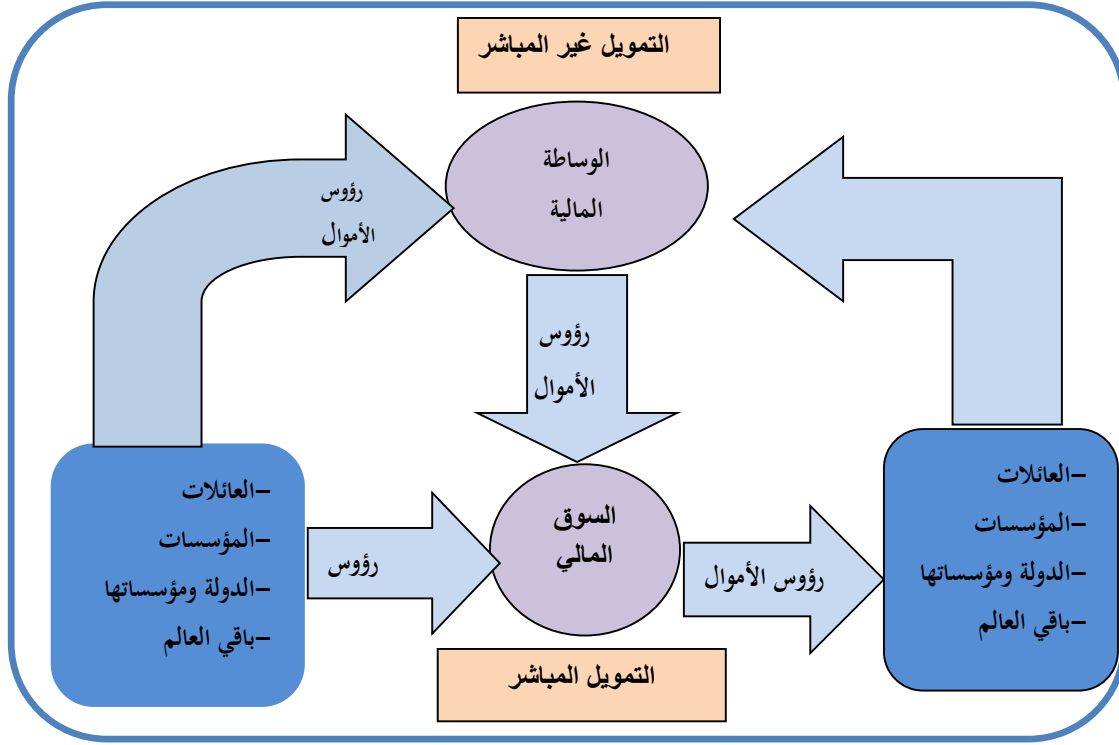
من خلال هذا المبحث سيتم عرض مفهوم السوق النقدية وأهميتها في المطلب الأول في حين سيخصص المطلب الثاني للتعرف على أهم الأطراف المتدخلة في هذه السوق، أما المطلب الثالث فسيتم تخصيصه للعمليات المضمونة وغير المضمونة التي يباشرها مختلف المشاركون في هذه السوق

المطلب الأول: ماهية السوق النقدية

يقوم النظام المالي بوظيفة أساسية تتمثل في تحويل رؤوس الأموال من الأعوان الاقتصاديين (عائلات، مؤسسات، صناديق التقاعد والاحتياط...) الذين يقومون بالادخار لكون نفقاتهم أقل من مداخيلهم، نحو

الأعوان الاقتصاديين الذين يرغبون في الاقتراض لأن نفقاتهم أكبر من مداخيلهم. هذه الوظيفة يمكن أن تتحقق بطريقتين أساسيتين¹ واللذان يشرحهما الشكل رقم (1.1) :

الشكل رقم (1.1) : تدفق الأموال داخل النظام المالي



Source : Frederic Mishkin et des autres, Monnaie banque et marchés financier, Nouveaux Horizons, paris, 2013, 10^e édition, p 32

يتضح من الشكل رقم (1-1) أن النظام المالي يؤدي وظيفة اقتصادية هامة تتمثل في تحويل الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز، ويتم ذلك وفق طريقتين، إما عن طريق التمويل المباشر عبر قناة السوق المالي² أو عن طريق التمويل غير المباشر عبر قناة الوساطة المالية.

تعد العائلات المودع الرئيسي أو أصحاب الموارد الفائضة، إلا أن الشركات، الدولة، وغير المقيمين يمكن أن يكون لديهم أيضاً موارد فائضة يقررون إقراضها. تنتقل الأموال من المقرضين إلى المقترضين عبر قناتين أساسيتين:

Frederic Mishkin et des autres, Monnaie banque et marchés financier, Nouveaux Horizons, paris, 2013, 10^e édition, p 31.

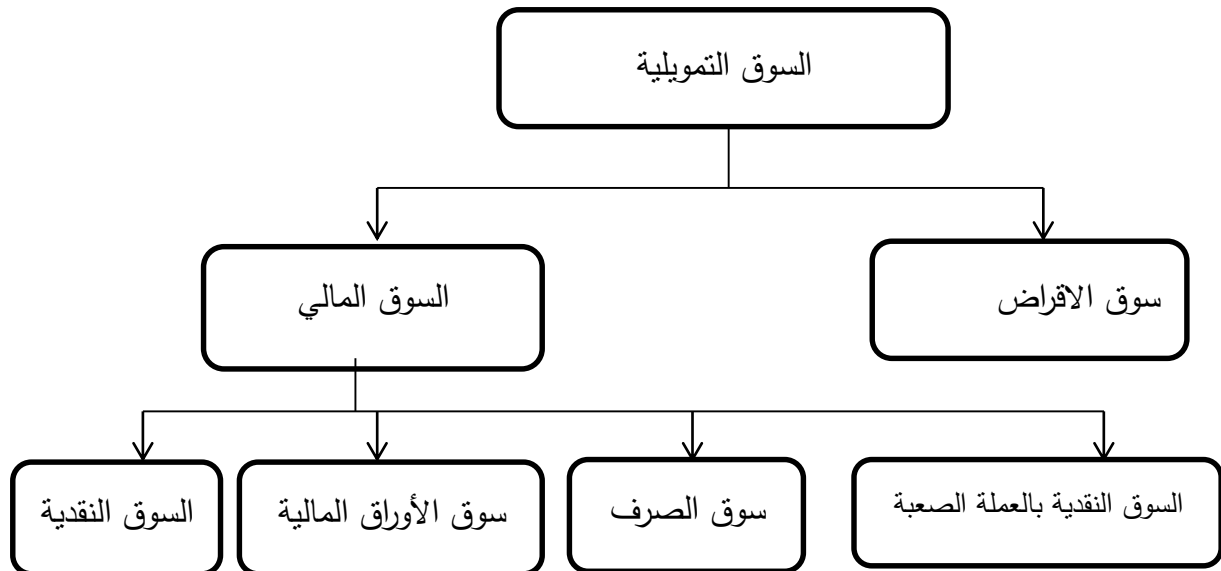
² يجب التمييز بين المصطلح الفرنكفوني والأجلوساكسوني للسوق المالية، فحسب المصطلح الفرنكفوني سوق رؤوس الأموال هي السوق الكلية وتنقسم إلى قسمين سوق نقدية وسوق مالية، أما حسب المصطلح الأجلوساكسوني فالسوق المالية هي السوق الكلية وهي التي تنقسم إلى سوق نقدية وسوق رؤوس الأموال.

التمويل المباشر أو السوقي: حيث يقترض المدينون مباشرة من المقرضين في أسواق رأس المال من خلال بيع أدوات مالية (أوراق مالية) تمثل مطالبات على العوائد المستقبلية أو أصول المقترض. هذه القناة موضحة في الجزء السفلي من الشكل (1-1).

التمويل غير المباشر أو الوسيط: عندما يتدخل الوسطاء الماليون في توجيه الأموال، يُعرف هذا بالتمويل غير المباشر، وهو موضح في الجزء العلوي من الشكل (1-1)، يقوم هؤلاء الوسطاء بتجميع الادخارات وتوجيهها إلى المقترضين بما يحقق الكفاءة في تخصيص الموارد ويخفف المخاطر المالية.

يتكون النظام المالي من مجموعة من الأسواق، إذ تنقسم السوق التمويلية إلى سوق الإقراض المصرفي والسوق المالي¹، تؤدي سوق الإقراض المصرفي وظيفة التمويل غير المباشر وذلك من خلال الوساطة المالية وهذا ما يظهر من خلال الشكل رقم (1.1)، أما السوق المالي فيؤدي وظيفة التمويل المباشر هذه الأخيرة تتكون بدورها من مجموعة من الأسواق الجزئية وهي: السوق النقدية، سوق الأوراق المالية، سوق الصرف والسوق النقدية بالعملة الصعبة. والشكل الموالي يبين ويشرح ذلك:

الشكل رقم (2.1): مكونات السوق رؤوس الأموال



Source : Sophie Brana et autres, Economie monétaire et financière, Dunod, Paris, 1999, p125 et Daoud Ben Jedidia Khoutem, La Monnaie, Ministère de l'enseignement supérieur de la recherche scientifique et de la technologie, Université virtuelle de Tunis, p15. En agissant.

¹ Sophie Brana et autres, Economie monétaire et financière, Dunod, Paris, 1999, p125.

1. تعريف السوق النقدية والأجل القصير :

تتعدد التعاريف الخاصة بالسوق النقدية، وتعكس في مجملها التطور الذي شهده هذا الجزء من سوق رؤوس الأموال، وذلك إثر التحول الواسع الذي عرفته الساحة المالية والدولية ابتداء من ثمانينات القرن العشرين. وقوفا عند الشكل (1-2) يظهر جليا أن السوق النقدية هي الشق الأول للسوق المالية، أما حسب أشرف محمد دويلة (2004) « تمثل الأسواق النقدية الاطار العام للمتاخرة بالأدوات المالية قصيرة الأجل، حيث سميت بالسوق النقدية لأنها تُمكن من تحويل الأصول المالية المتداولة فيها إلى نقود بسرعة وسهولة¹». أما Simon T Gray and Nick Talbot (2006) فيريان أن المفهوم الأساسي للسوق النقدية هو « إدارة السيولة قصيرة الأجل لأموال البيع بالجملة². وعطفا على ذلك؛ مروان عطون (2005) يعرف السوق النقدية بأنها « سوق القروض القصيرة جدا، وهي سوق التعامل بين البنوك التي تضمن تحقيق التوازن اليومي بين آجال العمليات الدائنة والمدينة للمؤسسات الائتمانية. حيث تقوم البنوك بعرض فوائضها لدى هذه السوق، كما تحصل منها على القروض اللازمة استنادا إلى وضعية احتياطياتها، لدى البنك المركزي³. أما كريم جودي فيعرفها (1998) حسب مفهومين، مفهوم ضيق وآخر واسع : «فالمفهوم الضيق يعني سوق النقود المركزية، أي المجال الذي يتم فيه تبادل نقود البنك المركزي عن طريق تحريك الحساب الجاري لدى مؤسسة الإصدار ويسمى سوق ما بين البنوك. أما حسب المفهوم الواسع فيعرفها كونها سوق الإقراض والاقتراض للأموال قصيرة الأجل⁴. في حين ترى catherine caballero (1989) أن السوق النقدية هي «المكان الذي يلتقي فيه طلب وعرض رؤوس الأموال قصيرة الأجل، و لكن هذا المفهوم عرف تحولا جذريا في منتصف الثمانينات ، فمنذ هذا التاريخ تمت إزالة الحواجز التي تعرفها هذه السوق و تمت توسعتها، وبهذا أصبحت سوق ما بين البنوك جزء من السوق النقدية وليس كل السوق كما كان⁵. بينما يذهب Georges Pauget و Jean Paul Betbeze (2007) إلى أن السوق النقدية هي «السوق التي يتفاوض من خلالها الأعوان الاقتصاديون فيما بينهم خاصة البنوك، حول الاستحقاقات القصيرة والمتوسطة الأجل لاحتياجاتهم وفوائضهم من رؤوس الأموال، حيث أن فوائض البعض تلبي احتياجات البعض الآخر، وذلك بمعدلات

¹ أشرف محمد دويلة، نحو سوق مالية عربية، مؤتمر التجارة العربية البيئية والتكامل الاقتصادي، الجامعة الأردنية، عمان، 20 سبتمبر 2004، ص 416.

² Simon T Gray and Nick Talbot, Developing financial markets, Handbooks in Central Banking No. 26, Bank of England, March 2007, p 6.

³ مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية، الجزء 1، ديوان للمطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، الطبعة الثالثة، 2005، ص 16.

⁴ Karim Djoudi, Refinancement des banques, Media Bank- N°34, Banque d'Algérie, décembre 1998 /janvier 1999, p 16.

⁵ Catherine Caballero, Le marché monétaire, Dalloz, paris, 1989, p1.

فائدة مختلفة ووفقا للمخاطر. وتشمل هذه السوق : سوق ما بين البنوك التي تتعامل فيها المؤسسات الائتمانية فقط، وكذلك سوق السندات القابلة للتفاوض والتي يتعامل فيها جميع الأعوان الاقتصاديين»¹.

من خلال التعاريف السابقة يتضح لنا جليا مفهوم السوق النقدية وكذا التطور الذي عرفه هذا المفهوم، فالجميع يتفق على أنها سوق تمويلية قصيرة الأجل، ولكن نجد أنفسنا أمام مشكلة جوهرية وهي تعريف الأجل القصير، إذ يبقى هذا المفهوم محل اختلاف بين المفكرين الاقتصاديين، وفي ظل هذا التباين يجدر بنا البحث في هذا الاختلاف. فعلى سبيل الذكر يرى Frederic Mishkin (2013) أن السوق النقدية هي سوق رؤوس الأموال التي يتم من خلالها تبادل الأدوات قصيرة الأجل هذه الأخيرة التي استحقاقاتها أقل من السنة². أما D.plihon, J.Couppy-Soubeyron, D.Saidane فيرون أن عمليات الإقراض والإقتراض في هذا الجزء من سوق رؤوس الأموال تتم لآجال قصيرة ومتوسطة تمتد من يوم إلى 7 سنوات³. أما Éric Chardoillet, Marc Salvat, Henri Tournyol du Clos فيرون أن تعريف الأجل القصير يختلف من مؤسسة لأخرى ومن نشاط لآخر، ولكن غالبا ما تكون المدة الزمنية سنة، وأحيانا سنتين حتى ثلاث سنوات. ومع ذلك؛ تظهر إحصائيات الحجم بوضوح أنه بترجيح حجم المعاملات المعالجة من خلال المدة؛ المعاملات التي مدتها أقل من شهر تمثل أكبر حجم من المعاملات المعالجة على مستوى السوق النقدية⁴.

2. خصائص السوق النقدية:

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن للسوق النقدية العديد من الخصائص التي تميزها عن غيرها من الاسواق، وغياب أحد هذه الخصائص يتسبب في جعل السوق غير فعالة وضحلة ولا تؤدي الدور الذي أسست من أجله وهذا يعتبر من معوقات التنمية الاقتصادية في الدول النامية . وهذه الخصائص تتمثل فيما يلي:

- هي سوق القروض القصيرة والمتوسطة الأجل، وكما رأينا سابقا هذا الأجل يمتد من يوم واحد وقد يصل حتى 7 سنوات، والمعاملات الأقل من الشهر تمثل الحجم الأكبر من مجموع المعاملات.

¹ Georges Pauget, Jean Paul Betbeze, Les 100 mots de la banque, bibliographie thématique « Que sais-je », L'ére édition, 2007, p85.

² Frederic Mishkin, Monnaie, banque et marché financiers, Nouveaux Horizons, Paris, 2013.

³ D.plihon, J.Couppy-Soubeyron, D.Saidane « les banques : acteurs de la globalisation financière », la documentation française, Paris, 2006, p16.

⁴ Éric Chardoillet, Marc Salvat, Henri Tournyol du Clos L'essentiel des marchés financiers, Groupe Eyrolles, édition d'organisation, 2010, p 154.

- يعتبر المتدخلون¹ في هذه السوق مؤسسات من نوع خاص والمتمثلة في البنوك المركزية والبنوك التجارية.... إلخ والتي بطبيعتها تمثل حجر أساس في أي نظام مالي، وأي مشكل على مستوى جزئي يمكن أن يتحول إلى مخطر نظامي يهدد النظام ككل، هذا إضافة إلى أن البنوك التجارية تمارس وظيفتها الأساسية والمتمثلة في الوساطة المالية، إذ تقوم باستقبال الودائع ومنح الإئتمان بمختلف أشكاله، ولأجل ذلك يقوم البنك بالتحويل النوعي للأصول الذي يسمح بتحويل الودائع قصيرة الأجل إلى قروض طويلة الأجل². يسمح التحويل النوعي للأصول بتحقيق هوامش ربح معتبرة بالمقابل يضع البنك في مشكلة رئيسية تتمثل في مشكلة السيولة وكيفية تسييرها. هذا ما يجعل هذه المؤسسات على صلة دائمة بسوق ما بين البنوك.
- يتداول فيها نوع خاص من الأصول ذات السيولة المرتفعة نسبياً والتي تعرف بالأصول النقدية وأهم ما يميز هذه الأصول أنها قادرة على التحول إلى نقود قانونية خلال فترة قصيرة وبأقل قدر من التكلفة أو الخسارة³.
- تنقسم السوق النقدية إلى عدة أسواق جزئية تختص كل منها بنوع من الأدوات النقدية قصيرة الأجل، فنجد سوق ما بين البنوك تستقطب النقد المركزي، وسوق سندات الحقوق القابلة للتفاوض التي تستعمل فيها سندات مالية مختلفة قابلة للتفاوض.
- سعر الفائدة هو الذي يحقق التوازن بين الكمية المعروضة من الأرصد النقدية والكمية المطلوبة منها.
- السوق النقدية هي المركز الذي تتجمع فيه الأصول النقدية الباحثة عن توظيف مؤقت في المدى القصير. ويتبادل فيها أيضاً بدائل النقود التي تتميز بسهولة التبادل، وانخفاض تكلفتها نسبياً.
- نتيجة للتطور التكنولوجي أصبحت المعاملات في هذه السوق غير مرتبطة ببعد مكاني معين، فالسوق النقدية لا تُعرف بموقع محدد لحدوث التبادل وإنما تشمل كل الرقعة الجغرافية للدولة⁴. ويمكن الاستعاضة عن ذلك بالاتصالات والمراسلات الالكترونية.
- انخفاض مستويات المخاطر السوقية: يتسم سوق النقد بتدني درجة المخاطر السوقية نتيجة انخفاض احتمالات تراجع أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه، نظراً لكونها أوراقاً قصيرة الأجل. لذا تترك الحادثة في أسعار الفائدة أو

¹ سيم دراسة هؤلاء المتدخلين في المطالب المالية

² هذه القروض توجه لتمويل التنمية وذلك بتقديم قروض لمختلف الاستثمارات في القطاعات الاقتصادية سواء الصناعية أو الزراعية أو الخدماتية.... إلخ

³ كل هذه الأصول سيتم دراستها في المطالب اللاحقة .

⁴ B.L.Roques « le marché monétaire » Vuibert, Paris, 2006, p16.

نتيجة أية متغيرات اقتصادية او مالية أخرى آثارا محدودة على الأسعار السوقية لهذه الأوراق، مما يجعل قيمتها عند الاستحقاق شبه مؤكدة.¹

- انخفاض مستويات المخاطر الائتمانية: ترتبط مخاطر الائتمان باحتمال عجز المدين عن الوفاء بدينه عند استحقاقه، وفي سوق النقدية حيث الأدوات المتداولة فيها صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية كالبنوك المركزية، أو البنوك التجارية، أو المؤسسات الحكومية، فإن مخاطر التعثر أو عدم السداد جد منخفضة.²

3. الفرق بين السوق النقدية والسوق المالية:

بعدما تعرفنا على مفهوم السوق النقدية وعرضنا مفهوم الأجل القصير يبقى مفهوم السوق النقدية غير مكتمل إلا بمعرفة الفرق بينها وبين السوق المالية بسبب تشابك العلاقة بين السوقين، وارتباط وظائفهما وتشابه بعض المؤسسات المتعاملة في كليهما، هذا الفرق يمكن إيجازه فيما يلي:³

- تتعامل السوق النقدية في الائتمان قصير الأجل، أما السوق المالية فهي تتعامل في الائتمان الطويل الأجل، ومن هنا كان سعر الفائدة في السوق المالية أعلى منه في السوق النقدية.
- تعتمد السوق النقدية في ممارسة عملياتها على الفوائض المالية لديها، أما السوق المالية فيعتمد في تقديم الائتمان على رأس مال البنوك وعلى القروض التي تعقدها في السوق لنفسها والتي تصدرها في صورة أسهم وسندات.
- يلجأ المقرضون للسوق النقدية في مواجهة عسر في السيولة النقدية، في حين المقرضون في السوق المالية يحصلون على الأموال للاستثمار في رأس المال الثابت.
- تتعامل السوق النقدية بالأوراق التجارية من كمبيالات والسندات، أما السوق المالية فتتعامل في الأوراق المالية من أسهم وسندات.
- السوق النقدية هي سوق لإدارة السيولة، أما السوق المالية فهي سوق الاستثمار.

¹ عبد الكريم أحمد قندوز، الأسواق المالية، سلسلة كتيبات تعريفية، العدد (21)، صندوق النقد العربي، 2021، ص 12.

² نفس المرجع السابق.

³ عادل أحمد حشيش، اقتصاديات النقود و البنوك، الدار الجامعية، بيروت، 1993، ص 149.

4- وظائف السوق النقدية:

بالنظر للمزايا التي تتمتع بها السوق النقدية، فإنها تؤدي دوراً فعالاً على مستوى الاقتصاد القومي من عدة زوايا. بالنسبة للسياسة النقدية التي يديرها البنك المركزي، تساعد السوق النقدية في تخطيط السياسة النقدية من خلال قيام البنك المركزي بتغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل، مما يسمح له بالتحكم في احتياطات البنوك التجارية التي تعتبر فاعلاً رئيساً في هذه السوق. إن التحكم في أسعار الفائدة قصيرة الأجل يساعد بدوره في توجيه أسعار الفائدة طويلة الأجل. إن توفر سوق نقدي فعال يساعد في إيجاد سيولة عالية للأصول المالية قصيرة الأجل. هذا من شأنه أن يخفف تكاليف التمويل قصير الأجل، وبالتالي يزيد معدل دوران رأس المال العامل لدى المشروعات الاقتصادية، ويؤدي في المحصلة النهائية إلى الانتعاش الاقتصادي¹.

يؤدي السوق النقدي دوراً محورياً في المنظومة المالية، باعتباره حلقة وصل بين السلطات النقدية والفاعلين الاقتصاديين من جهة، وآلية لتخصيص الموارد وتوزيعها بكفاءة من جهة أخرى. وتنبع أهميته من تعدد وظائفه وتكاملها، بحيث لا يمكن فهم ديناميكية النظام المالي بمعزل عن الأدوار التي يضطلع بها السوق النقدي. ويمكن حصر أبرز هذه الوظائف في المحاور الآتية:²

❖ وظيفة تعبئة السيولة قصيرة الأجل : يقوم السوق النقدي بتوفير قناة لتعبئة الموارد المالية في آجال قصيرة،

سواء لتلبية احتياجات البنوك في مواجهة اختلالات مؤقتة في موازينها، أو لتأمين السيولة اللازمة للمؤسسات المالية وغير المالية. وتعد هذه الوظيفة أساسية في ظل الطبيعة المتقلبة للتدفقات النقدية اليومية، حيث يمنح السوق النقدي القدرة على استيعاب الصدمات قصيرة الأجل دون الإخلال باستقرار النظام المالي.

❖ وظيفة تخصيص الموارد المالية : إلى جانب التعبئة، يضمن السوق النقدي توجيه السيولة نحو الاستخدامات

الأكثر كفاءة، من خلال آليات العرض والطلب التي تحدد أسعار الفائدة قصيرة الأجل. فالبنوك التي تتوفر لديها فوائض في السيولة تجد في السوق النقدي قناة لتوظيفها، في حين تلجأ البنوك والمؤسسات ذات العجز المؤقت إلى الاقتراض. هذا التخصيص الفعال يقلل من تكلفة التمويل ويعزز الانضباط المالي بين مختلف الفاعلين.

❖ وظيفة أداة للسياسة النقدية : يُعتبر السوق النقدي الأداة الأساسية لانتقال السياسة النقدية، حيث يستخدمه

البنك المركزي لضبط السيولة الكلية عبر عمليات السوق المفتوحة، تسهيلات الإقراض والإيداع، أو أدوات

¹ عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سبق ذكره، ص 12-13.

² Randall Dodd, L'ABC de l'économie : La fonction des marchés monétaires, Finances & Développement, Finances & Développement J, Juin 2012, pp 47-48

أخرى مثل الاحتياطي الإلزامي. ومن خلال هذه الآليات، يتمكن البنك المركزي من توجيه معدلات الفائدة قصيرة الأجل، وبالتالي التأثير في حجم الائتمان والنشاط الاقتصادي.¹

❖ **وظيفة توفير مؤشرات مرجعية :** يمثل السوق النقدي مصدراً رئيسياً لإنتاج معدلات الفائدة المرجعية، مثل سعر الفائدة بين البنوك لليلة واحدة أو أسعار الفائدة المرجعية الدولية LIBOR سابقاً، و SOFR أو STR حالياً. وتشكل هذه المعدلات مرجعاً حاسماً في تحديد تكلفة التمويل في مختلف الأسواق المالية، وتمتد آثارها إلى أدوات الدين العام والخاص، بل وحتى إلى القروض الموجهة للقطاع العائلي والمؤسسات.

❖ **وظيفة تعزيز الاستقرار المالي :** من خلال استيعاب الاختلالات المؤقتة في مراكز البنوك وتوفير قنوات للتسوية الفورية، يساهم السوق النقدي في الوقاية من أزمات السيولة التي قد تتحول إلى أزمات نظامية. كما أن وجود سوق نقدي عميق وفعال يعزز الثقة بين الفاعلين الماليين، ويحدّ من الحاجة إلى تدخلات استثنائية من البنك المركزي.

❖ **وظيفة دعم تطوير الأسواق المالية الأخرى :** يُعد السوق النقدي قاعدة انطلاق لتطوير أسواق الدين وأسواق رأس المال، إذ يسمح بتشكيل منحنى العائد (Yield Curve) على المدى القصير، والذي يمثل أداة تحليلية ومرجعية لا غنى عنها للمستثمرين وصانعي القرار. كما أن الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدي تشكل مكملاً ضرورياً للأدوات متوسطة وطويلة الأجل، مما يعزز تكامل النظام المالي.

المطلب الثاني: المتدخلون على مستوى السوق النقدية

ينشط على مستوى السوق النقدية نوعان من المتدخلين، المتدخلون الرئيسيون وهم البنك المركزي والبنوك التجارية، المتدخلون الإضافيون ويتمثلون في مختلف المؤسسات المالية غير المصرفية، إلا أن هذه المؤسسات الرئيسية والإضافية، لا تلعب نفس الدور في هذه السوق. وسنوضح ذلك فيما يلي:²

1. المؤسسات والأفراد التي تؤدي دور المقرضين: Les Prêteurs

لا يمكن لهذه المؤسسات والأفراد التدخل في هذه السوق إلا إذا كانت لديهم تدفقات نقدية فائضة مؤقتة، وأهمها: - الأفراد: وهم الأشخاص الطبيعيون، الذين يبرزون مظهرين من مظاهر النشاط البشري: خاص ومهني، فمن جهة

¹ عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سبق ذكره، ص 13.

² حدة ريس، دور السوق النقدية في تأمين سيولة النظام المصرفي، مجلة العلوم الإنسانية - جامعة محمد خيضر بسكرة العدد التاسع، مارس 2006، ص(5-7).

هناك استعمال أو استهلاك للسلع والخدمات لغايات شخصية، كما أن هناك التوفير الفردي، فنشاط الأفراد حتى وإن عبر عن العمليات الاقتصادية الأبسط، فهو يشكل العنصر المحرك لدوران النقود.

- **المؤسسات الاقتصادية:** سواء في صورة أشخاص معنوية أو في صورة مشاريع فردية، فهي تؤدي دورا اقتصاديا أساسيا في مزج عوامل الإنتاج بقصد إنتاج السلع أو تقديم الخدمات. وتتيح العلاقة القائمة بين الأفراد والمؤسسات ظهور تيار مزدوج من المبادلات الاقتصادية، يرافقه تيار نقدي مزدوج أيضا ذو اتجاهين متعاكسين متكون من مدفوعات الأفراد الساعين إلى شراء السلع والخدمات، ومن التعويضات المدفوعة في شكل أجور ورواتب لقاء العمل المستخدم.¹

- **المؤسسات المالية:** وهي غير المزودة بسلطة إصدار النقود كصناديق التوفير، ومؤسسات التقاعد والضمان الاجتماعي... إلخ، والتي تتمثل وظيفتها الرئيسية في تجميع الفوائض النقدية من أجل استثمارها دون القيام بنشاط ائتماني، كما يمتد دورها ليشمل الأسواق النقدية ذات الأجل القصير، كالوسطاء وبيوت الحسم الذين يتدخلون في السوق النقدية تدخلا ضعيفا ومحصورا. فبالنسبة لصناديق التوفير والاحتياط، تتولى تقليديا مهمة إدارة التوظيفات ذات المبالغ البسيطة، حيث تعتبر صلاحيتها في مجال الاستخدام محدود، ويرجع إلى صندوق الودائع والتأمينات أمر إدارة الأموال التي تتجمع على يد هذه الصناديق. أما فيما يخص المؤسسات المالية، فإن مواردها تتكون أساسا من رؤوس الأموال الخاصة بها، وبالمقابل تستطيع هذه المؤسسات المالية استعمال مواردها في عمليات الإقراض والتسليف، وهي تؤدي دورا مهما في تمويل المبيعات التقسيطية، هذا بالإضافة إلى أنها تقوم بوظائف خارج نطاق الأجل القصير، كالقيام بعمليات تتعلق بالقيم المنقولة، أو قروض الرهن عقاري.

2. المؤسسات التي تؤدي دور المقرضين: Les Emprunteurs

تتمثل المؤسسات التي تؤدي دور المقرضين في:

- بنوك القرض متوسط وطويل الأجل والتي لا تسمح لها قواعد العمل باستقبال ودائع الجمهور، وبالتالي فهي تتسم بضعف بعض الموارد الضرورية لمباشرة نشاطها، وأحسن مثال على ذلك المؤسسات المالية المتخصصة وبنوك التنمية.

¹- أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2003 ص 86 .

– الخزينة العمومية إذ تعتبر المقترض الرئيسي في الأسواق النقدية، نظرا لما تمثله سندات الخزينة من أهمية ضمن الأدوات التي يتم التعامل بها في هذه الأسواق. فكلما كانت حاجة الدولة للأموال أكبر، كلما زاد اقتراضها من السوق النقدية، عن طريق طرح إصدارات

3. المؤسسات ذات الدور المختلط :

تمثل المؤسسات ذات الدور المختلط في مختلف المؤسسات المالية المصرفية، بحيث تتدخل هذه الأخيرة بصفتها مقترضة تارة ومقرضة تارة أخرى، كما قد تقوم بالدورين في نفس الوقت ولكن لآجال مختلفة، ومن أمثلتها، البنوك التجارية على وجه الخصوص بالإضافة إلى الدور الذي يؤديه البنك المركزي على مستوى السوق النقدية كمتدخل رئيسي في إعادة تحديد سيولات البنوك التجارية.

4. وسطاء السوق النقدية:

هناك وسطاء بإمكانهم التدخل في السوق النقدية لربط الصلة بين جماعة المقرضين والمقترضين وهم: السماسرة وبيوت الخصم وبيوت القبول.

أ- السماسرة :

وظيفة السمسار في أسواق الجملة المالية هي أن يعمل كوسيط أو وكيل حيث يجمع بين طرفين مستقلين للقيام بمعاملة بطريقة فاعلية من حيث التكلفة. والسمسار لا يتولى مواقع رئيسية، ولهذا فإنه لا يتحمل مخاطر مالية بالنسبة للمعاملة التي يتدخل فيها في دفاثره. وهو يعمل كموصل لبيانات الأسعار وأخبار السوق. وبتقديمه لمعلومات فورية عن السوق، فهو يساعد عملاءه لتسعير نطاق واسع من المنتجات بالضبط بينما يتقاضى رسوم سمسة لقاء خدمته. والأهم هو أن السمسار يوفر السيولة للسوق، حيث يتاجر بالأعمال على الهاتف أو عبر الشاشة مما يوفر الوصول إلى المئات من المتاجرين المحتملين بالجملة في كافة أنحاء العالم، ومما تجدر ملاحظته أنه لا عامة الناس ولا مستثمرو التجزئة لهم منفذ مباشر للوصول إلى سوق سمسة الجملة. المسؤولية الأساسية للسمسار هي توفير التنفيذ السريع، وهذا يتطلب مهارات تفاوضية ووعي حاد على ممارسات السوق، وبإعطائه للعميل خدمة حيادية وسريعة، هناك ضمان لسرية السعر الحساس والمعلومات الخاصة بالأطراف المتاجرة.¹

ب- بيوت الخصم: وهي تأخذ شكل بنوك أو مؤسسات مالية يسمح لها بالقيام بدور الوسيط في السوق النقدية، فتقترض من طرف بعض المؤسسات من أجل إعادة إقراضها لجهات أخرى سواء بنفس تاريخ الاستحقاق، بحيث

¹ Simon T Gray & Nick Talbot, op cit, p 15.

يكون الفارق في معدل الفائدة ضعيفا، أو عند تواريخ استحقاق مختلفة، فمثلا قد يكتب في سندات الخزينة لمدة سنة، والموافقة على منح القروض لمدة سنة أو سنتين أو أكثر، والفارق في المعدل بين هاتين العمليتين يكون ما يسمى بهامش الربح.

ج. بيوت القبول : وهي مؤسسات خاصة بعمليات الاستيراد والتصدير تقوم بقبول الأوراق التجارية بالتوقيع على هذه الأوراق المسحوبة على عملائها، لا لتأكيد تعهدا بدفع قيمة الأوراق عند حلول تاريخ الاستحقاق الذي يكون لأجل قصير وهذا يساعد على زيادة تداول الأوراق داخل السوق النقدية.¹

د - المتعاملون الأولون وصناع السوق : تؤدي الوساطة دورا هام في تقليل المخاطر أمام راغبي الاستثمار وتحيي لهم أفضل ظروف يمكن أن يوائموها في ظلها بين السيولة والربحية ناهيك عن وظيفتهم الأساسية وهي توفير الأموال القادرة للإقراض، وتقديم المعلومات المالية وتحليلها لمن يطلبها بما يتوفر عادة لهؤلاء الوسطاء من أخصائيين من ذوي الكفاءة والخبرة في شؤون النقد والائتمان .

المطلب الثالث: عمليات السوق النقدية

يياشر مختلف المتدخلين في السوق النقدية معاملاتهم بواسطة نوعين من العمليات، عمليات غير مضمونة وتسمى بالعمليات على بياض وأخرى مضمونة، ويستعمل في هذه الأخيرة مجموعة من الأدوات والأصول المالية قصيرة الأجل، والتي عادة ما يكون أجلها عام أو أقل. وسيتم عرض هذه العمليات فيما يلي:

1. العمليات على بياض Opérations en blanc :

تقوم البنوك يوميا بإعادة تمويل بعضها البعض فيما يسمى بالسوق " على بياض " وهو ما يعني دون ضمان،² يقصد بالعمليات على بياض عدم تسليم أي ورقة تجارية أو مالية مقابل الحصول على قرض، أي المقترض لا يقدم أي ضمان مقابل الحصول على النقود المركزية (السيولة)، ويسجل فقط دينه في جهة خصومه، كما يقوم المقرض من جهته بفتح حساب بمقدار الدين.³

¹ حدة رايس، دور البنك المركزي في إعادة تجديد سيولة البنوك الإسلامية، إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2009، ص 162.

²Éric Chardoillet et des autre, L'essentiel des marchés financiers, Groupe Eyrolles, 2010, p 156.

³ حدة رايس، دور السوق النقدية في تأمين سيولة النظام المصرفي، ص 16.

إن هذه التقنية تعتبر فعالة بالنسبة للمعاملات ذات الآجال القصيرة، فتقدم امتياز السرعة والمرونة خاصة، مع غياب إجراءات أو قواعد كبيرة تعرقل سير العملية، حيث تسوى هذه الأخيرة حسابيا، وبالتالي فإن السوق النقدية في هذه الحالة تتسم ببساطة عملياتها، فليس هناك بيوت للخصم ولا سماسرة، فالعمليات ثنائية تحدث عادة إثر مكالمات هاتفية بين مسيري حسابات البنوك، وتأخذ شكل ترحيلات في دفاتر البنك المركزي بدون مبادلة الأوراق، وبالتالي فإن عملية الائتمان هذه تحتم وجود نوع من الثقة من طرف المقرض نحو المقترض، وهي ثقة تستمد وجودها من معطيات ذاتية أو موضوعية بين الطرفين، والتي تعتبر أساسا لتعامل بين مختلف المؤسسات العاملة في السوق النقدية.

2. العمليات المضمونة (Opérations garanties)

عكس العمليات على بياض يتم في العمليات المضمونة تسليم مجموعة كبيرة من أدوات الائتمان قصيرة الأجل مقابل الحصول على القروض ويعتبر الإلمام الكافي بها شرطا ضروريا هاما لفهم طبيعة وآلية هذه السوق، ومن أهم أدوات الضمان ما يلي :

1.2. سندات الخزينة : Les bons de trésor

يتولى البنك المركزي اصدار سندات الخزينة لحساب خزينة الدولة، في معظم دول العالم. حيث تعتبر سندات الخزينة عديمة المخاطرة، وبالتالي أكثر أدوات السوق النقدي سيولة وتداولاً لتشكل بحد ذاتها المعيار الذي تقاس عليه عوائد السوق النقدية فهي تمثل أسهل وسائل الاقتراض بالنسبة للحكومة، التي تحصل على الأموال اللازمة لإنفاقها من خلال بيع هذه الأدوات إلى الجمهور بواسطة البنوك المرخصة وشركات الوساطة المعتمدة. فالمستثمر يشتري سندات الخزينة بخصم عن قيمتها الاسمية التي تدفع له عند الاستحقاق. ويشكل الفرق بين ما دفعه المستثمر لشراء السندات وما قبضه عند استحقاقها، العائد على الاستثمار بسندات الخزينة.

2.2. شهادات الإيداع:

ظهرت شهادات الإيداع لأول مرة في نيويورك سنة 1961 ودخلت التعامل في الأسواق المالية والنقدية في سوق لندن العام 1966، ولذلك فهي تعتبر من الأدوات الحديثة في التعامل في الأسواق النقدية¹. إن شهادات الإيداع هي عبارة عن شهادات تصدرها البنوك والمؤسسات المالية، تشهد فيها بأنه تمّ إيداع مبلغ محدد لديها لمدة محدودة تبدأ من تاريخ إصدار الشهادة تنتهي بتاريخ استحقاقها. وتحمل شهادة الإيداع سعر فائدة

¹فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2006، ص172.

محددا كما وتبين شروطها المذكورة على خلف هذه الشهادة طريقة احتساب ودفع الفائدة عند الاستحقاق وشروط تداولها وفقا لمعادلة حسابية محددة، لذلك فإننا نجد أنه يترتب على البنك المصدر لها التزام مالي مباشر بالنسبة للقيمة الاسمية للشهادة والفائدة المستحقة عليها.

تعتبر شهادات الايداع من الأدوات الممتازة في سوق النقدية خاصة للأموال ذات الحساسية بالنسبة لأسعار الفائدة وتتميز عن الودائع الآجلة بأنها قابلة للتداول والتحويل قبل استحقاقها وذلك عن طريق بيعها إلى مستثمر آخر في السوق الثانوية.¹

3.2. الأوراق التجارية:

تمثل الأوراق التجارية مختلف أنواع الأوراق الخاصة ذات الأجل القصير وتستخدم هذه الأخيرة في العمليات التجارية على أساس أنها شهادة دين، تظهر بكل وضوح حقوق والتزامات كافة أطرافها، لهذا فإن هذه الأوراق التجارية تعتبر مصدرا هاما لتمويل جزء من رأسمال العامل في الاقتصاد وفيما يلي نتعرض لأهم أنواعها:

1.3.2. السند لأمر أو السند الأذني (Billet à ordre)

وهو صك يتعهد فيه المدين بأن يدفع مبلغا معينا، مسجلا في السند في تاريخ معين - لا يزيد هذا الأجل عادة على ثلاثة أشهر - لشخص آخر هو الدائن أو لحامل السند بصفة قانونية.

كما أن انتقال السند من دائن لآخر يتم من خلال تظهيره (Endossement) الذي يتيح استعمال السند كأداة أو وسيلة لسداد الالتزامات في الاقتصاد، وذلك بقيام الدائن بكتابة عبارة على ظهر السند تفيد بنقل حقه فيه إلى دائن آخر، أما بالنسبة للمدين في السند فإنه ملزم بدفع مبلغ السند لأي شخص يقدمه له بتاريخ الاستحقاق.

2.3.2. الكمبيالة أو السفتجة (La lettre de change)

وتعتبر الكمبيالة - وهي من أصل إيطالي - أشهر الأوراق التجارية على الإطلاق وليست الكمبيالة سوى سند إذني يتداخل فيه ثلاثة أشخاص، وبذلك فإن صيغة السفتجة تكون عبارة عن أمر يوجهه المدين الساحب ويطلق عليها أيضا سند السحب بأن يدفع مبلغ معين من المال من الدائن إلى مدينه المسحوب عليه بتاريخ معين، كما أن السند لأمر يستعمل عادة في سداد دين المستفيد واحد (بين الدائن والمدين) أما السفتجة فإنها تتيح سداد دينين معا. ومن الملاحظ أن أجل استحقاق الكمبيالة قصير لا يزيد عن ثلاثة أشهر، غير أن من حق المستفيد أن يشك في صحة وجود ذمة المسحوب عليه لصالح الساحب أو أن يشك في إمكانية وفائه بتعهدده، وفي هذه الحالة فإن من

¹ ماهر كينغ شكري، مروان عوض، مرجع سبق ذكره، ص 74-75.

حقه أن يطلب من المسحوب عليه تأكيد بعد أن يكتب كلمة: مقبول ويؤرخ التزامه، فيقوم هذا الأخير بعملية القبول ويوقع وهكذا يصبح القرض مقبولا.

وقد يشك المستفيد من صحة وجود الذمة بين الساحب والمسحوب فيقدم الورقة التجارية إلى شخص آخر ليضمن حقوقه، أي يتعهد له بضمانها وتسمى هذه العملية بالضمان الاحتياطي (L'aval) كما أن بإمكانه تظهير الكمبيالة واستخدامها في العمليات التجارية، والمعروف أنه كلما تعدد تظهير الأوراق التجارية وكثرت فيها التوقيعات كلما اكتسبت قوة وزادت ثقة الأفراد بها، لأن هذه التوقيعات تعتبر ضمانا كبيرة لها فكأنها أصبحت نقودا تملك قوة إبراء عامة.

3.3.2. سند الرهن (التخزين) : Le Warrant

سند الرهن هو سند يسلم للشخص الذي أودع سلعة في أحد المخازن العامة وهو ذو قسمين، قسم يثبت ملكية الشخص لهذه السلع وقسم يمكن أن يصبح وثيقة رهن أو بيع بمجرد تظهيره، وهو بذلك مثالا لورقة تجارية، فصاحب السند يمكن له أن يحصل على قرض مقابل تسليمه القسم الثاني بعد أن يظهره باسم المقرض، بحيث تعتبر السلع المودعة في المخزن العام مرهونة مقابل ذلك القرض، وهو عموما يشبه السند لأمر في صيغته، لكنه يختلف عنه بكونه مضمونا، وفي كثير من الدول تقام مستودعات أو مخازن عامة يمكن لصاحب السلع أن يودعها فيها لفترة معينة مقابل أجر أو عمولة متفق عليها، ويحصل أيضا على إيصال من إدارة المخزن يثبت عملية الإيداع ويكون مرفقا عادة بسند الرهن، وبذلك فإن إيصال الإيداع وسند الرهن تمثل السلعة المودعة - حيث أن مالكة لا يستطيع استردادها إلا بإظهار الإيصال وسند الرهن.

وإذا أراد صاحب السلع (حامل الإيصال والسند) أن يقوم ببيعها للغير، فإنه يتنازل عن إيصال ملكيتها وسند رهنها من خلال تظهيرها، بذلك تتم عملية البيع وتنقل ملكية السلع للمشتري كما أن حامل الإيصال وسند الرهن يستطيع أن يقترض من الغير بواسطة تظهيره لصالح الدائن الذي يستطيع بدوره أن يظهره لدائنيه (سداد لقيمة البضاعة أو وفاء لدين)، وبذلك فإن سند الرهن قابل للتظهير كالسند لأمر وتطبق عليه نفس أحكام هذا الأخير.¹

4.3.2. سند الصندوق: Bon de caisse

إن سند الصندوق هو سند إذني كذلك، وهو محرر صادر عن المؤسسات أو عن البنك ليكتب الأفراد به، وفيه يلتزم البنك أو المؤسسة التي قامت بإصداره بدفع قيمة السند إلى المكتتبين عند أجل الاستحقاق، وتقوم البنوك

¹ مروان عطون، مرجع سبق ذكره، ص 38.

والمؤسسات بإصدار سندات الصندوق كلما كانت بحاجة إلى موارد لأجل قريب ذلك ان مدة استحقاق سند الصندوق تكون محدودة.

فمن أهم المزايا التي تتصف بها الأوراق التجارية هي إمكانية خصمها لدى البنوك ويعني ذلك في حقيقة الأمر قيام هذه الأخيرة بتقديم قروض قصيرة الأجل، لكن البنك التجاري ليس ملزماً بالاحتفاظ بالورقة حتى تاريخ استحقاقها وتحصيلها من المدين فيها فقد يحتاج البنك بصورة طارئة للسيولة، فيقوم بإعادة خصم بعض أو كل ما لديه من الأوراق لدى البنك المركزي.

المبحث الثاني: مكونات السوق النقدية

بعدما تعرفنا في المبحث الأول على مفهوم السوق النقدية، واتضح لنا أنها تتكون بالمعنى الواسع من جزأين وهما: السوق النقدية ما بين البنوك؛ سوق السندات القابلة للتفاوض. سيتم من خلال هذا المبحث التفصيل في مختلف مكونات هذه السوق ومختلف العمليات التي تحدث فيها.

المطلب الأول: السوق النقدية ما بين البنوك

تلعب البنوك دوراً محورياً في الاقتصاد من خلال ثلاث وظائف أساسية هي: التحويلات المالية، واستقبال الودائع، وتقديم القروض. تعتمد عملية الإقراض على الودائع، إلا أن عدم استقرار هذه الأخيرة يفرض وجود آلية تكميلية لضمان السيولة، ويتمثل ذلك في السوق البنكي بين البنوك، الذي يتيح للبنوك ذات الفائض من السيولة إقراض البنوك التي تعاني من نقص. يوضح هذا السوق مدى التضامن الإجباري والاعتماد المتبادل بين البنوك، كما أن حسن عمله يعد عنصراً أساسياً لاستقرار النظام المالي. في هذا السياق، يقوم البنك المركزي بدور إشرافي واستراتيجي، فهو يضمن التزويد الصحيح بالدورة النقدية، وينظم حجم الائتمان الممنوح من قبل البنوك، ويؤدي دوراً مالياً يتمثل في توفير السيولة، ودوراً اقتصادياً لضمان استقرار النظام. وتشير هذه الديناميكية إلى هشاشة النظام المصرفي واعتماده على السيولة والائتمان، مع التأكيد على أهمية التضامن البنكي الذي يتيح استمرار عمل النظام المالي بكفاءة..

1. ماهية سوق ما بين البنوك:

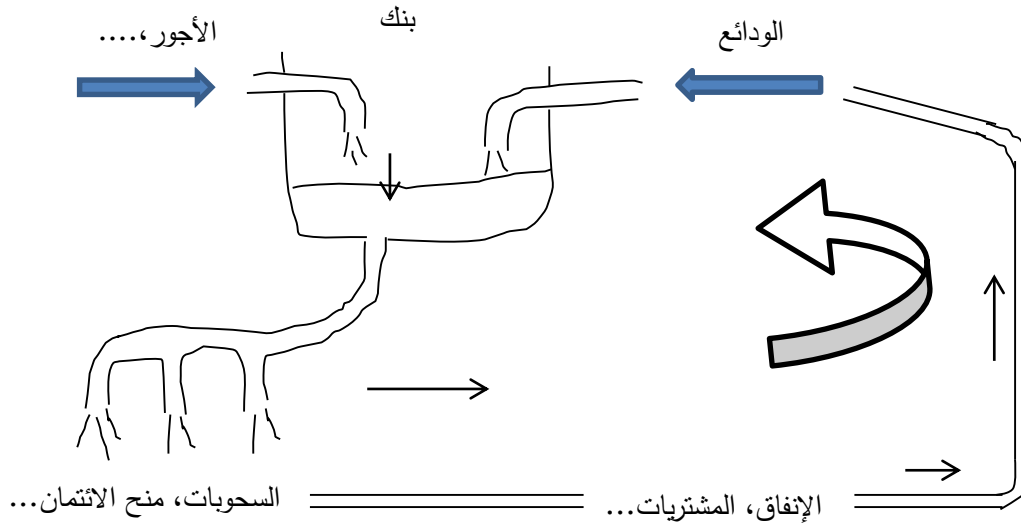
من خلال ما يوحيه اسمها، سوق ما بين البنوك هي حكر على البنوك التجارية ومؤسسات القرض والبنوك المركزية، وهي السوق التي يتبادل من خلالها مَهْنِيُو القطاع المصرفي الأصول المالية والسيولة.

حسب **Lemasson** (2017) تُعد السوق ما بين البنوك، رئة النظام المصرفي، وهو جانب قليل غير معروف عن الحياة البنكية، رغم سهولة فهم سبب وجوده¹، أما Mario Dehove (2011) يُعرِّفها بأنها « تلك السوق التي يتم من خلالها تبادل السيولة بين البنوك التجارية، ويقوم البنك المركزي بممارسة وظيفته من خلالها والمتمثلة في التنظيم والضبط النقدي»².

تلجأ البنوك للسوق النقدية بالمعنى الضيق من أجل تمويلها، أو لإقراض فائضها النقدي للبنوك التجارية التي تعاني من عجز في السيولة. فبممارستها لوظيفة الوساطة المالية، والتي تقوم على استقبال الودائع ومنح الائتمان، توجد بنوك لديها فائض سيولة، أي حجم الودائع أكبر من حجم الائتمان، وبنوك أخرى تعاني من عجز في السيولة وذلك في حالة ما إذا فاقت إلتزامات البنك حجم الأموال المستقطبة.

تقوم البنوك بالتحويل النوعي للأصول وبموجب ذلك تقوم بتدوير نقود زبائنها، فمسحوبات هؤلاء تخصص للإنفاق والشراء وبالتالي تعود مجددا للبنك بشكل أو بآخر كودائع التجار والمؤسسات أو في شكل أجور... إلخ والشكل الموالي يوضح ذلك :

الشكل رقم (1-3) : دور الوساطة لدى البنوك التجارية



Source : Lemasson Alain, *Banque, finance, économie pour tous*, Paris, Gereso Éditions, 2017, p 26.

¹Lemasson, Alain, *Banque, finance, économie pour tous*, Paris, Gereso Éditions, 2017, p 22

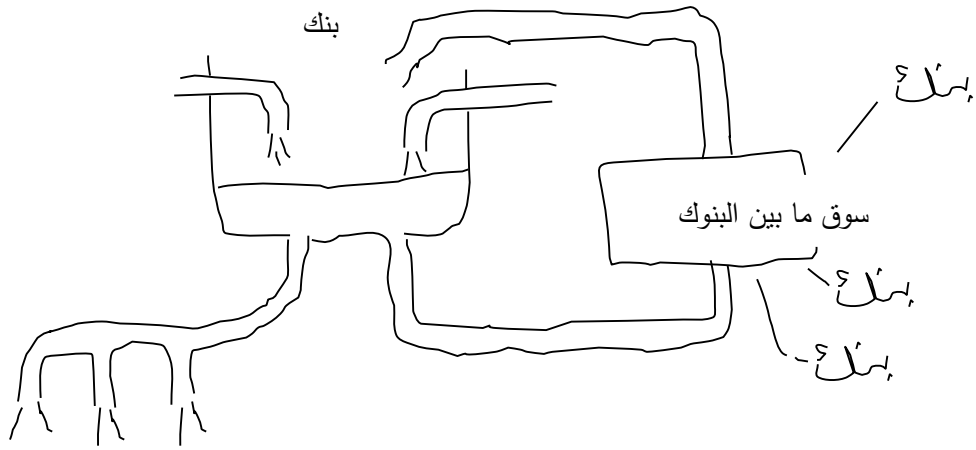
²Mario Dehove , INSTITUTIONS ET THÉORIE DE LA MONNAIE, Septembre 2001, p.1.

من خلال الشكل أعلاه تتضح لنا أن حركية النقود دائمة وتشكل حلقة. في هذه الأخيرة يوجد نوعان من التدفقات، تدفقات متوقعة كأجور العمال مثلا، وأخرى غير متوقعة هذه الأخيرة تتوافق والسحوبات المفاجئة للأفراد والمؤسسات.

إن خزانة كل البنك تمثل له تحديا ورهانا حقيقيا، فمن الصعب عليه الحفاظ على توازنها الدائم واليومي، كون الخزانة هي منطقة ترانزيت (عبور) لجميع التدفقات النقدية الداخلة والخارجة المتوقعة وغير المتوقعة التي تحققها مختلف مصالح البنك التجاري. والقيام بإحصاء هذه العمليات المختلفة يسمح بتقدير رصيد الخزانة في نهاية اليوم.¹ بعد القيام بمجموعة من التقديرات يمكن تحديد الوضعية التقديرية للخزانة وحجم رصيدها، الذي يمكن أن يكون إما موجبا أو سالبا، وسوف يتقرر بناء على ذلك إما توظيف الأموال الفائضة، أو الاقتراض لتغطية العجز المقدّر تحقيقه.

هنا يتدخل عامل مهم، لا يظهر للعيان وتبقى معرفته حكرا على المهنيين والمحترفين، ولكن لا يمكن الاستغناء عنه للسير الحسن للعمل المصرفي، فتكامل الاحتياجات من بنك لآخر أدى إلى إنشاء نظام للتضامن وتسهيلات تعاونية، وهذا العامل يتمثل في سوق ما بين البنوك. والشكل الموالي يبين ذلك:

الشكل رقم (01-04): دور سوق ما بين البنوك في تسيير فائض وعجز سيولة بنك تجاري



Source : Lemasson, Alain, Banque, finance, économie pour tous, Paris, Gereso Éditions, 2017,p 28.

إن الأموال المودعة لا تُستخدم مباشرة بشكل دائم. لذلك تم ابتكار نظام لتبادل الفوائض والنقص في السيولة بين البنوك، وهو ما يشكل السوق البنكي بين البنوك، الجزء الأكثر أهمية ضمن السوق النقدي. وقد فرضت هذه

¹ Catherine Caballero, Op. cit, PP.33.34

الآلية نفسها بشكل طبيعي لضمان الاستمرارية، إلا أن لها نقطة ضعف رئيسية تكمن في هشاشتها؛ إذ أن إخفاق أي بنك قد يهدد جميع البنوك التي أقرضته أموالاً، وبالنتيجة قد يتأثر النظام المصرفي بأكمله. كما أن أي شك في متانة بنك واحد قد يؤدي إلى شلل النظام. إن إدراك هذا الواقع يغير تمامًا نظرة الباحث أو القارئ إلى العالم البنكي، ويبرز هشاشة البنوك والدور الحاسم للبنوك المركزية في مراقبة حسن سير السوق البنكي بين البنوك. وتعتبر هذه الآلية مفتاحاً أساسياً لفهم السياسات التنظيمية، وأزمات مثل أزمة الرهون العقارية، والفروق بين السيولة والربحية في النظام المصرفي¹.

2- مكونات سوق ما بين البنوك :

وتجدر الإشارة إلى أنه؛ في الحالة العادية، لا توجد بنوك تتميز بفائض هيكلي أو عجز هيكلي في السيولة؛ وإنما وضعية الفائض أو العجز في السيولة هي وضعية مؤقتة تنتج عن عدم توافق التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، وتتميز بالتغير المستمر حتى في فترات زمنية قصيرة. وانطلاقاً من وضعية الخزينة، تقترح البنوك إما توظيف فوائضها أو الاقتراض لحاجاتها وذلك بالتعامل مع أحد السوقين المكونين للسوق النقدي ما بين البنوك وهما:

✓ سوق العمليات اليومية ما بين البنوك:

يمكن للسوق النقدية ما بين البنوك أن تكون خارج نطاق البنك المركزي وذلك في حالة ما إذا كان حجم السيولة المعروضة تغطي الطلب عليها أو تزيد، وأن حاجة البنوك للنقود المركزية تلبي خارج البنك المركزي، أي بالسيولة الفائضة لبنوك أخرى. ويكون ذلك بتبادل السيولة من خلال الحساب الجاري لها لدى البنك المركزي، أما في الحالة العكسية فنكون أمام سوق البنك أين يكون إجمالي البنوك في حاجة إلى السيولة المركزية. وتتحدد شروط الائتمان كل يوم لليوم الموالي.

✓ العمليات لأجل ما بين البنوك: في سوق العمليات لأجل تقوم البنوك بتبادل السيولة لآجال محددة يمكن

أن تصل إلى سنتين؛ وتزيد عن يوم واحد. ويتولى فيها البنك المركزي دور الوساطة.

3. وظائف سوق ما بين البنوك:

لسوق ما بين البنوك ثلاثة وظائف رئيسية:²

¹ Lemasson, Alain, op cite, p22

² Mario Dehove ,op cite, pp. 1-2.

● إعادة توزيع السيولة بين البنوك التجارية فيما بينها من أصحاب الفائض نحو أصحاب العجز:

من أهم وظائف البنوك استقبال الودائع ومنح القروض، هذه الأخيرة التي ينشأ عنها خلق النقود وخلال فترة معينة، وأثناء قيام البنوك بوظائفها و بالنظر إلى توزيع الائتمان المصرفي ، وكذا بالنظر إلى ما استقبلته من ودائع، قد تسجل بعض البنوك احتياجات في السيولة، وهذا نتيجة لمنحها ائتمان أكبر مما استقبلته من ودائع، كما قد تسجل بنوك أخرى فائضا في السيولة وهذا نتيجة لمنحها ائتمان أقل مما استقبلته من ودائع. وبما أن السيولة المودعة لدى البنك المركزي لا تدر أي عائد للبنوك أو عائدا ضعيفا، فعلى البنوك أن توظف هذه الفوائض في سوق ما بين البنوك وذلك مقابل فائدة.

● تسويات الخزينة بين البنوك:

قيام البنك بوظيفة الوساطة المالية يعرضها لمجموعة من المخاطر: خطر سعر الفائدة، خطر الصرف، خطر السيولة. ومن أجل الحد من هذه المخاطر، البنوك تتبادل فيما بينها الأصول في السوق النقدية. وهذه العمليات عادة ما تكون مؤقتة.

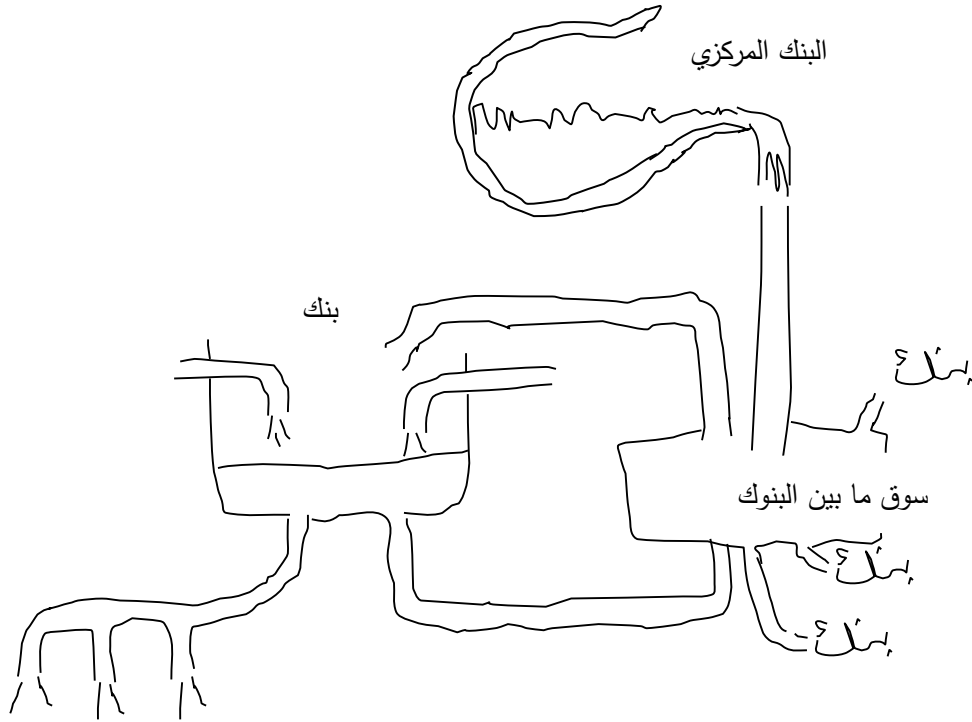
● تنظيم البنك المركزي للسيولة البنكية :

نتيجة لتحويل الإيداعات إلى سندات، ونتيجة للاحتياطات الإجبارية، البنوك تعاني باستمرار من نقص في السيولة. ومن هنا يأتي دور البنك المركزي في تنظيم سيولة القطاع المصرفي، وذلك بالاعتماد على مجموعة من الأدوات التي تمكن البنك المركزي من تحقيق أهدافه، ومعظم هذه الأدوات تتعامل بها في السوق النقدية.

المطلب الثاني: سوق البنك المركزي

يكون سوق ما بين البنوك مثاليا إذا كانت فوائض جزء من البنوك تساوي تماما العجز الذي حققه الجزء الآخر، لكن على أرض الواقع نجد أن النظام المصرفي عرضة لأن يكون عاجزا إذا كانت القروض الممنوحة عبر النظام المصرفي أكبر من الادخار المتاح. وهنا يتدخل البنك المركزي لتغطية هذا العجز وتغذية الجهاز المصرفي بالسيولة. والشكل الموالي يبين ذلك:

الشكل رقم (1-5): تدخل البنك المركزي في سوق ما بين البنوك



Source : Lemasson, Alain, *Banque, finance, économie pour tous*, Paris, Gereso Éditions, 2017, p 31

كما يتدخل البنك المركزي من خلال هذه السوق وفي إطار السياسة النقدية إما بضخ السيولة في الجهاز المصرفي بهدف التوسع في منح القروض وتخفيض معدل الفائدة وإما بالاتجاه العكسي وذلك بامتصاص السيولة والهدف من ذلك تسقيف منح القروض للاقتصاد ومحاربة التضخم.

يتدخل البنك المركزي في السوق النقدي ما بين البنوك لضبط معدلات الفائدة، السيولة والائتمان. إضافة لتحديداتها وفقا لقوى العرض والطلب، يتدخل البنك المركزي بصفته سلطة السوق النقدي لضبط معدلات الفائدة وذلك بوضع سقف أدنى وآخر أعلى للمعدل اليومي للسوق النقدي ما بين البنوك. لضبط السيولة البنكية وبالتالي الائتمان، يتدخل البنك المركزي في السوق النقدي بأدوات السياسة النقدية والتي تختلف باختلاف وضعية السوق (فائض أو عجز في السيولة)، وتتمثل في :¹

¹ دردر نصيرة، سبل تفعيل السوق النقدي الجزائري، مجلة الاصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، 2014، (79-115)، ص 88-90

✓ مزادات القروض بالمناقصة Les adjudication:

تتم المزادات بمبادرة من البنك المركزي، وذلك في حالة وجود عجز في السيولة السوق النقدية ما بين البنوك. فبعد الإطلاع على وضعية السوق يعمل البنك المركزي على تحسين سيولة البنوك وذلك باتخاذ قرار إقراضها عن طريق المزادات. من جهتها تعمل البنوك على تحديد كمية النقود التي تودّ اقتراضها وأيضاً معدل الفائدة الذي ستدفعه مقابل حصولها على هذه الأموال، وبناء على عروض البنوك يحدد البنك المركزي كل من حجم السيولة الذي سيعمل على إقراضه وأيضاً معدل الفائدة.

بهذه الآلية يمكن للبنك المركزي أن يؤثر في حجم السيولة البنكية إما برفع أو تخفيض مبلغ المزادات أو معدل الفائدة.

وتجدر الإشارة إلى أن معدل الفائدة على المزادات يشكلّ السقف الأدنى لمعدلات السوق النقدية، ففي حالة وجود معدل فائدة في السوق النقدية أقل من معدل المزادات يشلّ السوق، فالبنك الذي لديه فائض يمتنع عن إقراضه لبنوك أخرى لأنه إذا حدث وسجلّ عجز في السيولة سيلجأ إلى البنك المركزي ليقترض منه مقابل معدل فائدة أكبر من معدل السوق.

✓ الأمانات Les pensions:

بموجب هذه الأداة تتم عمليات التمويل بمبادرة من البنوك التي تعمل على التنازل المؤقت لأوراقها المالية القصيرة الأجل لصالح البنك المركزي، والذي يحدد معدل الفائدة الخاص بالأمانات.

يشكل هذا الأخير السقف الأعلى لمعدلات الفائدة في السوق النقدية، ففي حالة ما إذا تجاوز معدل السوق النقدية ما بين البنوك معدل الأمانات فإنّ البنوك المقترضة تتخلى عن هذا السوق وتلجأ للإقراض من البنك المركزي. وتجدر الإشارة إلى أنه كلما اقتربت معدلات الفائدة، في السوق النقدية ما بين البنوك، من معدل المزادات كلما دلّ ذلك وجود فائض في السيولة، أما في الحالة العكسية فقترب معدلات الفائدة من معدل الأمانات.

✓ السوق المفتوحة: في إطار عمليات السوق المفتوحة يقوم البنك المركزي ببيع وشراء سندات، قد تكون عمومية

أو خاصة، وذلك بهدف التحكم في القاعدة النقدية. من خلال تدخّله المباشر، يؤثر البنك المركزي على عمل السوق النقدي، ففي حالة وجود عجز في السيولة يقوم البنك المركزي بشراء السندات كمقابل لضخ النقود، أما في الحالة العكسية فيقوم ببيعها بهدف امتصاص الكتلة النقدية الفائضة.

تكون عمليات السوق المفتوحة بمبادرة من البنك المركزي وتتم بشكل قطعي أو نهائي ولا يتعلّق الأمر بأي جدول زمني، وهي جاءت لتحويل محل عمليات إعادة الخصم. بموجب هذه الأداة يعرض البنك المركزي النقود المركزية في السوق النقدية وذلك بمعدّل فائدة يتحدد وفقا لوضعية السوق، حيث تمكن عمليات السوق المفتوحة من السيطرة على الائتمان وذلك بتحقيق التوسع أو التقلص المرغوب في النقود بما يحقق الفعالية الاقتصادية، وهي مصممة ليكون لها تأثير مباشر وآني على حجم النقود والائتمان وكذلك على أسعار الفائدة، لكن يعاب عليها وقوع آثارها على كل البنوك فالبعض منها لا يُقبل على مثل هذه العمليات. إنّ حجم عمليات السوق المفتوحة يعتمد على سعة ونشاط السوق في كلّ من الأوراق المالية الحكومية قصيرة وطويلة الأجل وأيضا بأنواع معيّنة أخرى من الأوراق المالية. حيث يهدف تعامل البنك المركزي بالأوراق المالية طويلة الأجل إلى التأثير على أسعار الفائدة في المدى الطويل وليس فقط تغيير سعر الفائدة على القروض قصيرة الأجل. إضافة لهذه الأدوات الثلاثة، يمكن لتدخل البنك المركزي في السوق النقدية ما بين البنوك بأن يحمل أشكالاً أخرى تختلف من بلد لآخر ومن فترة لأخرى وذلك حسب معطيات السوق.

المطلب الثالث : سوق السندات القابلة للتفاوض

يعد سوق سندات الحقوق القابلة للتفاوض أحد المكونات الجوهرية للسوق النقدي، حيث يتيح للأطراف الاقتصادية المختلفة -من مؤسسات مالية، وشركات كبرى، ومستثمرين مؤسسين- تبادل أدوات دين قصيرة الأجل ذات قابلية عالية للتسييل. وتتميز هذه السندات بأنها تُصدر عادة من قبل مؤسسات مالية قوية أو شركات مرموقة أو حتى الخزينة العامة، ما يمنحها مصداقية ودرجة أمان معتبرة. ويكمن الدور المركزي لهذه السوق في تمكين وحدات العجز المالي من الحصول على موارد آنية، مقابل تمكين وحدات الفائض من استثمار سيولتها في أصول منخفضة المخاطر وسهلة التداول .

سوق سندات الحقوق القابلة للتفاوض هي من الأسواق غير المنظمة، وهي تتكون من قسمين، السوق الأولي أين يتم الإصدار وفيها تتحدد أسعار الفائدة الخاصة بها، والسوق الثانوي أين يتم تداول السندات المصدرة في السوق الأولي. يمكن للمستثمر أن يحتفظ بهذه السندات إلى غاية حلول آجال استحقاقها، كما يمكنه بيعها في السوق الثانوي حسب حاجته للسيولة أو حسب رؤيته الاستثمارية.¹

¹ دردر نصيرة، مرجع سبق ذكره، ص 92

يُصنّف سوق الحقوق القابلة للتفاوض ضمن الأسواق المنظّمة من الناحية القانونية، إذ يخضع لإطار تشريعي دقيق يحدّد شروط إصدار الأدوات المتداولة فيه (شهادات الإيداع، سندات الخزينة القابلة للتفاوض، السندات التجارية). هذا التنظيم يعكس إرادة السلطات النقدية في ضمان الشفافية وحماية المستثمرين وضبط آجال التمويل القصير الأجل. ومع ذلك، فإن هذه السوق لا تتخذ شكل سوق بورصية مركزية، بل يُدار في الغالب عبر قنوات خارج البورصة من خلال شبكات البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة. وبالتالي، فهو يجمع بين صفتين تبدوان متعارضتين ظاهرياً: من جهة، هو سوق منظم ومحكوم بنصوص قانونية واضحة؛ ومن جهة أخرى، هو سوق لامركزي (غير منظم) في بنيته التشغيلية، حيث يتم التفاوض مباشرة بين الفاعلين الاقتصاديين دون المرور عبر منصة تداول موحدة. هذا التوازن بين التنظيم القانوني واللامركزية العملية يمنح السوق مرونة عالية في تمويل الحاجات الآنية للسيولة، مع الحفاظ على حد أدنى من الانضباط والرقابة.

إن الطبيعة الخاصة لهذه السندات تجعلها أداة مثالية لتسيير السيولة قصيرة الأجل، إذ تُسهّم في إعادة تدوير الفائض النقدي بين الفاعلين الاقتصاديين، وتخلق قناة فعالة لانتقال السيولة من القطاعات ذات الفائض إلى القطاعات ذات العجز. وهو ما يفسر إدراجها كأحد الأعمدة الأساسية في البنية المؤسسية للأسواق النقدية المتقدمة.¹ تعود تسمية هذه الأصول بالقابلة للتفاوض؛ إلى الخاصية القانونية والاقتصادية التي تميز هذه السندات عن غيرها من الالتزامات المالية. فهي لا تُعتبر مجرد عقد ثنائي مغلق بين مصدر ومكتتب، بل تُمكن حاملها من إعادة بيعها أو تحويلها إلى طرف ثالث في السوق الثانوية قبل تاريخ الاستحقاق. هذه القابلية للتداول (Négociabilité) تمنحها سيولة مرتفعة، وتحوّلها إلى أداة مالية مرنة تسمح للمستثمر بإدارة مراكزه المالية بسرعة وبأقل تكلفة ممكنة. ومن ثمّ، فإن "القابلية للتفاوض" ليست توصيفاً شكلياً بقدر ما هي خاصية مؤسسية تفسّر سبب مركزية هذه الأدوات في عمل الأسواق النقدية، حيث تتحول إلى وسيلة لتنسيق السيولة بين وحدات الفائض والعجز ضمن إطار ديناميكي وفعال.²

إن سوق سندات الحقوق القابلة للتفاوض يُعتبر أيضاً مجاًلاً لقياس الثقة في النظام المالي، إذ يُظهر مستوى التداول والسيولة حجم الاطمئنان الذي يبديه الفاعلون تجاه استقرار المؤسسات المالية وإطار السياسة النقدية. كما أنه يُستخدم كمؤشر مرجعي لأسعار الفائدة قصيرة الأجل، ما يمنحه وظيفة مزدوجة: تمويلية من جهة، وإرشادية للسياسات النقدية من جهة أخرى.³

¹ Frederic S. Mishkin, op. cit, 2013, p. 40

² B. L. Roques, Le marché monétaire, Vuibert, Paris, 1992, 38

³ Mishkin, op. cit, p 40

وهناك أربع أصناف رئيسية من السندات القابلة للتفاوض وتتمثل في الآتي:

1. شهادات الإيداع القابلة للتفاوض: Les certificats de dépôt négociables

تعتبر شهادات الإيداع القابلة للتفاوض من أبرز الأدوات المالية التي تدرج ضمن سوق السندات القابلة للتداول. وقد نشأت في البداية كوسيلة ابتكرتها البنوك التجارية لتعبئة موارد مالية إضافية خارج الودائع التقليدية، وذلك بغرض مواجهة حاجاتها المتزايدة إلى السيولة قصيرة الأجل في سياق التوسع الاقتصادي والمالي الذي شهدته الأسواق منذ منتصف القرن العشرين¹. وهي عبارة عن ورقة مالية تمثل وديعة نقدية مودعة لدى بنك تجاري أو مؤسسة مالية مرخصة، تُصدر لفائدة المستثمر مقابل فائدة محددة مسبقاً، مع استحقاق يتراوح ما بين 10 أيام و7 سنوات. بخلاف الودائع العادية، تتميز هذه الشهادات بأنها قابلة لإعادة البيع في السوق الثانوية قبل تاريخ الاستحقاق، ما يمنحها درجة عالية من السيولة ويجعلها أداة مفضلة لدى المستثمرين المؤسسيين كصناديق الاستثمار وشركات التأمين²، وتُصدر هذه الشهادات عادة بقيمة اسمية مرتفعة، ما يجعلها موجهة أساساً إلى كبار المستثمرين والمؤسسات، وليس الأفراد العاديين. كما أنها غالباً ما تُصدر بخصم عن قيمتها الاسمية (émission au-dessous du pair) بحيث يحقق المستثمر العائد من الفارق بين سعر الشراء والقيمة الاسمية عند الاستحقاق. سُميت هذه الشهادات "قابلة للتفاوض" لأن حاملها يستطيع تحويلها أو بيعها لطرف ثالث بسهولة، دون حاجة إلى موافقة الجهة المصدرة (البنك). وهذا ما يميزها عن الودائع البنكية التقليدية غير القابلة للتحويل. بفضل هذه الخاصية، تُعدّ شهادات الإيداع القابلة للتفاوض من أهم الأدوات التي تسمح للبنوك بتنويع مصادر تمويلها، وفي الوقت نفسه تمنح المستثمر مرونة في إدارة محفظته المالية وتسهيل أمواله عند الحاجة.

لشهادات الإيداع القابلة للتفاوض دوراً مزدوجاً في السوق النقدي. فمن جهة، تُوفّر للبنوك وسيلة سريعة وفعالة لجمع الأموال قصيرة الأجل بأسعار تنافسية، ما يعزز قدرتها على تمويل القروض والعمليات اليومية. ومن جهة أخرى، تمنح المستثمرين أداة استثمارية آمنة نسبياً يمكن تسيلها بسهولة، سيما أن مصدريها في العادة مؤسسات مالية قوية تخضع لرقابة مشددة من السلطات النقدية. كما أن وجود سوق ثانوي نشط لهذه الشهادات يعزز من شفافيتها ودورها كمؤشر لظروف السيولة ومستويات أسعار الفائدة السائدة في السوق النقدي

¹ Mishkin, op. cit, 2013, p. 42

² دردر نصيرة، مرجع سبق ذكره، ص 93

في الولايات المتحدة، تُعتبر شهادات الإيداع القابلة للتفاوض من أكثر أدوات السوق النقدي استخدامًا منذ ستينيات القرن الماضي، حيث ساهمت في تطوير سوق المال القصير الأجل وتوفير بدائل تمويلية للبنوك إلى جانب أذون الخزانة. أما في أوروبا وفرنسا تحديدًا، فقد ظهرت هذه الأدوات في سياق إصلاحات السوق النقدي خلال الثمانينيات، حين شُرِعَ لها قانونيًا كوسيلة لتوسيع قنوات التمويل وتحديث النظام المالي¹.

2. سندات الخزينة القابلة للتفاوض: *Billets de trésorerie*

عكس شهادات الإيداع، يتم إصدار سندات الخزينة القابلة للتفاوض من طرف المؤسسات الاقتصادية غير المالية لمدة تتراوح بين اليوم والسنة. يتحدد معدل الفائدة على سندات الخزينة في السوق وذلك عند التفاوض عليها لحظة إصدارها. بالنسبة للمؤسسة، يمثل سوق سندات الخزينة القابلة للتفاوض مصدر تمويلي يوفر لها شيء من الاستقلالية تجاه البنوك وأيضًا الحصول على ائتمان قصير المدى بمعدلات فائدة أقل من معدلات القروض البنكية. أما بالنسبة للمستثمر، فبالإضافة للفائدة التي يحصل عليها يمكن أن يتنازل عليها في أي وقت وبدون إشعار مسبق وذلك بالتفاوض حسب الرغبة².

تعدّ الأوراق التجارية القابلة للتداول واحدة من أهم أدوات التمويل قصير الأجل في السوق النقدي، إذ تمثل سندات دين تصدرها الشركات الكبرى والمؤسسات العامة ذات الطابع الاقتصادي، وتُطرح للاكتتاب من طرف المستثمرين المؤسسيين بغرض تلبية حاجات التمويل الفوري. وقد نشأت هذه الأداة في الأسواق الأنجلوساكسونية تحت تسمية *Commercial Papers*، ثم تبنتها الأسواق الأوروبية لاحقًا ضمن إطار تشريعي محدد، حيث نظّمت فرنسا استخدامها منذ سنة 1985 تحت نظام *Titres de créances négociables* (TCN) الذي أعيدت صياغته لاحقًا في نظام *NEU-CP* (Negotiable European Commercial Paper) سنة 2016³.

ومنه نستنتج أن المؤسسات الكبرى تلجأ إلى إصدار سندات الخزينة القابلة للتفاوض لتحقيق أهداف استراتيجية متعددة⁴:

- تنويع مصادر التمويل: كبديل عن الاعتماد المفرط على الجهاز المصرفي.

¹ Mishkin, op. cit., p 40

² دردر نصيرة، مرجع سبق ذكره، ص 94

³ Banque de France, Titres de créances négociables (NEU-CP & NEU-MTN), 2016.

⁴ Banque de France V29/07/2016, Titres de créances négociables, p3

- تقليل كلفة التمويل: إذ غالبًا ما يكون سعر الفائدة في السوق النقدي أقل من الفائدة البنكية، خاصةً للشركات ذات التصنيف الائتماني المرتفع.
 - تعزيز صورة المؤسسة: نجاح الاكتتاب يعكس ثقة المستثمرين في المؤسسة، مما يُحسن سمعتها المالية.
 - المرونة في إدارة الخزينة: حيث تسمح هذه الأداة بمطابقة آجال الالتزامات المالية مع آجال التدفقات النقدية الداخلة.
 - لا تقتصر أهمية سندات الخزينة القابلة للتفاوض على دورها في تمويل المؤسسات فقط، بل تمتد إلى الاقتصاد الكلي عبر عدة قنوات:
 - تعميق السوق النقدي: إذ تضيف أداة جديدة إلى جانب سندات الخزينة وشهادات الإيداع.
 - الإسهام في تمويل النمو: عبر تمكين المؤسسات من سيولة سريعة لتمويل مشاريع إنتاجية واستثمارية قصيرة الأجل.
- في الولايات المتحدة، يمثل سوق Commercial Papers أقدم وأكبر سوق عالمي للأدوات قصيرة الأجل، حيث بلغ حجمه في بعض الفترات أكثر من تريليون دولار، وتصدره الشركات الكبرى مثل جنرال إلكتريك وفورد¹.
- أما في فرنسا، فيُدار السوق تحت إشراف Banque de France وAMF، ويُعتبر جزءًا من منظومة TCN. الإصدار موجه بالأساس للمستثمرين المحترفين مع حد أدنى للقيمة الاسمية، مما يعكس إرادة المشرع في تجنب المضاربة وحماية المستثمرين الأفراد².
- إن سندات الخزينة القابلة للتفاوض تمثل أداة وسيطة بين التمويل المصرفي المباشر والتمويل عبر أسواق رأس المال فهي تجمع بين السرعة والمرونة من جهة، وبين الحاجة إلى ثقة الأسواق من جهة أخرى. وإذا كانت تشكل خيارًا فعالًا للمؤسسات الكبرى، فإنها قد تعكس في الوقت نفسه تمييزًا ضد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة غير القادرة على الولوج إليها بسبب متطلبات القيمة الاسمية والتصنيف الائتماني. وبالتالي، فإن تعميم فوائد هذه الأداة يستوجب إصلاحات مؤسسية تتيح وصول شريحة أوسع من الفاعلين الاقتصاديين إليها ضمن إطار أكثر شمولًا.

¹ Mishkin, op cit , p40

² Banque de France, Titres de créances négociables, op cit

3. سندات الخزينة العمومية القابلة للتفاوض :

تُعرّف سندات الخزينة العمومية القابلة للتفاوض (Bons du Trésor négociables) على أنها أدوات دين عام قصيرة إلى متوسطة الأجل، تصدرها الدولة عبر الخزينة العمومية، بقصد تعبئة الموارد المالية الضرورية لتمويل احتياجاتها الدورية ضمن إطار قانوني وتنظيمي محدد وتمتاز هذه السندات بكونها مدعومة بالضمانة السيادية للدولة، ما يمنحها صفة الأصل الخالي من المخاطر ويجعلها أداة مالية مفضلة للمؤسسات المالية والمستثمرين الباحثين عن سيولة مرتفعة ومخاطر منخفضة¹.

تصدر هذه السندات من قبل الخزينة العمومية لمدة تتراوح عموماً بين 13 أسبوع و 5 سنوات وهي تختلف عن سندات الخزينة العمومية العادية والتي لا يمكن التنازل عنها قبل نهاية ميعاد الاستحقاق. يتم إصدار سندات الخزينة العمومية القابلة للتفاوض عن طريق المزايدة في البنك المركزي وهي تسيّر باستعمال الحساب الجاري لدى هذا الأخير².

ولا ينحصر دورها في تلبية حاجات الخزينة التمويلية، بل يتجاوز ذلك ليشكّل ركيزة أساسية في هندسة السياسة النقدية والمالية. فمن الناحية المالية، تمثل هذه السندات وسيلة أساسية لإدارة الدين العمومي، حيث تُمكن السلطات من تنويع آجال استحقاق الدين والتحكم في تكلفته³. ومن الناحية النقدية، تؤدي هذه السندات وظيفة مزدوجة؛ إذ تُستخدم كأداة مرجعية في تحديد أسعار الفائدة، وكآلية فعالة لتوجيه السيولة داخل النظام المصرفي من خلال عمليات السوق المفتوحة التي يعتمد عليها البنك المركزي.

أما على مستوى السوق، إن خاصية " القابلية للتفاوض " تعني إمكانية تداول هذه السندات في كل من السوق الأولي - حيث تُطرح للاكتتاب المباشر - والسوق الثانوي، حيث تُباع وتُشتري بين المتعاملين الماليين. وتمنح هذه الخاصية للسندات سيولة عالية، تجعلها تنتمي إلى ما يُعرف بالأصول شبه النقدية، أي تلك الأدوات التي يمكن تحويلها بسرعة وبسهولة إلى نقد، مما يوسع من مفهوم النقود ليشمل مكونات إضافية تتجاوز العملة القانونية والودائع الجارية⁴.

¹ Mishkin, op cit, p. 41

² دردر نصيرة، مرجع سبق ذكره، ص 94.

³ Catherine Caballero, op. cit, p. 45

⁴ BIS, Money market funds and the pricing of near-money assets, Working Paper No. 1096, May 2023, p. 3

الأهمية النظرية لهذه الأداة تكمن في كونها تساهم في تشكيل "منحنى العائد السيادي" الذي يُستخدم كمقياس لمستوى السيولة والجدارة الائتمانية للاقتصاد، وكنقطة ارتكاز لسياسات البنك المركزي في إدارة أسعار الفائدة. ومن ثم، فإن دراسة سندات الخزينة القابلة للتفاوض ليست مجرد نقاش حول أداة تقنية، بل هي مدخل لفهم التفاعل الديناميكي بين الدولة كمصدر للدين، والبنك المركزي كضامن للاستقرار النقدي، والمستثمرين كمحدد رئيسي لهيكل الطلب على السيولة.¹

إجمالاً، فإن سندات الخزينة العمومية القابلة للتفاوض ليست مجرد أداة تمويل سيادي، بل هي أيضاً أداة للتنظيم الكلي، تعكس التفاعل البنوي بين الدولة كمصدر للدين، والبنك المركزي كضامن للاستقرار النقدي، والسوق المالي كآلية لتسعير المخاطر والسيولة.

4. سندات متوسطة الأجل القابلة للتفاوض:

تعد السندات متوسطة الأجل القابلة للتفاوض (Bons à moyen terme négociables – BMTN) إحدى الأدوات المالية الهامة في السوق النقدي، إذ تشكل امتداداً للأوراق القصيرة الأجل، ولكن مع آجال استحقاق أطول، غالباً ما تتراوح بين سنتين وسبع سنوات. تصدرها المؤسسات المالية والمؤسسات المالية المتخصصة ولها نفس خصائص شهادات الإيداع القابلة للتفاوض، إلا أن ليس لها فترة استحقاق محددة وهي تصدر لمدة أكبر من سنة.²

من الناحية النظرية، تساهم السندات متوسطة الأجل القابلة للتفاوض في بناء منحنى عائد، إذ تشكل نقطة وسيطية بين آجال قصيرة (التي تعكس سياسة البنك المركزي والسيولة الفورية) وآجال طويلة الأجل (التي تعكس توقعات النمو والتضخم) وبالتالي فإنها تُعتبر مؤشراً حساساً لتوقعات السوق بشأن السياسة النقدية المستقبلية والظروف الاقتصادية الكلية. أما من الناحية السوقية، فإن قابلية هذه السندات للتداول تمنحها سيولة نسبية، وإن كانت أقل من سيولة الأدوات القصيرة الأجل. ومع ذلك، فإن مرونتها من حيث قابلية التخصيص (فيما يتعلق بالقيمة الاسمية، الأجل، أو طبيعة سعر الفائدة : ثابت، متغير، أو مرتبط بمؤشر) يجعلها جذابة لمجموعة واسعة من المستثمرين، بما في ذلك صناديق التقاعد، شركات التأمين، والمؤسسات المالية الباحثة عن موازنة بين العائد والمخاطرة.³

¹ ibid

² دردر نصيرة، مصدر سبق ذكره، ص 94.

³ BIS, Medium-term debt securities and financial stability, Working Paper No. 987, 2022, p. 6

رغم أن السندات المتوسطة الأجل القابلة للتداول تُعدّ في الاقتصادات المتقدمة إحدى الركائز الأساسية لتمويل الخزينة وبناء منحى العائد المرجعي، إلا أنّ الأسواق الناشئة والنامية لم تستطع استغلال هذه الأداة بالنجاعة المطلوبة. ويعود ذلك إلى قصور هيكلية في عمق الأسواق النقدية والمالية، وضعف البنية التحتية للتداول، إضافة إلى محدودية قاعدة المستثمرين المؤسسيين القادرين على تنشيط السوق الثانوية. وبهذا، يظل الدور "البارومتري" لهذه السندات -أي قدرتها على عكس توقعات السوق بشأن أسعار الفائدة والتضخم والسيولة -ضعيفاً أو شبه غائب في هذه الاقتصادات، مما يحرمها من أداة استراتيجية في إدارة الدين العام وفي تعزيز جاذبية بيئتها المالية.

المبحث الثالث: السياسة النقدية ومعدلات الفائدة في السوق النقدية

تعد العلاقة بين السوق النقدي والسياسة النقدية من أكثر الإشكاليات المفصلية تعقيداً في بنية الفكر الاقتصادي النقدي، وذلك لما تنطوي عليه من تداخل دلالي وتشابك وظيفي، يُفضي في كثير من الأحيان إلى انزلاقات مفهومية تؤثر سلباً على دقة التحليل، لا سيما في السياقات البحثية التي تُعالج أدوات التدخل النقدي، أو فعالية النظام المالي. ويُعزى هذا التعقيد إلى أن العلاقة بين المفهومين لا تقوم على تقابل أو احتواء مباشر، بل على تقاطع ديناميكي يجمع بين منطق السياسة كخطة سيادية، ومنطق السوق كبنية مؤسسية تشغيلية.

فكما درسنا في المبحث السابق السوق النقدي ليس فضاءً أحاديًا بسيطاً، بل منظومة متعددة الفروع تشمل: سوق ما بين البنوك، سوق السندات القابلة للتداول، سوق أدوات البنك المركزي، وغيرها من المكونات التي تُدار من قبل عدد من الفاعلين الماليين والمصرفيين، وتُستخدم لتداول أدوات مالية قصيرة الأجل. من جهة أخرى، فإن السياسة النقدية لا تُمارس ضمن سوق واحد، بل تُفَعّل عبر عدة قنوات تنفيذية، تتنوع بين السوق النقدي، سوق الائتمان، سوق الصرف، وسوق الأصول، ويُحدّد مسار تأثيرها بحسب طبيعة الأداة المستخدمة ومدى تطور البنية المالية.

هذا التعقيد يتغذى أيضاً من طبيعة الجهاز المفاهيمي في الأدبيات الاقتصادية، حيث لا يتم غالباً الفصل الواضح بين مفاهيم مثل "الأداة"، "القناة"، "السوق"، و"السياسة"، وهو ما يُفضي إلى أن يُقدّم السوق النقدي تارة كأداة تنفيذ، وتارة كسوق خاضع، دون الإقرار باستقلاله البنوي. ويُضاف إلى ذلك أن السياسة النقدية تُمارس من قبل سلطة موحدة (البنك المركزي)، في حين أن السوق النقدي يتفاعل فيه عدد كبير من المؤسسات المتداخلة (البنوك التجارية، الخزينة، مؤسسات الوساطة)، مما يولّد تداخلاً مؤسسياً يصعب معه تحديد حدود التدخل ودوائر التأثير بدقة.

وتزداد هذه الإشكالية حدة في الاقتصادات النامية، حيث يعاني السوق النقدي من ضعف في التعمق، ضيق في نطاق الأدوات، وانخفاض في مستوى الشفافية والسيولة، ما يجعل السياسة النقدية محدودة النفاذ والتأثير. فبدون سوق نقدي فعال ومتطور، تفقد السياسة النقدية أهم أدوات تمرير قراراتها، وتصبح عرضة للجمود أو التأخير في الاستجابة، الأمر الذي يُضاعف من أثر الغموض المفاهيمي ويجعل العلاقة بين الطرفين أكثر إلتباساً من حيث التحليل والقياس.

ومن ثم، فإن التناول الرصين لهذه العلاقة يستوجب الاعتراف بأن كلاً من السوق النقدي والسياسة النقدية يُمثّل منظومة مركّبة ذات استقلال هيكلي، لكن بتقاطع وظيفي. فلا السوق النقدي تابع عضوي للسياسة النقدية، ولا السياسة النقدية تُمارس ضمن السوق النقدي حصرياً، بل هناك منظومة تفاعل يتبادل فيها الطرفان الأثر، وتُقاس فيها فعالية كل منهما بمدى تطور الآخر، في إطار نظام مالي متكامل تتفاعل فيه المؤسسات، الأدوات، والغايات.

وفي هذا الإطار، يمكن النظر إلى معدل الفائدة قصيرة الأجل بوصفه الأداة المحورية التي تجسّد هذا التفاعل؛ إذ يشكّل الرابط المباشر بين توجهات السياسة النقدية وحركية السوق النقدي. فعندما يقوم البنك المركزي بتعديل سعر الفائدة الأساسي، فإن هذا التغيير ينتقل — عبر قنوات مختلفة — إلى السوق النقدي، مؤثراً في سلوك البنوك التجارية وتكلفة السيولة فيما بينها. ويؤدي ذلك إلى تعديل أسعار الإقراض والاقتراض في المدى القصير، مما ينعكس بدوره على باقي مؤشرات الأسواق المالية، ومن ثم على قرارات الاستثمار والاستهلاك في الاقتصاد الكلي — وكل ما سبق ما سيتم شرحه من خلال هذا المبحث — ومن هنا تتضح أهمية السوق النقدي كمسار رئيسي لانتقال الإشارات النقدية، ليس فقط باعتباره وسيطاً لتوزيع السيولة بين المؤسسات المالية، بل أيضاً باعتباره آلية لقياس نبض الاقتصاد وتوقع اتجاهاته المستقبلية.

المطلب الأول : أساسيات حول السياسة النقدية

السياسة النقدية هي مكون رئيسي من مكونات السياسات الاقتصادية الكلية التي تتضمن إضافة إلى السياسة النقدية، السياسة المالية، سياسة سعر الصرف، سياسة التجارة الخارجية. للوصول للأهداف الاقتصادية الكلية لابد من وجود تكامل وتنسيق بين تلك السياسات ويمكن تلخيص الأهداف الرئيسية لكل سياسة من السياسات الاقتصادية الكلية على النحو التالي : ¹

— السياسة النقدية: تهدف في الأغلب إلى تحقيق الاستقرار السعري؛

¹ محمد إدريس، السياسة النقدية، سلسلة كتيبات تعريفية العدد 17، صندوق النقد العربي، 2021، ص 12.

- السياسة المالية: تهدف إلى تحقيق الاستغلال الأفضل للموارد الاقتصادية الذي يؤدي بدوره إلى تحقيق رفاهية المواطنين، وتقليل نسبة البطالة، وتحقيق العدالة في توزيع الدخل؛
- سياسة سعر الصرف: تهدف إلى تحقيق الاستقرار في أسواق الصرف الأجنبي و/أو تحقيق درجة عالية من التنافسية للصادرات؛
- السياسات التجارية: تهدف إلى تشجيع الصادرات وزيادة مستويات الوصول للأسواق الخارجية، والحد من العجز التجاري في ميزان المدفوعات؛
- السياسة الاحترازية الكلية: تستهدف ضمان تحقيق الاستقرار المالي وتقليل المخاطر المالية.

1- تعريف السياسة النقدية :

يعرف قدي عبد المجيد (2006) السياسة النقدية أنها " الإجراءات اللازمة التي تمكن السلطات النقدية من ضبط عرض أو التوسع النقدي ليتماشى وحاجة المتعاملين الاقتصاديين وهي هدف البنك المركزي في ممارسة الرقابة على النقود وعلى معدلات الفائدة" ¹. أما مسؤولي الإحتياطي الفدرالي الأمريكي **Gorova و CIORA** (2014) يعرفان السياسة النقدية أنها " الإجراءات التي اتخذها البنك المركزي فيما يتعلق بتوافر العملة وأسعار الائتمان، من أجل الإسهام في أداء الأهداف الاقتصادية" ². في حين يعرف البنك المركزي العماني السياسة النقدية أنها أداة رئيسية من أدوات السياسة الاقتصادية الكلية لإدارة الأوضاع الاقتصادية الكلية للبلاد. وبشكل عام، يكون البنك المركزي أو السلطة النقدية بأي دولة هي المناطة بمسؤولية إعداد وتنفيذ السياسة النقدية الوطنية، والتي تهدف إلى تحقيق التوازن ما بين العرض والطلب على النقود، ويتم ذلك من خلال تعديل سعر الفائدة ³. في حين بغرض التحكم في حجم المعروض النقدي وأسعار الفائدة، بما يحقق أهداف الاستقرار الاقتصادي والنمو المستدام، مع الحفاظ على التوازن بين الطلب الكلي والعرض الكلي في الاقتصاد ⁴.

بالاعتماد على ما ورد في التعاريف السابقة، يمكن ملاحظة أن جميعها؛ رغم اختلاف الزوايا والمنطلقات، تتقاطع عند جوهر واحد هو أن السياسة النقدية تمثل منظومة قرارات وإجراءات يتولاها البنك المركزي للتحكم في السيولة

¹ عبد المجيد قدي، مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003، ص 53.

² Blessing Gorova, Zina CIORAN: Effectiveness And Limitations Of Monetary Policy Instruments In Romania And The European Union CES Working Papers 2014 –Volume VI, Issue 4,

³ موقع البنك المركزي العماني، تم الإطلاع يوم 2025/08/13 على الساعة 10:20 على الرابط :

<https://cbo.gov.om/ar/Pages/MonetaryPolicy.aspx>

⁴ Mishkin, op.cit,663.

وأسعار الفائدة، بغية تحقيق الاستقرار الاقتصادي وضبط التضخم وتوجيه النشاط الإنتاجي. غير أن هذا الدور لا يمكن فصله عن السوق النقدي الذي يُعد الركيزة الأساسية في آلية تنفيذ هذه السياسات، والمجال الذي تنتقل من خلاله آثارها إلى الاقتصاد الكلي. فالتدخلات التي يقوم بها البنك المركزي، سواء عبر أدوات كمية كعمليات السوق المفتوحة ونسب الاحتياطي الإلزامي، أو أدوات سعرية كمعدل الفائدة، تُترجم أولاً إلى تغيرات في ظروف العرض والطلب على الأموال في السوق النقدي، قبل أن تمتد إلى القطاعات الاقتصادية الأخرى. ومن ثم، فإن العلاقة بين السياسة النقدية والسوق النقدية ليست مجرد ارتباط تقني، بل هي علاقة عضوية تقوم على التفاعل المتبادل: فنجاح السياسة النقدية يتطلب سوقاً نقدياً كفوفاً وشفافاً، في حين أن استقرار هذا السوق يعتمد بدوره على وضوح واستمرارية التوجهات النقدية للبنك المركزي.

2- أهداف السياسة النقدية :

حسب (Mishkin، 2013) فإنه يمكن تقسيم أهداف السياسة النقدية كما يلي :

2-1- إستقرار الأسعار هو المرساة الرئيسة :

أصبحت السلطات النقدية أكثر وعياً بالتكاليف الاقتصادية والاجتماعية للتضخم، فاعتُبر استقرار الأسعار الهدف الأساسي للسياسة النقدية. ويُعرّف هذا الاستقرار، كما تشير البنوك المركزية، بأنه معدل تضخم منخفض ومستقر، وهو الوضع الذي يُنظر إليه اليوم كشرطٍ ضروري لتحقيق نمو اقتصادي مستدام. فارتفاع المستوى العام للأسعار بصورة مستمرة يخلق حالة من عدم اليقين في الاقتصاد، ويُضعف قدرة الأسعار على نقل المعلومات الدقيقة حول القيم النسبية للسلع والخدمات، مما يُعقّد قرارات الأسر والمؤسسات والدولة، ويجعل النظام المالي أقل كفاءة. وتُظهر الدراسات التجريبية - كما أشار ميشكن نقلاً عن Fischer Stanley (1993) أن التضخم المرتفع يُعيق النمو الاقتصادي، بينما يوفّر استقرار الأسعار بيئة أكثر ملاءمة للقرارات الاستثمارية والاستهلاكية.

إن استقرار الأسعار يُعدّ أيضاً المرساة الاسمية للنظام النقدي¹، إذ يوجّه توقعات الفاعلين الاقتصاديين ويُعزّز مصداقية السياسة النقدية. لذلك، فإن تحقيقه ليس غاية في ذاته فحسب، بل وسيلة للحفاظ على الثقة بالعملة الوطنية

¹ استعمل ميشكن مصطلح l'ancrage nominal، الفكرة تتمركز حول المرساة الإسمية (الارتكاز الاسمي) ، لنشرح الفكرة يمكن أن نتخيل سفينة في البحر، فالسفينة تمثل الاقتصاد (إنتاج، استهلاك، استثمار، توظيف...)، المياه تمثل البيئة الاقتصادية من أزمات ومخاطر وأحداث في هذه البيئة، إذا لم يكن هناك مرساة للسفينة، فإنها سوف تتأرجح يمينا ويسارا حسب التيارات البحرية، نفس المقاربة في الاقتصاد إذا لم يكن هناك مرساة قوية لطمئنة

وضمن استقرار النظام المالي على المدى الطويل. ولهذا السبب، أصبحت أغلب البنوك المركزية الحديثة تعتبر استقرار الأسعار الهدف الأول والمباشر لسياستها النقدية¹.

2-2 الأهداف الأخرى للسياسة النقدية :

إلى جانب استقرار الأسعار الذي يُعدّ الهدف الأساسي للسياسة النقدية، هناك مجموعة من الأهداف الأخرى التي تسعى البنوك المركزية إلى تحقيقها في إطار تكاملي، وتشمل هذه الأهداف²:

✓ **مكافحة البطالة**: تمثل محاربة البطالة هدفًا مهمًا لسببين، فهي من جهة مصدر لمشكلات اجتماعية عديدة حيث تواجه الأسر صعوبات مالية خطيرة، كما يُعزى إليها أحيانًا ارتفاع معدلات الجريمة، ومن جهة أخرى، عندما يكون معدل البطالة مرتفعًا، فإن الاقتصاد يتسم بعمالة غير مستخدمة وموارد إنتاجية غير مستغلة، مما يؤدي إلى خسارة في الناتج. غير أن السياسة النقدية لا يمكنها أن تفعل الكثير إزاء البطالة البنيوية الناتجة عن عدم التوافق بين خصائص عروض العمل ومؤهلات العمال.

✓ **النمو الاقتصادي**: يرتبط السعي نحو نمو قوي ارتباطًا وثيقًا بهدف العمالة الكاملة، إذ عندما يقترب الاقتصاد من هذا المستوى، تزيد المؤسسات من نفقاتها الاستثمارية لتحسين الإنتاجية، مما يدعم النمو. أما في حالة ارتفاع البطالة وضعف استغلال القدرات الإنتاجية، فلا يكون لدى المؤسسات حافز لتوسيع استثماراتها. وتُتبع في هذا السياق سياسات نمو موجهة لتشجيع الاستثمار والادخار بغرض زيادة الموارد التمويلية، مثل السياسات المعروفة بسياسات العرض.

✓ **استقرار الأسواق المالية**: تبين أن الأزمات المالية يمكن أن تؤثر على قدرة أسواق رأس المال في نقل الأموال نحو الوحدات ذات الحاجة إلى التمويل، مما يؤدي إلى تباطؤ حاد في النشاط الاقتصادي. لذلك فإن ضمان نظام مالي مستقر تُجنّب فيه الأزمات يُعدّ هدفًا مهمًا للبنك المركزي.

✓ **استقرار أسعار الفائدة**: يُعتبر استقرار أسعار الفائدة أمرًا مرغوبًا فيه لأن تقلباتها يمكن أن تخلق حالة من عدم اليقين في الاقتصاد وتجعل اتخاذ القرارات المستقبلية أكثر صعوبة. فهذه التقلبات تؤثر مثلًا في قرارات شراء المساكن لدى الأسر، وفي قرارات مطوري العقارات بشأن حجم المشروعات الجديدة. كما أن تزايد معدلات

الفاعلين الإقتصاديين، فإنه سيتأرجح مينا ويسارا، وحسب Mishkin فإن هذه المرساة هي الإرتكاز الذي يبقى الأسعار مستقرة وهو ببساطة هدف رقمي واضح يلتزم به البنك المركزي (معدل التضخم أو الكتلة النقدية) .

¹ Mishkin, op.cit, p 663-664.

² Mishkin, op.cit, p 665-667.

الفائدة غير المتوقعة قد يتسبب في خسائر كبيرة للمؤسسات المالية ويؤدي أحياناً إلى إفلاسها، كما حدث في الثمانينيات وبداية التسعينيات لدى مؤسسات الادخار الأمريكية.

✓ **استقرار أسواق الصرف**: يمثل استقرار سعر الصرف انشغلاً رئيسياً للبنك المركزي بسبب انعكاساته على الاقتصاد. فارتفاع قيمة العملة الوطنية يضر بتنافسية القطاعات المعرضة للمنافسة الدولية، بينما يؤدي انخفاضها إلى تغذية التضخم. كما أن استقرار سعر الصرف يسهل تخطيط الأسر والمؤسسات لمعاملاتهم المستقبلية مع الخارج، ولهذا يُعتبر تسوية تقلباته المفرطة هدفاً مهماً للسياسة النقدية، خصوصاً في الاقتصادات الأكثر انفتاحاً.

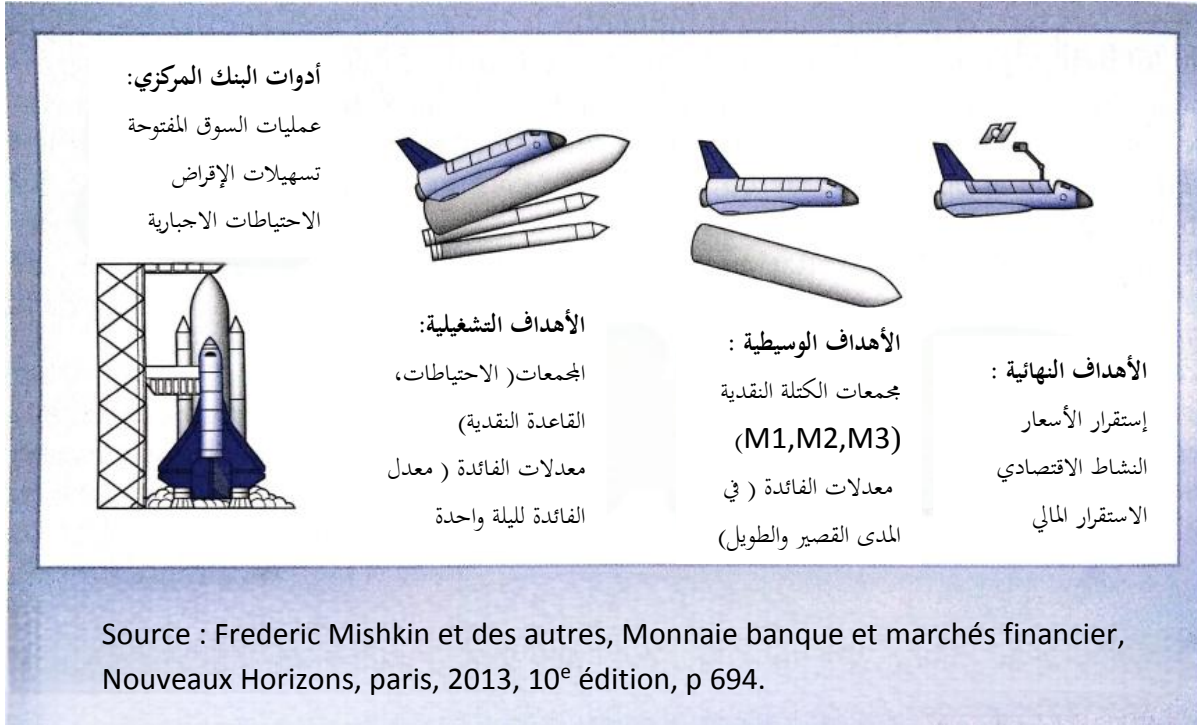
3- الأبعاد التكتيكية للسياسة النقدية :

هل يمكن للبنوك المركزية تحقيق الأهداف النهائية مباشرة ؟ الإجابة هي "لا"، حيث يستلزم ذلك أولاً قدرة البنوك المركزية على التأثير في مستويات المعروض النقدي وأسعار الفائدة بما يمكنها من بلوغ الأهداف النهائية المحددة .

بالتالي تمثل كل من المجمعات النقدية وأسعار الفائدة متوسطة الأجل الأهداف المباشرة للسياسة النقدية التي يتعين على البنك المركزي التأثير عليها بما يساعد على بلوغ الأهداف النهائية. بدورها تنقسم الأهداف المباشرة للبنك المركزي إلى نوعين، يتمثل الأول في الأهداف المباشرة الوسيطة ممثلة في المحملات النقدية وأسعار الفائدة التي يمكن للبنك المركزي بلوغها في الأجل المتوسط، والثاني في الأهداف المباشرة التشغيلية التي يمكن للبنك المركزي بلوغها في الأجل القصير ممثلة في الاحتياطات الفائضة للبنوك، وأسعار الفائدة قصيرة الأجل. لتحقيق الأهداف المباشرة الوسيطة والتشغيلية تستخدم المصارف المركزية مجموعة من الأدوات بما يعرف بأدوات السياسة النقدية¹. والشكل الموالي يبين ذلك :

¹ محمد إدريس، السياسة النقدية، صندوق النقد العربي، سلسلة كتيبات تعريفية، العدد 17، ص 15.

الشكل رقم (1-6): آلية انتقال السياسة النقدية



الشكل (1-6) يجسّد عملية انتقال السياسة النقدية، وهو ليس مجرد رسم توضيحي أو استعارة تعليمية، بل هو محاولة لتكثيف واحدة من أعقد العمليات الاقتصادية في صورة بصرية يسهل تتبّعها. فالسياسة النقدية في جوهرها تشبه فعل الإطلاق الفضائي: تحتاج إلى قوة دفع أولية، ثم إلى مراحل متتالية تعمل في انسجام، بحيث يقود نجاح كل مرحلة إلى تهيئة الظروف للمرحلة التالية، إلى أن تبلغ الوجهة النهائية المتمثلة في استقرار الاقتصاد الكلي. وبقدر ما يبدو التشبيه مجازيًا، إلا أنه يعكس واقعًا اقتصاديًا قائمًا، فالقرارات النقدية لا تؤتي ثمارها فورًا، بل تمر عبر حلقات متعاقبة، يظل فشل إحداها كافيًا لإرباك المسار بكامله. يصف الشكل (1-6) هذه المراحل كما يلي:

المرحلة الأولى : مرحلة الادوات - الشرارة الأولى لانطلاق السياسة النقدية -

تشكل الادوات التي يملكها البنك المركزي اللبنة الأولى في بناء السياسة النقدية، فهي بمثابة الوقود الذي يمنح الصاروخ دفعة الاقلاع، تشمل هذه الأدوات عمليات السوق المفتوحة، حيث يتدخل البنك المركزي بيئًا أو شراءً للأوراق المالية بغرض التحكم في حجم السيولة المتداولة؛ كما تشمل تسهيلات الإقراض والإيداع التي تمكّن البنوك

التجارية من مواجهة احتياجاتها اليومية من السيولة؛ إضافةً إلى الاحتياطات الإلزامية التي تُفرض كنسبة من ودائع البنوك التجارية لدى البنك المركزي، لتعمل كآلية ضبط غير مباشرة لقاعدة الائتمان.¹

هذه الأدوات، وإن بدت تقنية في ظاهرها، فإنها تُمثّل لغة البنك المركزي الأولى التي يخاطب بها السوق. ومن خلالها يُعلن موقفه: هل هو في طور التشديد لكبح جماح التضخم، أم في مرحلة التيسير لتحفيز النشاط الاقتصادي. إن وضوح هذه المرحلة وفعاليتها يُحدد مدى قوة الانطلاقة، تمامًا كما يحدد نوع الوقود وكثافته مدى نجاح الصاروخ في مغادرة منصة الإقلاع. وبقدر ما تكون هذه الأدوات منسقة ومرنة، بقدر ما تستطيع تشكيل التوقعات في النظام المصرفي والمالي. من خلال هذه الأدوات يُمارس البنك المركزي تأثيره على الأدوات التشغيلية مثل القاعدة النقدية أو أسعار الفائدة قصيرة الأجل، والتي بدورها ترتبط بالأهداف الوسيطة، وصولاً إلى تحقيق الأهداف النهائية المتمثلة في استقرار الأسعار والنشاط الاقتصادي. ومن ثمّ، فإن دقة اختيار هذه الأدوات وفعالية استخدامها تحدد مدى كفاءة انتقال السياسة النقدية عبر القنوات المختلفة إلى الاقتصاد الحقيقي.²

المرحلة الثانية : مرحلة الأهداف التشغيلية – التوجيه الأولي للمسار-

يُظهر الشكل (1-6) أنه بعد أن يمنح الإقلاع زخمه الأول، تأتي مرحلة التوجيه التي تضمن استقامة المسار وعدم انحرافه. في السياسة النقدية، تتمثل هذه المرحلة في الأهداف التشغيلية، وأبرزها سعر الفائدة قصير الأجل، إلى جانب مؤشرات أخرى كحجم الاحتياطات أو القاعدة النقدية. هذه الأهداف التشغيلية ليست غاية في ذاتها، بل هي إشارات آنية يرسلها البنك المركزي إلى النظام المصرفي، كي تضبط البنوك قراراتها التمويلية والائتمانية على أساسها.

في هذه المرحلة، يلعب سعر الفائدة دور "البوصلة" التي تحدّد اتجاه الصاروخ النقدي. فارتفاع الفائدة قصير الأجل يرسل إشارة كبح، فيما يخفض تراجعها كلفة التمويل ويُشجع على التوسع الائتماني. إنّ قوة هذه المرحلة تكمن في بساطتها ووضوحها: فهي اللغة التي يفهمها الفاعلون في السوق. ومع ذلك، فإنّ فعالية هذه المرحلة مرهونة بدرجة ثقة البنوك والأسواق في إشارات البنك المركزي؛ فإذا شابها الغموض أو التردد، انحرف المسار مبكراً وفقد زخمه. كما يهدف الإطار التشغيلي إلى الامتثال لعدة مبادئ توجيهية. وأهمها هو مبدأ الفاعلية التشغيلية، الذي يسود على

¹ Mishkin, op.cit, p 663

² Mishkin, op.cit, p 664

جميع المبادئ الأخرى. ويمكن تعريفها على أنها قدرة الإطار التشغيلي على تمكين قرارات السياسة النقدية من التأثير بدقة وسرعة قصوى على معدلات الفائدة قصيرة الأجل في السوق النقدية (سوق ما بين البنوك). هذه المعدلات تؤثر بدورها على مستوى الأسعار من خلال آلية انتقال السياسة النقدية¹.

تُشكل الأهداف التشغيلية المستوى الوسيط بين أدوات البنك المركزي ونتائج السياسة النقدية في الاقتصاد الكلي. فهي تعبّر عن المتغيرات التي يسعى البنك المركزي إلى التحكم فيها مباشرة بعد استخدام أدواته الأساسية، بحيث تصبح هذه المتغيرات جسر العبور نحو الأهداف الوسيطة والنهائية. من أبرز هذه الأهداف التشغيلية نجد معدلات الفائدة القصيرة الأجل، وحجم الاحتياطات المصرفية، والقاعدة النقدية. فهذه المتغيرات لا تُعدّ غاية في ذاتها، بل هي نقاط ارتكاز تقنية يُراقبها البنك المركزي عن كثب لضمان أن إشارات الأولى تصل بوضوح إلى الجهاز المصرفي والأسواق المالية. ويعتمد اختيار الأهداف التشغيلية على المعايير التالية :²

- القابلية للملاحظة والقياس.
- القابلية للتحكم
- القابلية للتنبؤ بتأثيره على الأهداف النهائية.
- إن العلاقة بين أسعار الفائدة القصيرة الأجل والأهداف النهائية، أقوى من العلاقة بين كمية النقد المركزي والأهداف النهائية. وبناءً على ذلك، تميل البنوك المركزية الحديثة، إلى اعتماد أسعار الفائدة القصيرة الأجل كأهداف تشغيلية. ويهدف هذا الاختيار إلى التحكم في تقلبات أسعار الفائدة بشكل أفضل وضمان الاستقرار في السياسة النقدية، ما يعزز القدرة على توجيه الاقتصاد نحو تحقيق أهدافه النهائية بفعالية أكبر.

في الاقتصادات المتقدمة، كما هو الحال في الولايات المتحدة، يتمحور الهدف التشغيلي أساساً حول سعر الفائدة بين البنوك لليلة واحدة (Federal Funds Rate)، إذ يُدرك الاحتياطي الفيدرالي أن هذا المعدل يشكل حجر الأساس الذي تبني عليه بقية منحنيات العائد. وبمجرد أن يتم ضبط هذا السعر، تبدأ الآلية التفاعلية للأسواق في نقل الإشارة إلى مختلف آجال القروض والودائع. أما في فرنسا، باعتبارها جزءاً من منطقة اليورو، فإن البنك المركزي الأوروبي يركّز على سعر إعادة التمويل الرئيس إلى جانب تسهيلات الإيداع والإقراض، لتوجيه السيولة البنكية نحو التوازن المرغوب. وفي المقابل، تعاني العديد من الاقتصادات الناشئة من ضعف فعالية هذه الأهداف التشغيلية.

¹ Banque centrale européenne, LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE 2004, p76

² Mishkin, op.cit, p 696-697.

فأسواقها النقدية غير عميقة، والبنوك فيها لا تتجاوب دائماً مع إشارات السياسة النقدية بالسرعة والدقة المطلوبتين، مما يُضعف من قدرة أسعار الفائدة القصيرة الأجل على لعب دورها الكامل كأداة تشغيلية. لذلك تلجأ هذه البلدان أحياناً إلى الاعتماد بشكل أكبر على الاحتياطات الإلزامية أو حتى على التوجيهات الكمية المباشرة، وهو ما يكشف هشاشة مرحلة "المحرك التشغيلي" في صاروخ السياسة النقدية.

المرحلة الثالثة: مرحلة الأهداف الوسيطة – المدار الانتقالي للاقتصاد-

تمثل الأهداف الوسيطة الحلقة الأكثر حساسية في مسار السياسة النقدية، إذ تُترجم فيها الإشارات التشغيلية الصادرة عن البنك المركزي إلى متغيرات كلية أوسع نطاقاً وأكثر ارتباطاً بسلوك الوكلاء الاقتصاديين. ويُنظر إلى هذه المرحلة باعتبارها المسار المداري للصاروخ النقدي: فبعد تجاوز مرحلة الدفع الأولى (الأدوات) ثم المحرك الأساسي (الأهداف التشغيلية)، تبدأ السياسة النقدية في التأثير على مؤشرات مثل الكتلة النقدية ($M1, M2, M3$) ومنحنيات أسعار الفائدة القصيرة والطويلة الأجل، ومعدلات الائتمان والتسليف.¹

بالعودة إلى الشكل (1-6) ما إن يغادر الصاروخ طبقاته الأولى حتى يدخل مداراً أكثر استقراراً، لكنه في الوقت نفسه أكثر عرضة للتأثر بالانحرافات. هذه هي مرحلة الأهداف الوسيطة، حيث ينتقل أثر السياسة النقدية من القطاع المصرفي إلى الاقتصاد الكلي عبر قنوات مختلفة. تشمل هذه الأهداف مجمعات الكتلة النقدية، وأسعار الفائدة طويلة الأجل، إلى جانب مؤشرات السوق المالية. إن جوهر هذه المرحلة يكمن في اختبار ما إذا كانت القرارات النقدية قد نجحت في التأثير على سلوك الأسر والشركات.²

المرحلة الرابعة : مرحلة الأهداف النهائية – المدار المستقر للسياسة النقدية-

تمثل الأهداف النهائية المحطة الأخيرة لمسار السياسة النقدية وهذا ما يظهر من خلال الشكل (1-6)، حيث تسعى السلطات النقدية إلى تحويل إشاراتها الفنية والتشغيلية والوسيطية إلى نتائج ملموسة على مستوى الاقتصاد الكلي. وإذا كانت المراحل السابقة بمثابة "أنظمة دفع" متعاقبة، فإن هذه المرحلة تعكس لحظة الوصول إلى المدار المستقر، حيث تتحقق الغايات الكبرى: استقرار الأسعار، دعم النشاط الاقتصادي، وضمان الاستقرار المالي.

¹ نعمة إبراهيم الشيشيني رمزي، مقاصد الفائدة الصفرية وأثارها خلال الأزمات، مجلة كلية الشريعة والقانون بطنطا (703-800)، 2023، ص720.

² Mishkin, op.cit, p 694

إن الأهداف النهائية لا تتحقق في فراغ، بل هي نتيجة لتفاعل متسلسل بين الأدوات، الأهداف التشغيلية، والأهداف الوسيطة. وأي خلل في إحدى هذه الحلقات قد يضعف من قدرة السياسة النقدية على بلوغ غاياتها القصوى. فإذا كانت الأدوات غير فعالة، أو الأهداف التشغيلية مشوشة، أو الوسيطة غير مستقرة، فإن الوصول إلى الاستقرار السعري أو النمو المستدام أو التوازن المالي يصبح أشبه بمحاولة إدخال الصاروخ إلى مدار مضطرب.¹

4. السوق النقدية كشرط لنجاح مسار السياسة النقدية

لا يمكن فهم ديناميكية الصاروخ متعدد المراحل الذي يمثل انتقال أثر السياسة النقدية، بمعزل عن السوق النقدية. فهذا السوق ليس مجرد فضاء لتبادل السيولة بين البنوك والمؤسسات المالية، بل هو المسرح الفعلي الذي تُختبر فيه أدوات السياسة النقدية وتُقاس فعالية انتقالها. وكل مرحلة من مراحل الصاروخ ترتبط عضوياً بمستوى تطور السوق النقدية وكفاءته.

4-1- السوق النقدية كمنصة لإطلاق الأدوات

الأدوات النقدية (من عمليات السوق المفتوحة وتسهيلات الإقراض والاحتياطات الإلزامية) لا يمكن أن تؤدي دورها ما لم يكن السوق النقدي عميقاً وفعالاً. فعمليات السوق المفتوحة على سبيل المثال، تحتاج إلى سوق أوراق مالية حكومية نشط وسريع الاستجابة لتغيرات العرض والطلب. وإذا كان هذا السوق ضيقاً أو ضعيف السيولة، فإن أثر هذه العمليات سيكون محدوداً أو حتى مشوشاً. وبالمثل، فإن آلية تسهيلات الإقراض لا تكون مؤثرة إلا حينما تمتلك البنوك التجارية ثقة في إمكانية إعادة التمويل بسلاسة، وهو ما يتطلب سوقاً نقدية متطورة وشفافة.²

4-2- السوق النقدية كحاضنة للأهداف التشغيلية

حين يحدد البنك المركزي هدفه التشغيلي في التحكم بالسيولة (المجمعات النقدية) أو استقرار سعر الفائدة القصير الأجل، فإن السوق النقدية وتحديد سوق ما بين البنوك هي المجال الذي يتحقق فيه هذا الهدف فعلياً.³ إذ يتجسد استقرار أسعار الفائدة بين البنوك - وهو المؤشر الأبرز على نجاح الأهداف التشغيلية - في التوازن الذي يحققه العرض والطلب على السيولة داخل السوق النقدية. وكلما كان السوق النقدي أكثر كفاءة، كلما انتقلت قرارات السياسة النقدية إلى البنوك التجارية بسرعة ودون تشوهات.

¹ Mishkin, op.cit, p 694

² Banque centrale européenne, op cit, p78

³ A. KADOURI, la politique monétaire, FACULTE DES SCIENCES JURIDIQUES ECONOMIQUES ET SOCIALES AGADIR, fourum d'étudiants, p2

4-3- السوق النقدية كقناة للأهداف الوسيطة

الأهداف الوسيطة مثل معدلات الفائدة طويلة الأجل أو نمو المجاميع النقدية، تعتمد بشكل مباشر على الكيفية التي يعكس بها السوق النقدي إشارات البنك المركزي. فإذا استجاب السوق النقدي بمرونة لتغيرات الفائدة القصيرة الأجل، فإن هذه الإشارات تنتقل بسلاسة إلى أسعار الأصول المالية، ومن ثم إلى قرارات الاستثمار والادخار. أما في حال غياب الكفاءة أو هيمنة ممارسات غير رسمية (كالسوق الموازية أو معدلات الفائدة غير المراقبة)، فإن مسار الانتقال ينكسر، وتفشل المرحلة الوسيطة في أداء وظيفتها.¹

4-4- السوق النقدية كأساس لتحقيق الأهداف النهائية

في النهاية، فإن استقرار الأسعار ودعم النشاط الاقتصادي وضمان الاستقرار المالي لا تتحقق إلا إذا كان السوق النقدي قادراً على نقل أثر السياسة النقدية إلى بقية الأسواق المالية والاقتصاد الحقيقي. فالأسعار المستقرة تحتاج إلى سوق نقدية تمنع التقلبات العشوائية في السيولة، والنمو الاقتصادي يحتاج إلى سوق نقدية تتيح التمويل الكافي للمشروعات، والاستقرار المالي يتطلب سوقاً نقدية قادرة على امتصاص الصدمات وتوزيع السيولة بين الفاعلين الماليين بكفاءة.

يمكن القول إن السوق النقدية هي البنية التحتية التي تُمكن الصاروخ النقدي من الإقلاع والتحليق والوصول إلى غاياته النهائية. فكلما كان هذا السوق عميقاً، منظماً، وفعالاً، كلما كان المسار النقدي أكثر وضوحاً وأقل عرضة للانحراف. أما إذا كان السوق النقدي هشاً أو محدود التطور، فإن الصاروخ سيفقد دفعه في إحدى مراحل، ولن يصل إلى الاستقرار المطلوب.

إن الربط بين الشكل (الصاروخ) والسوق النقدية يكشف أن السياسة النقدية ليست مجرد قرارات فوقية يتخذها البنك المركزي، بل هي عملية تفاعلية تتوقف على بنية السوق النقدية ومرونتها في استيعاب ونقل هذه القرارات إلى بقية مفاصل الاقتصاد.

المطلب الثاني: معدلات الفائدة في السوق النقدية

تعرف معدلات الفائدة قصيرة الأجل بأنها الركيزة الأساسية التي يُبنى عليها نشاط السوق النقدي، إذ تُحدد تكلفة التمويل الفوري للبنوك التجارية، وتُمثل في الوقت ذاته القناة المركزية لانتقال أثر السياسة النقدية نحو الاقتصاد

¹ Banque centrale européenne, op cit, p76.

الكلي. ويقصد بها تلك المعدلات التي تنطبق على آجال تقل عن سنة واحدة، وغالبًا ما تنحصر في آجال قصيرة جدًا لا تتجاوز شهرًا واحدًا في أغلب المعاملات، بل إن الجزء الأكبر منها يتم لأجل يوم إلى أسبوع واحد فقط¹.

1- تعريف معدلات الفائدة قصيرة الأجل:

يمكن النظر إلى معدل الفائدة في السوق النقدي على أنه السعر المرجعي للسيولة قصيرة الأجل داخل النظام المالي، إذ يجسّد التوازن بين العرض والطلب على الأموال القابلة للتداول بين البنوك والمؤسسات المالية في الآجال القصيرة جدًا. فهو لا يمثل فقط كلفة الحصول على الموارد النقدية، بل يُعدّ أيضًا إشارة سعرية تعكس موقف السياسة النقدية وتوقعات الفاعلين بشأن تطورات التضخم والنشاط الاقتصادي. وبهذا المعنى، يُعد معدل الفائدة في السوق النقدي مؤشرًا مزدوج الوظيفة: من جهة هو أداة تشغيلية للبنك المركزي لضبط السيولة، ومن جهة أخرى هو معيار قياس تعتمد عليه بقية أسعار الفائدة في الاقتصاد، بما فيها تلك المتعلقة بالائتمان والادخار والتمويل الاستثماري². كما يمكن تعريف معدل الفائدة في السوق النقدي على أنه السعر الذي يتم عنده تبادل الموارد المالية قصيرة الأجل بين الفاعلين الماليين، وخاصة بين البنوك في السوق ما بين البنوك. وهو يمثل تكلفة الاقتراض أو العائد على الإقراض لفترات زمنية قصيرة، عادة ما تتراوح بين ليلة واحدة وعدة أشهر. وتكمن أهميته في كونه المؤشر الأكثر مباشرة لظروف السيولة في النظام المالي، وأداة مركزية للبنك المركزي في توجيه السياسة النقدية³.

2- أنواع معدلات الفائدة في السوق النقدية:

يمكن تصنيف أنواع الفائدة في السوق النقدي بناءً على عدة معايير، بما في ذلك نوع الأداة المالية، طبيعة المقترض، ومدة الاقتراض:

1-2 - سعر الفائدة بين البنوك (Interbank Rate)

يُعد سعر الفائدة بين البنوك أحد أكثر المؤشرات حساسية وشمولية لوضع السيولة في النظام المصرفي. وهو يمثل التكلفة التي تدفعها البنوك التجارية لبعضها البعض عند إقراض أو اقتراض الأموال غير المضمونة (لفترات قصيرة جدًا)، غالبًا لليلة واحدة (Overnight). تكمن أهمية هذا السعر في كونه يعكس بشكل مباشر قدرة البنوك

¹ Éric Chardoillet, Marc Salvat, Henri Tournyol du Clos, *L'essentiel des marchés financiers*, 8e édition, Paris, Gualino, 2018, p. 181

² European Central Bank (ECB), *The Monetary Policy of the ECB*, Frankfurt, 2016, p. 45

³ Mishkin, op cit, p140.

على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل وتأثير قرارات السياسة النقدية. تتأثر هذه الأسعار بعوامل متعددة منها عرض وطلب الاحتياطات، وثقة البنوك في بعضها البعض، والمخاطر النظامية الكلية¹.

تاريخياً؛ كان LIBOR (London Interbank Offered Rate) هو المعيار الأبرز عالمياً لتسعير عدد هائل من المنتجات المالية، بما في ذلك القروض المشتركة، المشتقات المالية، والسندات العائمة². ومع ذلك، وبسبب فضائح التلاعب في الأسعار وحاجته إلى أصول حقيقية لدعمه، بدأ التوجه نحو استبداله بأسعار خالية من المخاطر (Risk-Free Rates – RFRs) منذ عام 2016.

من أبرز البدائل التي حلت محل LIBOR، يبرز SOFR (Secured Overnight Financing Rate) في الولايات المتحدة. يختلف SOFR عن LIBOR في كونه سعر إقراض الليلة واحدة ومدعوم بضمانات عادةً سندات الخزنة الأمريكية³. هذا التغيير يهدف إلى توفير سعر أكثر شفافية وموثوقية، كونه يعتمد على حجم كبير من المعاملات الفعلية في سوق إعادة الشراء (Repo Market).

منطقة اليورو، شهدت أيضاً تطوراً مماثلاً وتم الانتقال من EONIA (Euro OverNight Index Average) وهو المعيار السائد سابقاً لسعر الفائدة لليلة واحدة غير المضمونة⁴. لكن الاتحاد الأوروبي اتجه نحو استبداله بـ ESTER (Euro Short-Term Rate)، والذي يُعد سعراً خالياً من المخاطر (تقريباً) يعكس تكلفة الاقتراض غير المضمون لليلة واحدة للبنوك في منطقة اليورو من جهات مالية واسعة، بما في ذلك صناديق التقاعد وصناديق المال⁵. هذا الانتقال يعكس التوجه العالمي نحو أسعار مرجعية أكثر قوة وشفافية.

2-2 سعر الخصم / (Discount Rate) سعر إعادة الخصم (Rediscount Rate)

تلجأ البنوك التجارية إلى الاقتراض من البنك المركزي للحصول على احتياجاتها من الأموال. وعادة ما تتم عملية الاقتراض إما بضمان أو بخصم أوراق مالية يحصل في مقابلها البنك المركزي على سعر فائدة يقوم بتحديدده يسمى سعر الخصم أو إعادة الخصم، يعد بمثابة سعر الفائدة الذي تدفعها البنوك التجارية لزيادة احتياطياتها النقدية من البنك المركزي. معدل إعادة الخصم هو إحدى الأدوات الغير مباشرة للسياسة النقدية التي يتبعها البنك المركزي، هو عبارة عن نسبة يتقاضاها البنك المركزي مقابل إعادة خصمه للأوراق التجارية التي تقدمها البنوك لخصمها،

¹ <https://www.centralbank.go.ke/rates/interbank-rates>

² Cours Mario Dehove, op cit, p4

³ Federal Reserve Bank of New York SOFR, Secured Overnight Financing Rate.

⁴ Cours Mario Dehove, op cit, p3

⁵ European Central Bank, (2019). The Euro short-term rate (€STR): a new benchmark for the euro area money markets. EC

ويسمى أيضا سعر البنك، وتعتبر عملية إعادة الخصم شكلا من أشكال إعادة التمويل التي يقوم بها البنك المركزي لتزويد البنوك التجارية بالسيولة¹

يمثل سعر الخصم، أو سعر إعادة الخصم، الأداة التي يستخدمها البنك المركزي لإقراض البنوك التجارية مباشرة، وعادةً ما يتم ذلك لتعويض نقص مؤقت في احتياطياتها الإلزامية أو لمواجهة ضغوط السيولة غير المتوقعة. يُنظر إلى الاقتراض من نافذة الخصم في البنك المركزي غالبًا على أنه "ملاذ أخير" (Lender of Last Resort) للبنوك التجارية التي تواجه صعوبات في الحصول على السيولة من السوق بين البنوك.

2-3- سعر الفائدة على عمليات السوق المفتوحة (Open Market Operations Rate)

تُعد عمليات السوق المفتوحة (Open Market Operations – OMOs) الأداة الأكثر فعالية ومرونة للبنك المركزي في تنفيذ سياسته النقدية وتوجيه السيولة في السوق. تتضمن هذه العمليات شراء أو بيع الأوراق المالية الحكومية، مثل أذون الخزانة والسندات، بين البنك المركزي والبنوك التجارية. عندما يشتري البنك المركزي الأوراق المالية من البنوك، فإنه يضخ السيولة في النظام المصرفي ويزيد من احتياطيات البنوك. يتم تحديد سعر الفائدة لهذه المعاملات، وهو ما يُشار إليه بسعر الفائدة على عمليات السوق المفتوحة، ليعكس الهدف الذي يسعى إليه البنك المركزي في مستوى السيولة. وعلى العكس، عندما يبيع البنك المركزي الأوراق المالية للبنوك، فإنه يسحب السيولة من النظام لخفض حجم الاحتياطيات². يُعد هذا السعر الأداة الأساسية للعديد من البنوك المركزية، مثل نظام الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة والبنك المركزي الأوروبي، لتحقيق أهداف السياسة النقدية، مثل التحكم في التضخم أو تحفيز النمو الاقتصادي. من خلال التعديل الدقيق لهذا السعر وحجم العمليات، يمكن للبنك المركزي التأثير على سعر الفائدة بين البنوك وبالتالي على تكلفة الاقتراض في الاقتصاد ككل³.

2-4- سعر الإيداع / سعر الإقراض الهامشي :

تُشكل كل من منشأة الإيداع ومنشأة الإقراض الهامشي أدوات رئيسية للبنك المركزي لتحديد "ممر" (Corridor) لمعدل الفائدة بين البنوك لليلة واحدة، وبالتالي توجيه هذا السعر داخل نطاق محدد.

– سعر الإيداع: (Deposit Rate) هو سعر الفائدة الذي يدفعه البنك المركزي للبنوك التجارية على الودائع

¹ قدي عبد المجيد، مرجع سبق ذكره، ص 87.

² Federal Reserve Bank of New York, *Open Market Operatio*, 2018.

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>

³ Mishkin, op cit, p 636

الفائضة التي تحتفظ بها لديه، والتي تتجاوز احتياطاتها الإلزامية. يعمل هذا السعر كحد أدنى لسعر الفائدة بين البنوك، حيث لا يمكن للبنوك أن تقرض بعضها البعض بسعر أقل من سعر الإيداع (ما لم يكن لديها خيارات أخرى لا تحمل مخاطر)، وإلا فإنها ستفضل إيداع أموالها لدى البنك المركزي والحصول على هذا العائد المضمون¹.

- **سعر الإقراض الهامشي (Marginal Lending Facility Rate)** هو سعر الفائدة الذي يفرضه البنك المركزي على البنوك التجارية مقابل قروض الليلة واحدة تحصل عليها بضمانات (عادةً أوراق مالية مؤهلة). يعمل هذا السعر كحد أقصى لسعر الفائدة بين البنوك، حيث لا يمكن للبنوك أن تقرض من بعضها البعض بسعر أعلى من سعر الإقراض الهامشي، وإلا فإنها ستفضل الاقتراض من البنك المركزي مباشرة بتكلفة أقل. من خلال تحديد هذين السعرين، يخلق البنك المركزي "ممرًا" يوجه سعر الفائدة بين البنوك لليلة واحدة، مما يضمن استقرار هذا السعر ويقلل من تقلبه، وهو أمر حيوي لاستقرار السوق النقدي وفعالية السياسة النقدية².

2-5- العائد على أذون الخزانة

تُعد أذون الخزانة أدوات دين حكومية قصيرة الأجل تُصدرها الحكومات لتمويل احتياجاتها قصيرة الأجل وهذا ما وقف عنده المبحث السابق. تُباع هذه الأذون بخخص (Discount) على قيمتها الاسمية (Par Value)، ويُمثل الفرق بين سعر الشراء والقيمة الاسمية عند الاستحقاق العائد الذي يحصل عليه المستثمر.

يعكس العائد على أذون الخزانة سعر الفائدة الذي تدفعه الحكومة للمستثمرين مقابل الاقتراض، ويُعتبر مؤشرًا رئيسيًا على "السعر الخالي من المخاطر (Risk-Free Rate)" في الاقتصاد، خاصة بالنسبة للآجال القصيرة³. والسبب في ذلك هو أن أذون الخزانة الصادرة عن حكومات تتمتع بملاءة مالية قوية تُعد من الأصول الأكثر أمانًا، حيث يُفترض أن مخاطر التخلف عن السداد فيها منخفضة للغاية أو معدومة. وبالتالي، فإن العائد الذي تقدمه هذه الأذون يُستخدم كمعيار لمقارنة عوائد الأصول الأخرى التي تحمل درجات متفاوتة من المخاطر.

إذن تُشكل معدلات الفائدة في السوق النقدي مجموعة معقدة ومتشابكة من الأدوات والمؤشرات التي تعكس ديناميكيات السيولة، وتقود قرارات الاستثمار والتمويل، وتُعد المحرك الأساسي لفعالية السياسة النقدية. إن فهم هذه الأنواع المختلفة من معدلات الفائدة وكيفية تفاعلها أمر بالغ الأهمية لأي تحليل اقتصادي أو مالي، حيث إنها

¹ Cours Mario Dehove, op cit, p.10

² Idid, p10-11

³ موقع وزارة المالية للإمارات العربية المتحدة، تم الاطلاع يوم : 2025/06/23 على الرابط <https://mof.gov.ae/ar/public-finance/public-debt/fdmo-tbond>

تُقدم نظرة واضحة على صحة النظام المصرفي وتوجهات الاقتصاد الكلي.

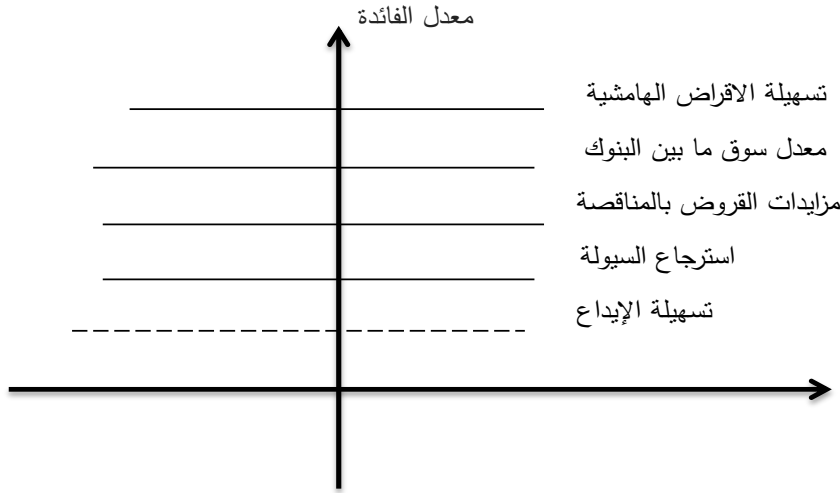
3- ترتيب معدلات الفائدة في السوق النقدي

تسمح أدوات السوق النقدي للبنك المركزي بتوجيه السوق وذلك من خلال سياسته النقدية، تلبية الاحتياجات التمويلية للبنوك، وامتصاص فائض السيولة لدى هذه الأخيرة، إلى جانب التأثير على الوضعية الهيكلية للقطاع البنكي. ويمكن ترتيب معدلات الفائدة لأدوات السوق النقدي، كما يلي :¹

- معدلات استرجاع السيولة وتسهيل الإيداع يجب أن تكون أقل من معدلات الأمانات والمزايدات، وإلا فإن البنوك ستحقق أرباحا وبدون مخاطر باللجوء إلى البنك المركزي، من أجل اقراض الأموال وذلك في شكل إيداعات لدى هذا الأخير؛
 - معدلات الأمانات يجب أن تكون أكبر من معدلات مزايدات القروض بالمناقصة، بما أن البنوك بإمكانها دائما وفي كل وقت الحصول على أموال يوم بيوم (au jour le jour) من خلال الأمانات؛
 - معدلات الفائدة لاسترجاع السيولة يجب أن يكون دائما أعلى من معدلات تسهيلة الإيداع، بما أن هذه الأخيرة يمكن أن تستعمل وفي أي وقت من طرف البنوك من أجل توظيف فوائضهم من السيولة.
 - معدلات السيولة ما بين البنوك يجب أن تكون أصغر من الأمانات، وإلا فإن البنوك ستتجه نحو البنك المركزي بدلا من التوجه نحو البنوك الأخرى في سوق ما بين البنوك من أجل ضمان توازن احتياجاتها من السيولة.
 - معدل الفائدة في سوق ما بين البنوك يجب أن يكون أعلى من معدلات المزايدات ، وإلا فإن البنوك لن تتعامل مع هذه الأخيرة، لأن البنوك تعاني من احتياجات السيولة يمكنها أن تجد التمويل المناسب بالسعر المناسب والأفضل لدى البنوك التي لديها فائض سيولة.
- وفي الأخير إذن البنك المركزي، يمكنه أن يتحكم في سعر ما بين البنوك وذلك من خلال رفع أو تخفيض سعر الفائدة لتسهيله الإقراض الهامشية وسعر عمليات الإقراض الهامشية. والشكل الموالي يبين ترتيب مختلف معدلات السوق النقدي :

¹ Mario Dehove, INSTITUTIONS ET THÉORIE DE LA MONNAIE, Septembre 2001.

الشكل رقم (1-7): الترتيب السلمي لمعدلات الفائدة في السوق النقدي.



Source : Mario Dehove, INSTITUTIONS ET THÉORIE DE LA MONNAIE, Septembre 2001,p11

وتجدر بنا الإشارة إلى أنه كلما اقتربت معدلات الفائدة في السوق النقدي ما بين البنوك، من معدل المزايدات كلما دل ذلك على وجود فائض في السيولة، أما في الحالة العكسية فتتقرب معدلات الفائدة من معدل الأمانات.

4- أهمية سعر الفائدة في عمل الأسواق النقدية وكيفية تحديده

يمثل سعر الفائدة الثمن الذي يدفعه المقترض لكي يكون له التصرف في رأس المال، أو مقابل الفرصة البديلة التي يتم التضحية بها من طرف المقرض، عند تخليه عن رأسماله خلال فترة زمنية معينة.

سعر الفائدة هو السعر الذي يتم التعامل به في السوق النقدية، وتحديد سعر الفائدة قصير الأجل يؤثر على سعر الفائدة لأجل المتوسط والطويل ويرتبط به، إذ أن تحديد سعر الفائدة لأجل القصير عند مستوى مرتفع يدفع إلى ارتفاع سعر الفائدة المتوسط والطويل كذلك، والذي عادة ما يفوق في مستواه سعر الفائدة في الأجل القصير، ويحصل العكس عندما يتم تحديد سعر الفائدة لأجل القصير عند مستوى أقل.

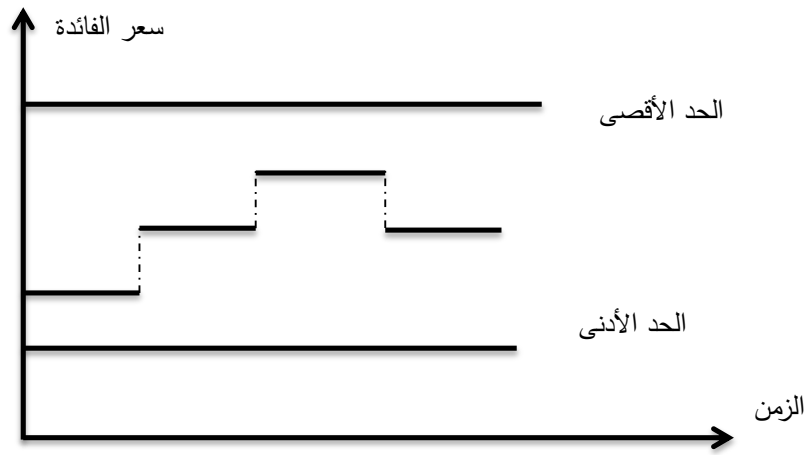
كما أن سعر الفائدة لا يمثل فقط كلفة الاستثمار في الأسواق النقدية، سواء كلفة مضحي بها في حالة استخدام الأموال الذاتية أو تكلفة فعلية في حالة اللجوء إلى الأموال الخارجية (المقترضة) في ذلك فحسب، بل أن سعر الفائدة يمثل عائد لبعض الأوراق المالية المتداولة في الأسواق النقدية.

كما أن المستثمر في الغالب عند توجهه للاستثمار، يقارن بين سعر الفائدة الذي يمكنه الحصول عليه من توظيف أمواله بشكل وديعة مصرفية، وبين عائد استخدام هذه الأموال بالاستثمار في شراء الأوراق والأدوات المالية التي يتم

التعامل بها في الأسواق النقدية، فإذا كان العائد المتوقع تحقيقه أعلى من سعر الفائدة فيتم اتخاذ القرار بالاستثمار فيها، وبالتالي سعر الفائدة هو العامل الأكثر أهمية في تحديد عمليات التوظيف والاستثمار في الأسواق النقدية¹. إن معدل الفائدة المعمول به في السوق النقدية حر عموماً، فهو يخضع لظروف العرض والطلب على السيولة في المدى القصير، ولكن حرية تحديد معدلات الفائدة ما هي إلا أمر نسبي، إذ يتدخل البنك المركزي. فهو يحدد بإرادته سعر إعادة الخصم والذي يستعمل كمرجع مسبق لتحديد سعر الفائدة التوازني في السوق النقدية. فمعدل إعادة الخصم يمثل الحد الأدنى لثمن الاقتراض في المدة القصيرة، أي أن المؤسسات التمويلية وغيرها من الوحدات ذات الفائض لا يمكنها أن تمنح قروضها للوحدات ذات العجز والتي تحتاج إلى التمويل قصيرة الأجل بأقل من هذا السعر.

ويقابل ذلك حداً أقصى لما يمكن أن يكون عليه ثمن الاقتراض، وقد يحدد هذا الثمن القانون أو الظروف الواقعية للسوق النقدية، وعلى قوى العرض والطلب أن تسعى لتحقيق الالتقاء بينهما في حدود المسافة بين الحد الأقصى والحد الأدنى². ويمكن أن نتصور هذه العلاقة بالشكل الموالي:

الشكل رقم (1-8) : علاقة معدل الخصم بمعدل السوق النقدي



المصدر: رايس حدة، دور السوق النقدية في تأمين سيولة النظام المصرفي، مرجع سبق ذكره، ص16.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أنه تم تمثيل تغيرات سعر الفائدة تبعاً الزمن وفي حدود الحد الأقصى والحد الأدنى بدالة غير مستمرة (أو على الأقل مستمرة بقيم ثابتة في فترات معينة)، وهو تمثيل أكثر واقعية لتغيرات سعر

¹سيباستيان إدواردز، محسن. س. خان، أسعار الفائدة في البلدان النامية، مجلة التمويل والتنمية، 1988، المجلد 22، رقم 2، ص28.

²رايس حدة، دور السوق النقدية في تأمين سيولة النظام المصرفي، مرجع سبق ذكره، ص16.

الفائدة في السوق النقدية. وما تجدر الإشارة إليه هو أن تغيرات سعر الفائدة في حدود هذا النطاق، سوف تؤثر أيضا على القروض طويلة الأجل، إذ من غير المتصور أن تقبل المؤسسات التمويلية منح القروض طويلة الأجل بأسعار تقل عن القروض قصيرة الأجل نظرا لما تتمتع به هذه الأخيرة من سيولة نسبية، وقد يؤدي هذا إلى زيادة تكلفة الاستثمار، وعلى البنك المركزي عندما يضع سياسة سعر إعادة الخصم أن يأخذ في اعتباره هذا التناقض. تعمل السوق النقدية غالبا في الائتمان قصير الأجل، وتشمل هذه الأخيرة جميع أنواع القروض التي تعقد لأجل قصيرة تتراوح ما بين أسبوع واحد وسنة كاملة ويكون قوامها الأساسي من المشروعات والأفراد من ناحية والبنوك التجارية وبعض مؤسسات الإقراض في منح الائتمان قصير الأجل. وهناك علاقة عكسية بين درجة تقدم هذه السوق وبين الحد الأدنى لأجل القرض بحيث يصل الحد الأدنى للاقتراض قصير الأجل لبعض أسواق النقد إلى يوم واحد بحيث يتم تحديد آجال القرض في كل يوم لليوم الموالي، ويكون بالطبع من حق الدائن أن يمتنع عن التجديد في أي يوم، وعموما فإن مدة العمليات المعمول بها في السوق النقدية تتراوح ما بين يوم إلى خمس سنوات.

المطلب الثالث: التحديات الحديثة وتطورات السوق النقدية

شهد السوق النقدي ومعدلات الفائدة فيه تطورات وتحديات كبيرة، خاصة بعد الأزمة المالية العالمية 2008 وجائحة كوفيد-19 وتتمثل فيما يلي :

1. بيئة أسعار الفائدة المنخفضة والصفيرية والسلبية - (Zero/Negative Interest Rate Policy)

ZIRP/NIRP):

تشير سياسة أسعار الفائدة المنخفضة أو الصفيرية (ZIRP) إلى اعتماد البنوك المركزية لمعدل فائدة قريب جدًا من الصفر على العمليات الرئيسية مثل الإقراض للبنوك التجارية، بهدف تحفيز النشاط الاقتصادي خلال الركود. أما السياسة السلبية (NIRP) فهي حالة يتجاوز فيها المعدل المركزي الصفر، ليصبح سالبًا، أي أن البنوك التجارية تدفع فوائد مقابل الاحتفاظ بالودائع لدى البنك المركزي، وهو ما يُحفزها على زيادة الإقراض والإنفاق في الاقتصاد.

وتتمثل آليات التأثير على الأسواق النقدية من خلال انخفاض معدلات الفائدة إلى أدنى مستوياتها فيما يلي :

- تحفيز الإقراض : انخفاض تكلفة الاقتراض يشجع البنوك على تقديم القروض للشركات والأفراد.
- تخفيض تكلفة التمويل الحكومي : يؤدي إلى خفض الفوائد على السندات الحكومية قصيرة وطويلة الأجل.

- تأثير على معدلات السوق قصيرة الأجل : أسعار الفائدة المنخفضة أو السالبة تُترجم مباشرة إلى أسعار صفقات السوق النقدية قصيرة الأجل، مثل REPOs وأذون الخزانة قصيرة الأجل.

أما فيما يخص أهم التحديات والمخاطر لهذه المعدلات فتتمثل فيما يلي :¹

- الضغط على أرباح البنوك التجارية : خصوصاً إذا أصبحت العوائد من الإقراض منخفضة جداً مقارنة بالتكاليف التشغيلية.

- زيادة المخاطر المالية : تدفع البنوك والمستثمرين نحو أصول عالية المخاطر لتحقيق عوائد، مما قد يخلق فقاعات مالية.

- هروب رؤوس الأموال إلى الخارج بحثاً عن عائد أكبر في اقتصاديات أخرى.

- تأثير محدود على الطلب الكلي : في بعض الحالات، قد لا يكون التخفيض الإضافي للفائدة محفزاً كافياً إذا كان الاقتصاد يعاني من ركود ثقة.

- صعوبة العودة إلى معدلات طبيعية: ما يعرف بـ فخ أو مصيدة الفائدة المنخفضة (Low-Interest Trap)، حيث يصبح رفع الفائدة مستقبلاً محفوفاً بالمخاطر على النمو الاقتصادي.

ظهرت ZIRP بشكل واسع بعد الأزمة المالية العالمية 2008-2009، خصوصاً في الولايات المتحدة واليابان، مع هدف تخفيف تباطؤ النشاط الاقتصادي وتحفيز الاستهلاك والاستثمار. لاحقاً، اتجهت بعض البنوك المركزية الأوروبية، مثل البنك المركزي الأوروبي وسويسرا، إلى NIRP بسبب استمرار ضغوط الركود وانخفاض التضخم، إذ تجاوزت معدلات الإيداع لدى البنوك المركزية الصفر لتصبح سالبة وبخصوص هذا الموضوع هناك العديد من التجارب الدولية على النحو التالي:²

- اليابان :تطبيق ZIRP منذ التسعينيات من القرن العشرين ، ثم NIRP في 2016، مع آثار مختلطة على النمو والتضخم.

¹ حسين أحمد حسين، أثر الفائدة السالبة والصفيرية في التضخم دراسة على منطقة اليورو للمدة 2018/2024، مجلة كلية دجلة الجامعة دراسات إدارية واقتصادية، المجلد (7) العدد(3) أيلول 2024، ص 35.

² نفس المرجع السابق، ص 30.

- الاتحاد الأوروبي NIRP: منذ 2014 على ودائع البنوك لدى البنك المركزي الأوروبي، لتشجيع الإقراض ودعم التعافي الاقتصادي بعد أزمة الديون السيادية.

- الولايات المتحدة ZIRP: بعد 2008، ثم رفع تدريجي للفائدة بعد تحسن الاقتصاد، مع اعتماد سياسات كمية مكمل (Quantitative Easing) لتحفيز السيولة.

إن بيئة أسعار الفائدة المنخفضة والصفيرية والسلبية تمثل أداة نقدية غير تقليدية تهدف إلى مواجهة الركود وتخفيف النشاط الاقتصادي، لكنها في الوقت نفسه تفرض تحديات كبيرة على النظام المالي، بما في ذلك ضغط الأرباح البنكية، ارتفاع المخاطر، وصعوبة العودة إلى معدلات طبيعية. لذلك، تعتبر مراقبة آثار ZIRP/NIRP على السوق النقدية قصيرة الأجل أمرًا ضروريًا لفهم كفاءة السياسة النقدية واستدامتها.

2- عمليات السياسة النقدية غير التقليدية :

عندما تصل معدلات الفائدة قصيرة الأجل إلى الحد الصفيري أو يواجه النظام المالي صدمة كبيرة، تصبح الأدوات التقليدية للسياسة النقدية غير كافية. في هذه الظروف، تستخدم البنوك المركزية أدوات غير تقليدية تهدف إلى ضمان انتقال السياسة النقدية وتخفيف الاقتصاد. وقد صنّف Miskin هذه الأدوات في أربع فئات رئيسية:¹

2-1 الإمداد بالسيولة:

يهدف الإمداد بالسيولة إلى توفير السيولة للبنوك لتفادي تجمّد السوق وارتفاع أسعار الفائدة بشكل مفاجئ. في الأزمات، قد تواجه البنوك صعوبة في الحصول على التمويل من الأسواق أو من بعضها البعض (سوق ما بين البنوك) وهو ما يعيق عملها الطبيعي في الإقراض. يقوم البنك المركزي بتقديم سيولة نقدية محدودة أو موسّعة للبنوك، ولكن غالبًا ما تختار هذه الأخيرة الاحتفاظ بهذه الأموال كاحتياطات فائضة بدل إقراضها، مما يحد من تأثير الإجراء على النشاط الاقتصادي القصير الأجل. هذا الإمداد يظل مع ذلك وسيلة ضرورية لضمان استقرار النظام المالي ومنع تدهور السيولة في الأسواق النقدية.²

تتمثل هذه الأداة في ضخ السيولة المباشرة في النظام المالي عبر:³

¹ Miskin, op cit, p653

² عمر عيو، كمال قبو، دور السياسة النقدية غير التقليدية في تحفيز الاقتصاد، - عرض تجارب دولية - مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، المجلد 15 العدد 1، جانفي 2019، ص 53.

³ Miskin, op cit, p653-654

- ✓ تسهيل الوصول إلى نافذة الخصم (Discount Window)
 - ✓ برنامج تسهيلات التمويل المؤقت (TAF — Term Auction Facility)
 - ✓ قروض الطوارئ
 - ✓ تخفيف قواعد الضمانات (collatéral)
- 2-2- برنامج شراء الأصول (السندات) :

من المفترض أن تمنع إجراءات الإمداد بالسيولة انهيار أسعار معظم فئات الأصول. ومع ذلك، قد يتبين أن هذه الإجراءات العامة غير كافية لبعض أقسام السوق، عندها يمكن للبنك المركزي شراء هذه الأصول مباشرة. في الظروف العادية، تقتصر عمليات السوق المفتوح للبنك الاحتياطي الفيدرالي على شراء السندات الحكومية، لا سيما في قطاع الأجل القصير. خلال الأزمة، أنشأت الفيدرالي برنامجين جديدين لشراء الأصول بهدف خفض معدلات الفائدة على نوعين من الأصول.

2-3 التيسير الكمي (Quantitative Easing – QE)

لقد شكّل التيسير الكمي أحد أبرز الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية في العقود الأخيرة، خاصة بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وما تلاها من تباطؤ اقتصادي حاد. فقد وجدت البنوك المركزية الكبرى نفسها أمام معضلة الصفر الأدنى (Zero Lower Bound) حين وصلت أسعار الفائدة قصيرة الأجل إلى مستويات قريبة من الصفر، مما أفقد الأداة التقليدية المتمثلة في تعديل معدلات الفائدة فعاليتها. عند هذه النقطة، برز التيسير الكمي باعتباره سياسة استثنائية تستهدف التأثير على منحني العائد، وتوفير سيولة واسعة النطاق للنظام المالي، واستعادة الثقة في الأسواق يقوم البنك المركزي في إطار هذه السياسة بشراء كميات كبيرة من الأصول المالية طويلة الأجل، وخاصة السندات الحكومية وأحياناً سندات الشركات، بغرض¹ :

- ✓ زيادة السيولة المتاحة في النظام المصرفي.
- ✓ خفض العوائد طويلة الأجل وتشجيع الاقتراض.
- ✓ تحفيز الاستثمار والإنفاق الاستهلاكي لدعم النشاط الاقتصادي.

¹ Mishkin, Frederic, op cit, p653.

ويختلف التيسير الكمي عن خفض أسعار الفائدة التقليدي في أنه يستهدف مباشرةً هيكل العوائد طويلة الأجل عبر عمليات شراء واسعة النطاق للأصول، بدلاً من الاكتفاء بضبط سعر الفائدة قصير الأجل¹. على الرغم من أن QE يستهدف أسعار الفائدة طويلة الأجل، إلا أنه يؤثر على السوق النقدية وذلك بضخ كميات هائلة من السيولة في النظام المالي، مما يضغط على أسعار الفائدة قصيرة الأجل للحفاظ على انخفاضها.

تقوم آلية التيسير الكمي على قيام البنك المركزي بشراء كميات ضخمة من الأصول المالية طويلة الأجل، خصوصاً السندات الحكومية والأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري، من الأسواق الثانوية. يهدف هذا الإجراء إلى خفض العوائد طويلة الأجل عبر زيادة الطلب على هذه الأصول، ما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها وانخفاض عوائدها. وبذلك، تنتقل آثار السياسة النقدية إلى مختلف أجزاء الاقتصاد عبر قنوات متعددة²:

- قناة أسعار الفائدة: انخفاض العوائد طويلة الأجل يُقلص تكلفة التمويل للشركات والأسر.
- قناة الائتمان: زيادة السيولة المتاحة للبنوك تعزز قدرتها على منح القروض.
- قناة أسعار الأصول: ارتفاع أسعار السندات والأسهم يعزز الثروة المالية للمستثمرين، ما يدعم الاستهلاك.
- قناة سعر الصرف: توسع الكتلة النقدية يميل إلى إضعاف العملة المحلية، ما يُحسن القدرة التنافسية للصادرات.

2-4. التيسير الائتماني:

يهدف التيسير الائتماني إلى تحسين أداء الأسواق الائتمانية التي تعاني من التجمد أو الاضطراب. طريقة العمل تستند على تعديل تركيبة ميزانية البنك المركزي لشراء أصول خاصة أو مضمونة، دون زيادة حجم الميزانية الكلية بالضرورة، وبالتالي دعم القطاعات الائتمانية المهمة.

¹ Krishnamurthy, A., & Vissing-Jorgensen, A. (2011). The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy. Brookings Papers on Economic Activity, Fall 2011, p2

² Bernanke, Ben S., The Federal Reserve and the Financial Crisis, Princeton University Press, 2013, pp. 65-70

2-5 الالتزامات المستقبلية

تقوم هذه الأداة على إعلان البنك المركزي لالتزامه بمعدلات الفائدة المستقبلية أو مسار السياس النقدية لفترة محددة. الهدف هو توجيه توقعات الأسواق بحيث تتأثر معدلات الفائدة طويلة الأجل دون الحاجة إلى تغييرات فورية في السياسة النقدية، ما يساعد على دعم الاستثمار والطلب الكلي في ظل قيود الحد الصفري.

3. تشديد الرقابة على أسعار الفائدة المرجعية

فضائح الليبور خلقت أزمة ثقة في أسعار الفائدة في السوق النقدي، فهذه الفضائح لم تكشف فقط عن هشاشة آليات تحديد أسعار الفائدة المرجعية، بل أبرزت بالأساس قصور الإطار الرقابي الذي سمح للبنوك الدولية بالتلاعب دون رادع فعال لسنوات طويلة. فقد تبين أن آلية الاعتماد على تقديرات البنوك المشاركة، مع غياب الشفافية وضعف الرقابة المباشرة، أوجدت بيئة خصبة للتلاعب. وعليه، اتجهت السلطات النقدية والتنظيمية إلى تشديد الرقابة بشكل غير مسبوق لضمان نزاهة عملية تحديد المعدلات المرجعية.

أحد أهم الدروس المستخلصة من هذه الفضيحة هو ضرورة فصل المصالح وتعزيز الحوكمة. لذلك، أوصى مجلس الاستقرار المالي (FSB)، إلى جانب البنوك المركزية الكبرى، بضرورة إدخال تغييرات جوهرية في هيكله اللجان المسؤولة عن تحديد الأسعار المرجعية، بحيث تشمل أطرافاً مستقلة وهيئات رقابية، بدل ترك الأمر بيد البنوك وحدها¹، كما فرضت إصلاحات جديدة تستلزم اعتماد ممارسات تدقيق داخلية وخارجية للتأكد من صحة البيانات .

من بين التوصيات الرقابية الجوهرية:

- إلزام المؤسسات المالية بالكشف عن منهجيات الحساب بشكل معلن وواضح.
- الاعتماد على بيانات سوقية فعلية بدل التقديرات الذاتية، ما يقلل من مساحة التلاعب.
- نشر البيانات بصورة دورية للرقابة العامة، بحيث تُصبح مؤشرات الفائدة أكثر خضوعاً للتدقيق العام والمؤسسي

لم تعد تكتفي البنوك المركزية (مثل الاحتياطي الفيدرالي والبنك المركزي الأوروبي) بمراقبة المؤشرات المرجعية من بعيد، بل باتت تلعب دوراً مباشراً في الإشراف على تطويرها ومتابعة دقتها. كما منحت السلطات التنظيمية هيئات مثل هيئة السلوك المالي البريطانية (FCA) صلاحيات موسعة لفرض العقوبات على أي مؤسسة تتلاعب بالمعدلات

¹ Financial Stability Board (FSB), *Reforming Major Interest Rate Benchmarks*, Report, 2014, p1-2

أو تقدم بيانات مضللة.¹ إلى جانب الرقابة الفنية، تم إدراج إطار قانوني أكثر صرامة، بحيث أصبحت أي محاولة للتلاعب بأسعار الفائدة المرجعية تُعتبر مخالفة جنائية تعرّض المؤسسات والأفراد لعقوبات مالية وجزائية. وقد شكّل ذلك رسالة واضحة للأسواق بأن الحقبة التي كان فيها التلاعب مقبولا أو سهل الإخفاء قد انتهت.

4. تأثير التكنولوجيا المالية (FinTech) على السوق النقدية :

يمكن للتكنولوجيا المالية أن تؤثر على ديناميكيات السوق النقدي من خلال زيادة كفاءة المعاملات، وتقليل التكاليف، وتوفير قنوات جديدة للإقراض والاقتراض (مثل الإقراض من نظير إلى نظير (P2P Lending) ، مما قد يؤثر على أسعار الفائدة وتوزيع السيولة.

5- تغيرات البيئة التنظيمية:

تطبيق لوائح جديدة مثل "بازل 3 (Basel III)" بعد الأزمة المالية يهدف إلى تعزيز قدرة البنوك على تحمل الصدمات، مما يؤثر على متطلبات السيولة لديها وبالتالي على سلوكها في السوق النقدي.

خلاصة الفصل الأول:

للسوق النقدية مفهومان أحدهما ضيق والآخر واسع، فالسوق النقدية بالمعنى الضيق تحتل في سوق ما بين البنوك، هذه السوق مفتوحة فقط أمام البنوك التجارية والبنك المركزي. أما السوق النقدية بالمعنى الواسع تعني المجال الذي يتم من خلاله تلاقي العرض والطلب على السيولة في المدى القصير وهي مفتوحة أمام جميع الأعوان الاقتصاديين. تكمن الأهمية البالغة لهذه السوق في تمكينها لهؤلاء الأعوان من تسيير سيولتهم في المدى القصير من خلال تغطية عجزهم ويتم التعامل فيها من خلال عمليات مضمونة وأخرى على بياض بين مختلف الأطراف المتدخلة فيها، وتختلف آجال تلك العمليات وتتراوح بين الليلة الواحدة إلى غاية 7 سنوات.

تتكوّن السوق النقدية من سوق السندات القابلة للتفاوض والسوق النقدية ما بين البنوك، والتي تسمى بالسوق النقدية خارج البنك المركزي إذا تدخل هذا الأخير كوسيط بين البنوك، كما تسمى بسوق البنك المركزي إذا تدخل بإقراض البنوك التجارية. وكل سوق من هاتين السوقين تتكون من عدّة أدوات، تمكّن الأعوان الاقتصاديين من التدخل إما للاقتراض لتمويل عجز السيولة أو للتوظيف الفوائض المالية المتاحة. ويعتبر سعر الفائدة المحرك الأساسي

¹ Financial Conduct Authority (FCA), Transition from LIBOR, Policy Statement, 2021,p2

لهذه السوق ويكون حر عموماً، لكن هناك ضرورة للتدخل البنك المركزي لتحديد حدوده الدنيا والعليا وإلا فستشل هذه السوق.

بالإضافة إلى ذلك، يسلط الفصل الضوء على العلاقة بين معدلات الفائدة في السوق النقدية وأهداف السياسة النقدية للبنوك المركزية، حيث تُستخدم هذه المعدلات كأداة رئيسية لترجمة السياسة النقدية إلى الاقتصاد الكلي، والتأثير على تكلفة الاقتراض والاستثمار. كما يناقش الفصل أهمية الشفافية والحوكمة في هذه السوق لضمان نزاهة المؤشرات المرجعية، بما ينسجم مع الإصلاحات الرقابية التي طبقت بعد فضائح الليبور، ودور الهيئات الرقابية والبنوك المركزية في مراقبة هذه المؤشرات وحماية الأسواق من التلاعب.

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة
المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية
الجزائرية

تمهيد

بعد الاستقلال مباشرة عملت الجزائر على إنشاء منظومة بنكية جزائرية توفر لها الاستقلال المالي، والبداية كانت بإيجاد بنك مركزي جزائري يمثل السلطة النقدية. بعد ذلك، وابتداء من سنة 1966 عملت الجزائر على إنشاء بنوك تجارية جزائرية وذلك من خلال تأميم فروع البنوك الأجنبية التي كانت تعمل آنذاك في الجزائر.

نتيجة للأهمية الحيوية التي يلعبها النظام البنكي في تمويل ودفع عجلة التنمية الاقتصادية عرفت البنوك الجزائرية منذ نشأتها إصلاحات متعددة هذه الأخيرة تسعى في مجملها إلى إيجاد مؤسسات بنكية توفر التمويلات اللازمة للاقتصاد في كل من المدى القصير المتوسط والطويل.

من أبرز هذه الإصلاحات نذكر تلك التي جاء بها قانون النقد والائتمان 10/90 والتي تهدف إلى إنهاء الاحتكار والقرارات المركزية والإدارية وفرض نظام تمويلات جديدة تكون وفقا لآليات السوق.

في هذا الإطار عملت الجزائر على خلق سوق رؤوس الأموال بشقيها القصير، المتوسط والطويل المدى يلجأ إليها مختلف الأعوان الاقتصاديون، لتلبية احتياجاتهم المالية وتوظيف فوائضهم وذلك باستعمال العديد من الأدوات أقل ما يقال عنها أنها متنوعة.

يتطلب الإحاطة بمضمون هذا الفصل تقسيمة إلى ثلاث مباحث، يدرس المبحث الأول البنية التحتية للسوق النقدية الجزائرية، أما المبحث الثاني فيعرض آليات تسيير سيولة المصرفية في الجزائر من خلال السوق النقدية، في حين المبحث الثالث يتم من خلاله تقييم أداء السوق النقدية الجزائرية.

المبحث الأول: البنية التحتية للسوق النقدية الجزائرية

تشمل البنية التحتية المالية، على نطاق واسع، كل القاعدة الأساسية للنظام المالي للبلد بما في ذلك جميع المؤسسات والمعلومات والتقنيات والقواعد والمعايير التي تتيح الوصول المالي من خلال أنظمة مالية شفافة ومستقرة.¹ تعد البنية التحتية للسوق النقدية بما تشمله من أنظمة وهياكل وأطر قانونية ورقابية متطلبا أساسيا لتفعيل هذه السوق، فبعدما تعرفنا في الفصل السابق على المقاربة النظرية للأسواق النقدية سيتم العمل في هذا الفصل على

¹ البنية المالية التحتية: ورقة على موقع صندوق النقد العربي <https://www.amf.org.ae/ar/financial-sector/financial-infrastructure>

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

دراسة خصائص السوق النقدية الجزائرية وتحليل بنيتها التحتية ومكوناتها للوقوف على أبرز تطوراتها وكذا خصائصها؛ نقاط ضعفها ونقاط قوتها.

المطلب الأول: البنية القانونية والتاريخية للسوق النقدية الجزائرية

كانت السوق النقدية في الجزائر قبل الإصلاح المصرفي محدودة التبادلات بين البنوك الجزائرية، والتمويل الاقتصادي يتم بصفة مباشرة دون العودة إلى هذه السوق، والبنك المركزي يستجيب لكل احتياجات الخزينة العمومية، فكان بمثابة القاعدة الخلفية لها من حيث الإمداد بالنقد، وهذا النمط من التمويل لم يكن يعتمد على سياسة نقدية مرتكزة على أي سوق نقدية.

1- نشأة السوق النقدية الجزائرية وبنيتها القانونية:

بعد صدور قانون النقد والقرض 90-10 في 14 أبريل 1990، تم إنشاء سوق تسمى سوق البنك المركزي، بمعنى أن البنك المركزي أصبح يتدخل في السوق النقدي لتمويل النظام المصرفي بالسيولة اللازمة ويضمن التوازن لهذا النظام انطلاقاً من كونه الملجأ الأخير للإقراض ويستعمل في ذلك مختلف الأدوات (المزايدة، الأمانة، السوق المفتوحة المتعلقة ببيع وشراء السندات الحكومية)¹ وحظيت هذه السوق باهتمام أكبر وتمت توسعتها وتنظيمها، وبموجب ذات القانون تكرست ضرورة إرساء سوق نقدية وطنية تعمل على تنظيم تبادل الأموال المعروضة وتساهم في بلورة السياسة النقدية للاقتصاد الوطني.

عرف قانون النقد 90-10 تعديلات جوهرية خلال السنوات اللاحقة لوجوده، أولها كان مع القانون 03-11 الصادر في 26 أوت 2003 الذي يلغي القانون 90-10، ثم الأمر 10-04 الصادر في 26 أوت 2010 الذي يعدل ويكمل الأمر 03-11، أخيراً القانون 23-09 الصادر في 21 جوان 2023 المتضمن للقانون النقدي والمصرفي، الذي أصبح الآلية التنظيمية التي تحكم إدارة بنك الجزائر.²

في إطار تعزيز البنية القانونية والتنظيمية للسوق النقدية الجزائرية، أصدر بنك الجزائر سلسلة من الأطر التشريعية والتنظيمية التي تهدف إلى ضبط نشاط السوق النقدية والمالية وضمان فعالية السيولة المصرفية، بما يتيح التحكم في

¹ بظاهر علي، إصلاحات النظام المصرفي الجزائري وآثارها على تعبئة المدخرات وتمويل التنمية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية فرع تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر 3، 2006/2005، ص 60.

² يمكن الاطلاع على مختلف هذه القوانين على موقع بنك الجزائر.

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

تسيير السياسة النقدية وتوفير أدوات مناسبة للبنوك والمؤسسات المالية. وقد تدرجت هذه الأطر وفقاً للمتطلبات الهيكلية والظرية للاقتصاد الوطني، بدءاً من المنشور رقم 002 المؤرخ في 25 ماي 1989، الذي أسس تنظيم السوق النقدية وحدد الشروط الأساسية لتسييرها، مروراً بالتعليمية رقم 91-08 المؤرخة في 14 أوت 1991، والتي حملت القرار الرسمي لإقامة السوق النقدية من قبل مجلس النقد والقرض، وإصدار التعليمية رقم 33-91 في نوفمبر 1991 التي نصت على شروط وأصناف التبادلات المسموح بها في السوق النقدية.

2- البنية التاريخية للسوق النقدية الجزائرية :

تطورت السوق النقدية في الجزائر ومرت بعدة مراحل، فقد تحول دور بنك الجزائر من دور الوسيط إلى المنشط، ثم إلى دور المتدخل الممتاز في السوق النقدية لمراقبة وتنظيم سيولة البنوك. فيما يلي ستم دراسة مختلف مراحل تطورها.

1-2 تطور السوق من صدور القانون النقد والقرض 10/90 إلى غاية 2000:

نتيجة للأزمة الاقتصادية الحادة لسنة 1986 وتزايد الاختلالات الهيكلية لجأت الدولة الجزائرية إلى المؤسسات النقدية الدولية، وتم في إطار برنامج التصحيح الهيكلي، إعادة تأهيل المصارف حجر الزاوية في الإصلاحات المالية والمصرفية وقد تضمنت الإصلاحات إدخال تعديلات على الأطراف القانونية والتنظيمية التي تحكم أعمال المصارف وفتح هذا القطاع وإعادة رسميته وتحرير النشاط المصرفي وتقليص مساهمة الحكومة في رؤوس أموال المصارف وفي ماي 1989 أبرمت الجزائر أول اتفاقية مع صندوق النقد الدولي وتم التحول نحو اقتصاد السوق وتحرير النظام المالي والمصرفي، وهو ما تجلّى في الإصلاح المالي لسنة 1990 الذي أعطى للسياسة النقدية أهمية كبيرة كمتغير اقتصادي، كما مهد قانون النقد والقرض لتحرير القطاع المصرفي، وقد تجسد هذا التحرير مع بداية التسعينات من خلال انفتاح النظام البنكي على البنوك والمؤسسات المالية الخاصة الوطنية والأجنبية،¹ ومع صدور قانون 90-10 المتعلق بالنقد والائتمان عرف السوق النقدي ما بين البنوك في الجزائر تحولات جذرية يمكن تلخيصها في النقاط التالية:²

- بعدما كان السوق النقدي خارج البنك المركزي، أصبح هذا الأخير يقوم بدور المنظم والمسير للسوق النقدي وله حق التدخل فيه عندما يفوق طلب المتدخلين على النقود المركزية العرض الذي يقترحه المتدخلون من هذه النقود، أو عندما يرى أن الشروط المقترحة والمرتبطة بحجم السيولة وبمعدلات الفائدة غير ملائمة؛

¹ عبد اللطيف مصيطفي، تمويل التنمية في بلدان العالم الثالث بين اقتصاديات الاستدانة واقتصاديات الأسواق المالية دراسة مقارنة بين الجزائر ومصر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3، 2007/2008، ص 325.

² نصيرة دردر، مرجع سبق ذكره، ص ص 95-96.

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

- تعدد الأطراف المتدخلة في السوق النقدي، فبعدما كان هذا الأخير حكرا على البنوك التجارية أصبح مفتوحا أمام مؤسسات القرض المتخصصة والمتمثلة في كل من الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP والبنك الجزائري للتنمية BAD، وأيضا شركات التأمين وصندوق المعاشات، إضافة إلى إمكانية تدخل الخزينة العمومية وذلك باللجوء لتقنية المزايدات؛
 - تدخل البنوك في السوق النقدي يمكن أن يكون لإقراض فائض السيولة المسجل في خزينتها أو لاقتراض الأموال الموظفة من قبل الغير، وذلك في حالة وجود عجز في السيولة. أما بالنسبة لباقي المؤسسات المتدخلة في السوق النقدي فلا يمكنها الاقتراض وإنما تقوم فقط بإمداد السوق النقدي بالسيولة؛
 - تعددت الأدوات المستعملة في السوق النقدية بعد صدور القانون 90-10 فبعدما كانت العمليات تتركز على النقود المركزية ويوما بيوم، تم إدخال أدوات جديدة للتعامل في هذه السوق كما يلي:
- ✓ **الأمانات:** تدخل البنك المركزي بموجب الأمانات يعود لشهر ماي من سنة 1989 حيث يقترح مدتين لعمليات التنازل وهي تنازلات مؤقتة ل 24 ساعة وتنازلات مؤقتة ل 7 أيام. وأنداك كان نظام الأمانة هو الأداة الوحيدة للتدخل، ولكن انطلاقا من سنة 1995 أصبحت تقنية المزايدة الأسلوب المفضل لبنك الجزائر لتنظيم السيولة البنكية؛¹
- ✓ **المزايدات :** تم إدراج تقنية المزايدات في 1995 بموجب التعليم رقم 27-95 الصادرة في 22 أبريل 1995 والمتعلقة بتنظيم السوق النقدي في الجزائر؛
- ✓ **عمليات السوق المفتوحة:** تم اللجوء لعمليات السوق المفتوحة في الجزائر بموجب التعليم رقم 28-95 الصادرة في 22 أبريل 1995، وتمت أول عملية سوق مفتوحة في الجزائر بتاريخ 30 ديسمبر 1996 بمبلغ 4 مليار دج بملف للسندات العمومية أقل من ستة أشهر.² على سبيل التجربة؛
- في مارس 1998 تأسس أول بنك خاص في الجزائر برأس مال جزائري وهو بنك الخليفة، ثم تلاه بنك التجارة والصناعة الجزائري في سبتمبر من نفس السنة.

2-2 تطور السوق النقدية من سنة 2000 إلى غاية 2014 :

مع مطلع الألفية الثالثة عرفت السوق النقدية الجزائرية عدة تطورات، أهم سمة رافقت هذه المرحلة تمثلت في فائض السيولة الهيكلي والتي تعتبر سابقة في المشهد المالي الجزائري، هذه الحالة جعلت البنوك تعزف عن كل أشكال

¹ بطاهر علي، مرجع سبق ذكره، ص 62.

² دردر نصيرة، مصدر سبق ذكره، ص 97.

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

إعادة التمويل لدينك الجزائر، هذا الأخير وجد نفسه خارج السوق النقدية خلال هذه الفترة ما أفقده وظيفته كملجأ أخير للإقراض، وهذا بعد ارتفاع أسعار المحروقات وزيادة الودائع المصرفية هذا بالإضافة إلى رفع الأجور والسياسة المالية التوسعية المتبعة من طرف الدول آنذاك. وتمثلت أهم التطورات التي عرفت هذه السوق في هذه المرحلة فيما يلي:

- مع نهاية الألفية الثانية وبداية الألفية الثالثة دخلت العديد من البنوك الأجنبية والمحلية الخاصة إلى سوق النقدية الجزائرية، هذا ما غير من البنية المؤسساتية للسوق وغير من طبيعة المتدخلين فيها وكان ينتظر من هذه الخطوة كسر احتكار البنوك العمومية للعمل المصرفي وخلق بعض المنافسة في القطاع.
- في 2002، وكتبعات لفائض السيولة المصرفية تم استعمال أداة جديدة من أدوات السياسة النقدية والتي تعرف **باسترجاع السيولة ل7 أيام**، تعتمد آلية استرجاع السيولة على استدعاء البنك المركزي البنوك التجارية المكونة للنظام البنكي أن تضع لديه اختياريا، جزءا من سيولتها في شكل ودیعة مقابل معدل فائدة، وذلك عبر مشاركتها في مناقصة يعلن عنها بنك الجزائر. تتميز هذه الآلية بالمرونة لإمكانية التعديل فيها بشكل يومي وأيضا عدم تميزها بصفة الإجبار، الشيء الذي يسمح لكل بنك بالتصرف حسب وضعية خزينته، ليحدد البنك المركزي بعد ذلك حجم السيولة المسترجعة.
- في سنة 2003 سحب البنك المركزي الاعتماد من مصرفين جزائريين خاصين، ففي ماي 2003 تم سحب الاعتماد المتعلق ببنك الخليفة، وفي أوت من نفس السنة تم سحب الاعتماد بنك التجارة والصناعة الجزائري.¹ هذه السابقات الخطيرة تسببت في صدمة عميقة شوهدت العمل المصرفي وهزت ثقة الجمهور في النظام البنكي الجزائري، وأدت إلى زيادة الانتقادات الموجهة للبنية القانونية المنظمة للسوق النقدية وهذا بعد القصور الواضح على العديد من الأصعدة أهمها عدم فعالية الأدوات الرقابية والإشراف التي يديرها البنك المركزي وتم في هذه السنة بإلغاء قانون النقد والقرض 90-10 وتعويضه بالقانون 03-11 وهذه الخطوة كانت حتمية سياسية واقتصادية وتقنية في مسار الإصلاح.
- تخلي صانعي السياسة النقدية في الجزائر عن الرؤية الاستراتيجية للسياسة النقدية ويتضح ذلك جليا في استبدال كلمة "منتظم" الواردة في المادة 55 من القانون 90-10 ذات الدلالة **الكيفية** بكلمة "سريع" ذات الدلالة **الكمية** وذلك في المادة 35 من الأمر 03-11 التي تنص على ما يلي: «تمثل مهمة بنك الجزائر في ميادين

¹ بوهريرة عباس، دور الأساليب الحديثة لإدارة المخاطر في إرساء الاستقرار المالي-دراسة حالة الجزائر، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة غرداية، الجزائر، 2017/2018، ص ص 151، 153.

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

النقد والقرض والصرف في توفير أفضل الشروط والحفاظ عليها لنمو سريع للاقتصاد مع السهر على الاستقرار الداخلي والخارجي للنقد.» هذا مع جعل هدف التنمية الطويل المدى ينخفض إلى هدف قصير أو متوسط المدى المتمثل في النمو الاقتصادي، هذا مع الحفاظ على تعدد الأهداف النهائية للسياسة النقدية.¹

- في 2005، عمل البنك المركزي على إدراج أداة جديدة من أدوات السياسة النقدية والمتمثلة في استرجاع السيولة ل 3 أشهر. وإضافة لهذه الأخيرة، تم إدراج أداة أخرى تعرف بتسهيل الإيداع ل 24 ساعة، وهي تحمل شكل قرض تمنحه البنوك التجارية للبنك المركزي مقابل فائدة تحسب على أساس معدل فائدة ثابت يحدده بنك الجزائر مع الأخذ بعين الاعتبار الاستحقاق.
- في هذه المرحلة تم تحرير معدلات الفائدة المدينة والدائنة المطبقة في السوق النقدي، فبعدما كانت تحدد بشكل إداري أصبحت تحدد وفقا لآليات السوق، كما يمكن للبنك المركزي أن يتدخل للتأثير على معدلات الفائدة بشكل يتلاءم وأهداف السياسة النقدية وذلك باللجوء لعمليات التنازلات المؤقتة أو النهائية للسندات.
- تمديد أجال المعاملات التي تتم في هذا السوق لتتراوح بين 24 ساعة والسنتين وهذا بعدما كانت العمليات تتم بشكل يومي.
- الحد من عمليات التمويل على بياض حيث يمكن لتبادل السيولة بين المتدخلين في السوق النقدي أن يتم من خلال الشراء النهائي أو المؤقت لسندات حكومية أو خاصة إضافة إلى إمكانية الاقتراض بضمان أو بدون ضمان.²
- في غياب وسطاء مؤهلين، يمارس بنك الجزائر دور السمسار في السوق النقدي وذلك بشكل مؤقت. بممارسته لدور السمسار، لا يضمن بنك الجزائر النهاية الحسنة للمعاملات، وهو يتلقى عمولة تتحدد وفقا للأجال المعاملات.
- في سنة 2008؛ ظهرت ضرورة ملحة لتعديل القانون 03-11 كاستجابة للتغيرات التي عرفت الساحة المالية الدولية لاسيما مع تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008، فصدر الأمر 10-04 المعدل والمتمم له وأهم ما يميز هذا القانون هو تغيير جوهري في أهداف بنك الجزائر، إذ عدلت المادة الثانية منه المادة 35 من الأمر 03-11 وتمتمتها كما يلي : « تتمثل مهمة بنك الجزائر في الحرص على استقرار الأسعار كهدف نهائي للسياسة النقدية وفي توفير أفضل الشروط في ميادين النقد والقرض والصرف والحفاظ عليها لنمو

¹ MOHAMED CHÉRIF ILMANE, Réflexions sur la politique monétaire en Algérie : objectifs, instruments et résultats (2000-2004), Cahiers du CREAD n°75, 2006, pages 69-107, pp 69-70

² دردر نصيرة، مصدر سبق ذكره، ص 98.

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

مدعم للاقتصاد مع السهر على الاستقرار النقدي والمالي.» من نص القانون يتضح توجه السلطة النقدية إلى الاكتفاء بهدف نهائي وحيد للسياسة النقدية متمثلا في استقرار المستوى العام للأسعار آخذة بعين الاعتبار متطلبات المرحلة التي تستوجب الحفاظ الاستقرار النقدي والمالي.

2-3 تطور السوق النقدية من سنة 2014 إلى غاية 2024:

إثر انخيار أسعار النفط في سنة 2014 عرف فائض السيولة في النظام المصرفي تقلصا ملحوظا متأثرا بانخفاض ودائع المحروقات، هذا ما تسبب في تغير جذري في الأدوات المستعملة طرف بنك الجزائر. وتمثلت أهم التطورات التي عرفت هذه السوق في هذه المرحلة فيما يلي:

- ✓ تآكل فائض السيولة المصرفية وتحول وضعية البنوك من الفائض إلى العجز، ما نشط التعامل في سوق ما بين البنوك.
- ✓ تبني الجزائر لسياسة التمويل غير التقليدي بموجب القانون 17-10 المعدل والمتمم للقانون 03-11 بالمادة 45 مكرر، ومس هذا التعديل علاقة البنك المركزي بالخزينة العمومية بالسماح له بشراء سندات الخزينة مباشرة من السوق الأولية لإصدارات سندات الخزينة عن طريق عمليات التيسير الكمي، بخلق نقود من العدم (طباعة النقود) دون سقف محدد وإنما تكون قيمته بقيمة العجز في ميزانية الدولة.
- ✓ إعادة تفعيل قناة إعادة الخصم، ما أعاد بنك الجزائر داخل السوق مع تزايد طلب البنوك لإعادة التمويل ما أعاد إليه وظيفته كمقرض أخير، وظهر أدوات جديدة في السوق النقدية كتسهيله الإقراض الهامشية.
- ✓ إلغاء قوانين النقد السابقة وتعويضها بالقانون النقدي والمصرفي 23-09 الصادر في 21 جوان 2023 والذي أصبح الآلية التنظيمية التي تحكم إدارة بنك الجزائر¹. وأهم المستجدات التي جاء بها هذا القانون ضبط حوكمة بنك الجزائر وإعادة تنظيم عملية تسييره ورقابته هذا على ضوء قضايا فساد طالت محافظ سابق في بنك الجزائر ، إضافة إلى العمل على عصنة وسائل الدفع الهادف بالدرجة الأولى إلى تعزيز المعاملات المالية المصرفية وتقوية الشمول المالي الذي أصبح ضرورة ملحة خاصة بعد جائحة كورونا وتكريس التمويل الإسلامي والأخضر ومراقبة وسائل الدفع الدولية مكافحة الجرائم المالية وتبييض الأموال.

¹ موقع بنك الجزائر، تم الإطلاع يوم 2023/11/15 على الساعة 11:45.

المطلب الثاني : البنية المؤسساتية للسوق النقدية الجزائرية وتحليلها

تُعَدُّ السوق النقدية أحد المكونات الأساسية للنظام المالي، إذ تُمثِّل الإطار الذي تُدار ضمنه السيولة قصيرة الأجل وتُنقَّذ من خلاله السياسات النقدية للبنك المركزي. وفي السياق الجزائري، تكتسب هذه السوق أهمية خاصة بالنظر إلى دورها المحوري في ربط بنك الجزائر بالمؤسسات المصرفية وتيسير تداول الموارد المالية بين مختلف الفاعلين. ولتحليل ديناميكيات هذه السوق وفهم آليات عملها، من الضروري التعرف على المتدخلين الرئيسيين فيها، سواء كانوا مؤسسات مالية أو سلطات نقدية، باعتبارهم يشكِّلون البنية التشغيلية التي تُحدِّد فعالية السوق وقدرتها على تحقيق التوازن بين العرض والطلب على السيولة.

1- المتدخلون في السوق النقدية الجزائرية :

يتدخل في السوق النقدية الجزائرية البنوك المقرضة والمقرضة للنقد المركزي، البنك المركزي بتدخلاته، الخزينة العمومية باقتراضاتها وتسديداتها للنقد المركزي وصناديق التقاعد والضمان الاجتماعي وشركات التأمين والتعاونيات وبعض الأعوان غير الماليين. والجدول رقم (2-1) يوضح المتدخلين في السوق النقدية في الجزائر حتى نهاية سنة 2024:

الجدول رقم(2-1) : المتدخلون في السوق النقدية الجزائرية إلى غاية 2024

وسطاء السوق النقدية	2- بنك الجزائر 3- سليم SICAV	- المتخصصون في قيم الخزينة SVT
المستثمرون المؤسساتيون	- الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي لغير الأجراء CASNOS - شركة كاش للتأمينات CASH - الصندوق الوطني للتأمينات الاجتماعية الأجراء CNAS - الصندوق الوطني للسكن CNL - الصندوق للتأمين عن البطالة CNAC - الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة تأمين CAAR - الشركة الدولية للتأمين وإعادة التأمين CIAR - الشركة الجزائرية لتأمينات النقل CAAT - ترست الجزائر TRUST ALgeria - الخزينة العمومية - البنك الجزائري للتنمية BAD - الصندوق الوطني للتقاعد CNR - أليانس للتأمينات	
المؤسسات المالية	- الصندوق الوطني للتعامل الفلاحي (CNMA) الشركة المالية للاستثمارات والتوظيف Sofinance - الشركة العربية للإيجار المالي الجزائر (ALC) - المغربية للإيجار المالي الجزائر (MLA) - الصندوق الوطني للاستثمار	- شركة إعادة التمويل الرهني (SRH) - الجزائر لإيجار (EDI) - إيجار للتأجير الجزائر (ILA) - الشركة الوطنية للإيجار المالي (SNL)
البنوك التجارية	- البنك الخارجي الجزائري (BEA) - البنك الوطني الجزائري (BNA)	

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

- بنك التنمية المحلية (BDL)	- بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)
- القرض الشعبي الجزائري (CPA)	- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP)
- بنك باريس الجزائر	- المؤسسة العربية المصرفية BANK ABC
	BNP
- ترست بنك الجزائر (TBA)	- بنك ناتكسيس الجزائر NATIXIS ALGERIE
- بنك الخليج الجزائر	- سيتي بنك الجزائر CITIBANK N.A. ALGERIA
	AGB
- بنك السلام الجزائر	- البنك العربي الجزائري ARAB BANK PLC ALGERIA
	ASBA
- بنك البركة الجزائري	- سوسيتي جنيرال الجزائر SOCIETE GENERALE ALGERIE
- البنك الوطني	- بنك الإسكان للتجارة والتمويل الجزائري (HBTF-ALGERIA)
	للإسكان
	- فرنسا بنك الجزائر FRANSABANK EL-DJAZAIR
	- بنك هونغ كونغ وشنغهاي للخدمات المصرفية الجزائري H.S.B.C. الجزائر

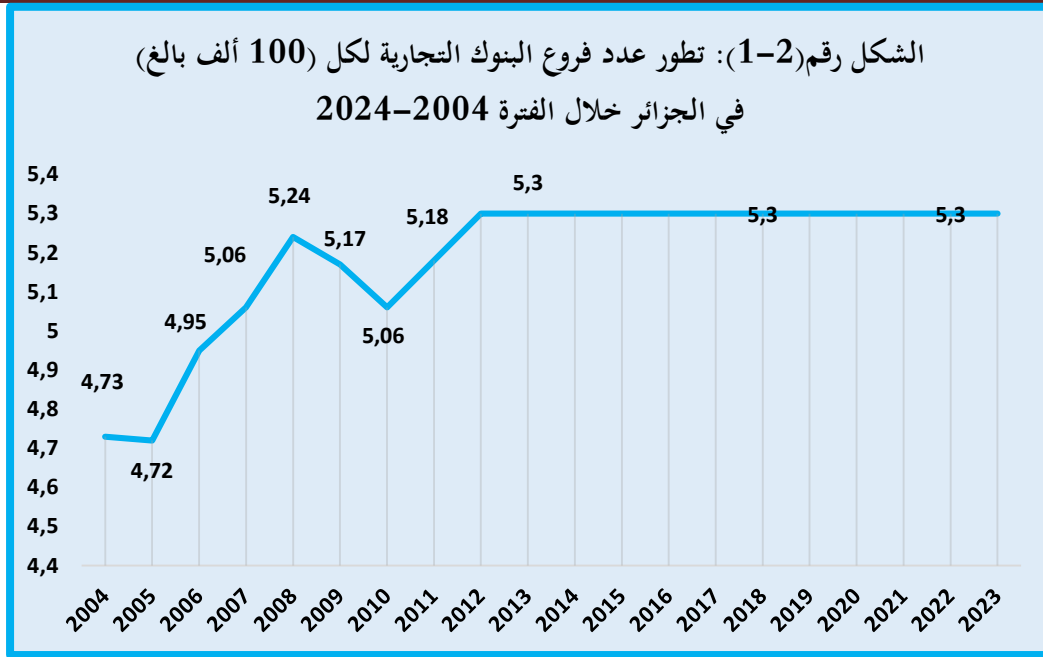
المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع بنك الجزائر

من خلال الجدول رقم (2-1) يتبين لنا أن عدد المصارف التي تنشط في السوق النقدية الجزائرية لسنة 2024 يبلغ عددها (20) مصرفا وثمانية مؤسسات مالية، بالإضافة إلى (12) مؤسسة مالية غير بنكية (معظمها من المستثمرين المؤسسيين وشركات التأمين). بلغ عدد وكالات المؤسسات المالية 95 وكالة (80) منها عمومية و(15) خاصة.

2- تحليل بنية المتدخلين في السوق النقدية الجزائرية :

في نهاية سنة 2024 بلغ عدد الوكالات البنكية العمومية 1272 وكالة، بينما بلغ عدد الوكالات البنكية الخاصة 401 وكالة، بإجمالي وكالات للنظام المالي ككل بلغ 1673 وكالة¹. هذه الأرقام تبين هيمنة وسيطرة المؤسسات المصرفية والمالية العمومية على النظام المالي الجزائري. والشكل رقم (2-1) يبين تطور عدد وكالات النظام المصرفي الجزائري لكل 100 ألف نسمة خلال الفترة 2004-2024 :

¹ التقرير السنوي لبنك الجزائر 2024، ص 50 .



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على قاعدة بيانات البنك الدولي (أنظر الملحق رقم 5)

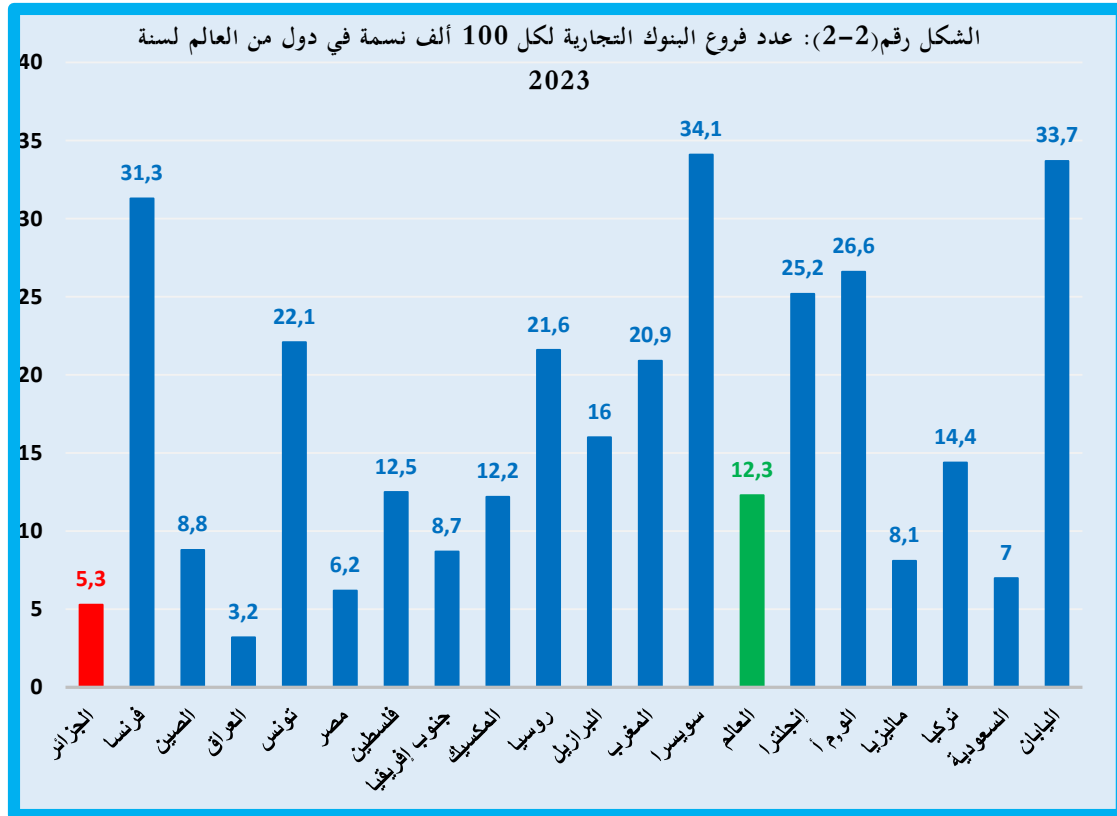
تُشير البيانات الواردة في الشكل رقم (2-1) إلى أن عدد الفروع البنكية لكل 100 ألف بالغ، قد شهد تطوراً طفيفاً من 4.73 سنة 2004 إلى حوالي 5.3 سنة 2023، أي بزيادة إجمالية لا تتجاوز نصف فرع لكل 100 ألف بالغ خلال قرابة عقدين من الزمن. هذا التطور المحدود يعكس بوضوح جمود النظام البنكي الجزائري وضعف قدرته على التوسع الجغرافي والوظيفي في تقديم الخدمات المالية الشاملة.

في النصف الأول من الفترة، أي من 2004 إلى 2008 تقريباً، ارتفع المؤشر تدريجياً من 4.7 إلى حوالي 5.2 فرع لكل 100 ألف بالغ، هذا التحسن الطفيف يمكن ربطه بالإصلاحات البنكية التي باشرتها السلطات النقدية منذ مطلع الألفية، خصوصاً مع صدور قانون النقد والقرض (الأمر 03-11) الذي فتح الباب أمام تحسين الإطار التنظيمي للبنوك وتشجيع إنشاء فروع جديدة، خاصة في المدن الكبرى. كما ولجت السوق الجزائرية العديد من البنوك الأجنبية، واستفاد القطاع البنكي من استقرار الاقتصاد الكلي وارتفاع أسعار النفط، مما مكّن البنوك العمومية من توسيع شبكتها في بعض المناطق، لكن خلال سنوات 2008-2009-2010 يتباطأ نسبياً تطور عدد المصارف مقارنة مع العدد الكلي للسكان، ليعاود الارتفاع في سنة 2011 إلى 5.18 وكالة لكل 100 ألف بالغ، فيستقر عند مستوى 5.3 وكالة لكل 100 ألف بالغ إلى غاية سنة 2024 كإشارة لعدم سعي السلطة النقدية الجزائرية إلى تقليل الكثافة السكانية لعدد الفروع. هذا الثبات يدل على ضعف ديناميكية التوسع المالي رغم التحولات الكبرى التي عرفها الاقتصاد الجزائري، لا سيما خلال مرحلة

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

البحبوحة المالية (2005-2014) ثم أزمة ما بعد انهيار أسعار النفط (2014-2016) وجائحة كوفيد-19 لاحقاً.

للقوف على مدى كفاية الفروع البنكية وسهولة الوصول للخدمات المصرفية في الجزائر وجب علينا مقارنة هذا المؤشر مع نظيره في مجموعة من الدول الأخرى، والشكل رقم (2.2) يبين عدد فروع البنوك التجارية لكل 100 ألف بالغ في مجموعة من دول العالم خلال سنة 2024 :



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي

يُبين الشكل رقم (2-2) بوضوح محدودة انتشار الفروع البنكية في الجزائر، إذ لم يتجاوز عدد فروع البنوك التجارية (5.30 فرعاً لكل 100 ألف بالغ) خلال سنة 2023، وهو من أدنى المستويات عالمياً. فقد تجاوزت الجزائر دولة واحدة فقط ضمن العينة المختارة، وهي العراق التي سجلت (3.2 فرع لكل 100 ألف بالغ)، بينما يظل هذا الرقم أدنى من المتوسط العالمي البالغ (12.3 فرعاً لكل 100 ألف بالغ)، أي أن كثافة الفروع البنكية في الجزائر لا تمثل سوى نصف المعدل العالمي تقريباً. وفي المقابل، تُظهر الدول المتقدمة كفرنسا وكندا وسويسرا والولايات المتحدة كثافة مصرفية مرتفعة تعكس نضج أنظمتها المالية، حيث سجلت سويسرا أعلى مستوى بـ (34.1 فرعاً لكل 100 ألف بالغ)، أي ما يعادل تقريباً ستة أضعاف المستوى الجزائري. هذا المستوى المنخفض مقارنة بالمعدل العالمي يترجم قصور البنية البنكية الجزائرية في استيعاب الطلب المالي المتزايد، خاصة في المناطق الريفية. كما يعكس

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

اعتماداً مفروضاً على القنوات التقليدية في وقت تشهد فيه الأنظمة المالية تحولاً نحو الخدمات الرقمية والمصرفية الإلكترونية.

كما رأينا في الفصل الأول من هذه الدراسة؛ لابد من عملية الوساطة بين المؤسسات المشاركة في السوق النقدية للتعامل في هذه الأخيرة، وبموجب المادة رقم 02 من القانون رقم 91-08 المؤرخ في 14 أفريل 1991 المتعلق بتنظيم السوق النقدية: " فإن بنك الجزائر يضمن سير السوق النقدية ويتخذ دور الوسيط إنتقالياً*" ومن خلال نص المادة نستنتج أن بنك الجزائر هو الوسيط المعتمد في التعاملات البنينة بين البنوك والمؤسسات المالية، وهذا يفسره غياب مؤسسات قادرة على الاضطلاع بهذه المهمة في الجزائر. فمثلا في سوق ما بين المصارف في إنجلترا يُسمّر فيها في لندن عبر الشركات الأعضاء في جمعية سماسرة سوق الجملة (WMB) ¹ أما في فرنسا فيتدخل البنك المركزي لإمداد السوق بالسيولة عن طريق شبكة موسعة من المراسيلين يطلق عليهم اسم "المشغلين الرئيسيين للسوق" (OPM) ².

هناك نوع آخر من وسطاء السوق النقدية وهم المتخصصون في قيم الخزينة (SVT) ويتدخلون للوساطة في سوق السندات القابلة للتفاوض لأوراق الخزينة يبلغ عددهم في الجزائر 11 مشاركاً إلى غاية سنة 2024، منهم 08 في القطاع المصرفي و03 مؤسسات مالية غير مصرفية. أما الوساطة من خلال شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير (SICAV) فهي ضعيفة جداً، حيث تم اعتماد شركة وحيدة بموجب القرار رقم 01/98 بتاريخ 31 مارس 1989، والتي تعرف بـ "سليم SICAV" مشكّلة من ثلاثة شركاء، وهم البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية، والشركة الجزائرية للتأمينات. عدد شركات SICAV الموجود في الجزائر ضعيف جداً مقارنة بتونس ³ مثلاً التي ينشط فيها أكثر من 40 SICAV إلى غاية جويلية 2020.

بعد دراستنا للبنية التنظيمية للسوق النقدية يظهر القصور الواضح في مجال الوساطة المالية في الجزائر ومحدودية الفاعلين كمّاً ونوعاً.

* ما يشد الانتباه ويستوجب التوقف عنده هو كلمة انتقالياً التي لاتزال تظهر على موقع بنك الجزائر في الشق المتعلق بتقديم سوق ما بين البنوك، فمنذ سنة 1991 وبنك الجزائر يتخذ دور الوسيط انتقالياً إلى غاية اليوم، فمراجعة موقع بنك الجزائر يوم 2023/05/16 (11:14) لا يزال البنك يدير السوق انتقالياً، وتعتبر هذه الفترة (32 سنة) طويلة نسبياً لنسجها بالانتقالية.

¹ Simon T Gray and Nick Talbo, opcit, p 16.

² Michel Weulersse, Les nouveaux marchés financiers et leurs instruments, Publi-Union, France, 2 édition, 1987, p 27

³ <https://www.cmf.tn/sites/default/files/pdfs/cmf/acteurs/OPCVM%20en%20activit%C3%A9%20A917072020%20.pdf>
تم الاطلاع على : 2023/05/16

المطلب الثالث: البنية التنظيمية للسوق النقدية الجزائرية

يتم تنظيم السوق النقدية الجزائرية من خلال النظام 91-08 المؤرخ في 14 غشت 1991، ويتممه النظام رقم 02-04 المؤرخ في 9 يناير 2003.

إلى غاية بداية 2024؛ بلغ عدد المشاركين في السوق النقدية الموسعة ما بين البنوك 41 مشاركاً، هؤلاء المشاركون يتدخلون في السوق كل حسب وضعية سيولته. وتنقسم السوق النقدية في الجزائر إلى قسمين أساسيين: السوق النقدية ما بين البنوك هذه الأخيرة التي يتدخل فيها البنك المركزي من خلال مجموعة من الأدوات ليبيث من خلالها إشارات السياسة النقدية، وسوق السندات القابلة للتفاوض.

1- السوق النقدية ما بين البنوك

يعتبر سوق ما بين البنوك جزءاً قوياً من السوق النقدية، وهي بامتياز مكان المواجهة بين عروض وطلبات السيولة من البنوك والمؤسسات المالية وأصحاب المصلحة الآخرين. يتداول المشاركون السيولة قصيرة الأجل عن طريق الاتفاق المتبادل. كما يمكن أن تكون البنوك مقرضة ومقترضة.

تعمل هذه السوق يومياً بشكل مستمر ودون انقطاع من الساعة التاسعة صباحاً إلى الساعة 15 سا و30د زوالاً، يُعلن بنك الجزائر عن افتتاح السوق ونشر المعدل المتوسط المرجح، ويُؤدي دور الوسيط بين الطرفين (الطالب والعارض) في مفاوضاتهما حول المعدل ومبلغ ومدة العرض، إذ يقدم المشاركون عروضهم وطلباتهم من السيولة لمديرية إدارة الأسواق النقدية والمالية وهي المسؤولة عن عملية الوساطة في هذه السوق. عند الإنتهاء من معاملات الإقراض والاقتراض؛ يتم إخطار المتدخلين بنتائج مواجهة العرض والطلب من خلال قناة السوق مبيّناً وضعية كل طرف في الحساب الجاري المفتوح لديه، بأنه أصبح دائناً أو مديناً بقيمة القرض، كما أن تبادل الخطابات أو القسائم أو تحويل رؤوس الأموال أو أي تحويل ممكن للدعائم يحدث بمبادرة من الأطراف المشاركة. يتم ضمان تنظيم السوق من قبل بنك الجزائر.¹

2- منظومة تدخل بنك الجزائر في السوق النقدية:

¹ موقع بنك الجزائر على الرابط التالي : <https://www.bank-of-algeria.dz/html/marche11.htm> تم الاطلاع يوم:

2021/11/14 على الساعة 01:20.

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

عندما يعجز سوق ما بين البنوك عن تمويل النظام ، وتكون احتياجات التمويل فيه أكبر من الفوائض المالية يتدخل بنك الجزائر لتمويل النظام المصرفي بالسيولة اللازمة ليضمن التوازن لهذا النظام انطلاقا من كونه الملجأ الأخير للإقراض. كما يقوم بضبط السيولة المصرفية (بالزيادة أو الانخفاض) وفقا للأهداف النقدية المتبعة.

يعتبر قانون النقد والقرض 90-10 نقلة نوعية للنظام المصرفي الجزائري، لكن مع المحاولات المستمرة للإصلاح تم إلغاؤه وتعويضه بقانون النقد والقرض 03-11¹، والذي عوّض بدوره بالقانون النقدي والمصرفي رقم 23-09 الذي أصبح الدعامة الأساسية لعمليات النقد والقرض في الجزائر. وتعود دواعي الإصلاح للتغير الجذري في سلوك السوق النقدية (عجز-فائض) مع صدمات الثقة التي هزت النظام المصرفي.

2-1- إجراءات تدخل بنك الجزائر في السوق النقدي :

تَدخُلُ بنك الجزائر في السوق النقدية يكون باستعمال إجراءات إثنيين والذان نظمهما المشرع من خلال النظام 09-02، فحسب المادة 30 منه لتحقيق عمليات السياسة النقدية، يمكن لبنك الجزائر القيام بإعلانات عن طريق المناقصة أو عن طريق عمليات ثنائية، وسنقوم بشرح هذين الاجراءين فيما يلي :

2-1-1 - الإعلانات عن مناقصة :

تمّت أول عملية لإعادة التمويل في الجزائر عن طريق هذه القناة بتاريخ 22 ماي 1995 بموجب التعليم 28-95 المؤرخة في 22 أفريل 1995 المتعلقة بتنظيم السوق النقدية. وحسب النظام 09-02 يمكن أن تجري الإعلانات عن المناقصة إما بمعدل ثابت (مزايدات الحجم)، أو بمعدل متغير (مزايدات نسب الفائدة)، يكون معدل الفائدة في الحالة الأولى، معلنا عنه مسبقا من طرف بنك الجزائر، في الحالة الثانية، تتعلق تعهدات المقابلات بالمبالغ ومعدلات الفائدة التي تريد هذه الأخيرة معالجتها. بعد كل عملية إعلان عن المناقصة، يمكن للمقابلات المختارة أن تزود على أساس معدل الفائدة المطلوب أو على أساس المعدل المتوسط المرجح لعملية المزايدة. في إطار الإعلانات عن المناقصة يمكن لبنك الجزائر القيام بما يأتي :

- إعلانات عن المناقصة العادية

- إعلانات سريعة عن المناقصة

أ . إعلانات عن المناقصة العادية :

¹ المادة 142 من الأمر 11-03 المؤرخ في 26 أوت 2003.

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

تنفذ الإعلانات عن المناقصة المسماة عادية، في أجل 24 ساعة ابتداء من تاريخ الإعلان عن المناقصة وتنتهي بالإشعار عن نتائج توزيع العروض المستلمة. يمكن لكل البنوك التي تستجيب لمعايير التأهيل أن تشارك في هذه الإعلانات . تجري عمليات إعادة التمويل الرئيسية وعمليات إعادة التمويل ذات أجل أطول والعمليات الهيكلية بالتنازل المؤقت عن طريق الإعلانات عن المناقصة العادية وبرزنامة محددة مسبقا. يعلن عن هذه المناقصات في يوم العمل الذي يسبق يوم البيع بالمزاد، ويكون لإعلانات التبليغ محتوى موحد. تلغى العروض المقدمة بعد الأجل المحدد المعلن عنه في الإعلان، يمكن للعروض غير المكتملة أن تلغى أيضا.

ب. إعلانات عن المناقصة السريعة :

تنفذ الإعلانات عن المناقصة السريعة في أجل ساعتين اثنتين ابتداء من الإعلان عن المناقصة. وتخص فقط عمليات الضبط الدقيق التي لم يجر الإعلان عن المناقصة الخاصة بها بناء على رزنامة محددة مسبقا، تخص هذه الإعلانات عن المناقصة البنوك المختارة من طرف بنك الجزائر للمشاركة في هذه العمليات، تبلغ المقابلات المختارة مباشرة من طرف بنك الجزائر، تكون مواضيع الإبلاغ عن الإعلانات عن المناقصة السريعة ذات محتوى موحد. في حالة الإعلانات عن المناقصة ذات المعدل الثابت ، سواء تعلق الامر بمساهمة السيولة أو بسحبها، تجمع مقابل العروض، إذا كان العرض الكلي يتجاوز المبلغ الكلي للسيولة المراد توزيعه، تلجى تعهدات المقابلات بشكل تناسبي على أساس العلاقة بين المبلغ محل المزايدة ومبلغ العرض الكلي.

في حالة الاعلانات عن المناقصة قصد المساهمة بالسيولة على أساس معدل متغير، تحدد قائمة التعهدات وفق ترتيب تنازلي لمعدلات الفوائد المعروضة. تلجى العروض ذات أعلى معدل فائدة بصفة أولوية، وتقبل العروض ذات معدلات الفائدة الأقل أهمية بشكل متوالي حتى استنفاد المبلغ الكلي للسيولة محل المزايدة، في حالة معدل الفائدة الأدنى المقبول، وحيث يفوق المبلغ الكلي للعروض المبلغ المتبقي للتوزيع، يوزع هذا الأخير بشكل تناسبي لهذه العروض على أساس العلاقة بين المبلغ المتبقي للتوزيع والمبلغ الكلي للعروض بمعدل الفائدة الهامشي.

في حالة الإعلانات عن المناقصة لاسترجاع السيولة ذات معدل متغير، تحدد قائمة التعهدات على أساس ترتيب تصاعدي لمعدلات الفائدة المعروضة. تقبل العروض ذات معدل الفائدة الأعلى بشكل متوالي حتى استنفاد المبلغ الكلي للسيولة محل الاسترجاع. عند حالة معدل الفائدة الأعلى، وحيث يفوق المبلغ للعروض المبلغ المتبقي للتوزيع، يوزع هذا الأخير بشكل تناسبي لهذه العروض على أساس العلاقة بين المبلغ المتبقي للتوزيع والمبلغ الكلي للعروض عند معدل الفائدة الهامشي.

2-1-2 العمليات الثنائية:

تستعمل الإجراءات الثنائية لعمليات السوق المفتوحة قصد الضبط الدقيق (عمليات التنازل المؤقت، استرجاع السيولة على بياض، عمليات نهائية) و لعمليات نهائية ذات طابع هيكلي. تشمل العمليات الثنائية كل الإجراءات التي يجري فيها بنك الجزائر عملية مع مقابل أو عدة مقابلات دون اللجوء إلى الإعلان عن المناقصة، تختار المقابلات ويتصل بها مباشرة من طرف بنك الجزائر.

2-2 ميكانيزمات تدخل بنك الجزائر في السوق النقدية :

يتدخل بنك الجزائر حسب نص المادة 14 من النظام 02-09 وفق ثلاث أدوات¹ وهي :

- عمليات التنازل المؤقت (الأمانة)
- العمليات النهائية
- عمليات على بياض

3- سوق السندات القابلة للتفاوض :

حسب المشرع الجزائري فالأوراق القابلة للتفاوض هي أوراق يقبلها بنك الجزائر كضمان في عمليات السياسة النقدية على شكل عمليات تنازل مؤقت أو تنازل نهائي هي الأوراق العمومية والخاصة المقبولة في إعادة الخصم أو في التسبيقات. ويتعلق الأمر بالأوراق القابلة للتفاوض في السوق، أي الأوراق العمومية القابلة للتفاوض المصدرة أو المضمونة من طرف الدولة والأوراق الخاصة القابلة للتفاوض، والأوراق غير القابلة للتفاوض في سوق مُثْلَة لقروض الممنوحة².

والأوراق العمومية المصدرة أو المضمونة من طرف الدولة القابلة للتفاوض في السوق، والمقبولة في عمليات السياسة النقدية هي :

- أذونات الخزينة القصيرة الأجل؛
- أذونات الخزينة المماثلة؛
- السندات المماثلة للخزينة؛
- الأوراق العمومية المضمونة من طرف الدولة.

¹ سيتم شرح هذه الأدوات في المبحث الموالي .

² نظام رقم 09 - 02 مؤرخ في أول جمادى الثانية 1430 الموافق 26 ماي سنة 2009 المتعلق بعمليات السياسة النقدية وأدواتها وإجراءاتها.

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

أما الأوراق الخاصة القابلة للتفاوض هي سندات قصيرة الأجل قابلة للتفاوض في السوق النقدية والسندات التي لها مبلغ أساسي ثابت غير مشروط وقسيمة ذات نسبة ثابتة. ويجب أن تتضمن توقعات من جودة عالية (نوعية الشركة، ضمانات مقدمة قابلة للتسديد عند أول طلب...) وأن تكون مدونة بالدينار.

والأوراق الخاصة التي يمكن استئناؤها ولا تعتبر قابلة للتفاوض، والمقبولة للتنازل المؤقت في عمليات السياسة النقدية، والتي لها آجال استحقاق أطول من الأوراق ذات التنازل المؤقت هي¹:

- الأوراق التي تمثل العمليات التجارية على الجزائر أو على الخارج التي تتضمن توقيع ثلاثة أشخاص معنويين أو طبيعيين على الأقل من ذوي الملاءة بما فيهم المتنازل. يمكن أن تعوض إحدى التوقعات بضمانات على شكل سندات الرهن، إيصالات البضائع أو بوليصة الشحن والنقل الأصلية للبضائع المصدرة من الجزائر لأمر مرفقة بالوثائق المعمول بها؛

- أوراق التمويل المنشأة لتمثيل القروض الخزينة أو القروض الموسمية التي تحمل توقيع شخصين على الأقل طبيعيين أو معنويين ذوي ملاءة مالية؛

- أوراق تمويل القروض متوسطة الأجل، الممنوحة للشركات غير المالية والمستعرة إيجابياً من طرف بنك الجزائر المتضمنة توقيع ثلاثة أشخاص طبيعيين أو معنويين على الأقل ذوي ملاءة مالية يمكن لواحد منهم أن يعوض بضمان من طرف الدولة.

المبحث الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية في الجزائر من خلال السوق النقدية

تم تنظيم السوق النقدية الجزائرية لتلبية متطلبات سيولة النظام المصرفي وبث إشارات السياسة النقدية ومن ثم المحافظة على التوازنات الاقتصادية الكبرى. تتوقف فعالية هذه السوق حتى تؤدي الدور المنوط بها على متدخل أساسي ألا وهو البنك التجارية. تعتبر أغلب موارد هذه الأخيرة موارد قصيرة الأجل، وبالمقابل معظم استخداماتها عادة ما تكون متوسطة وطويلة الأجل نسبياً. ضف إلى ذلك أن البنوك ومن خلال وساطتها المالية تهدف إلى تحقيق أقصى ربح ممكن وعدم الوقوع في أزمة سيولة.

تسيير السيولة في ظل هذه المتناقضات يتطلب مهارة وكفاءة عالية كون كمية السيولة التي يجب الاحتفاظ بها تعتبر مشكلة أساسية، لذا تلجأ البنوك إلى السوق النقدية في حالة العجز والفائض لتحقيق التوازن في خزنتها، وهذا

¹ المادة 07 من نظام رقم 09 - 02 أعلاه.

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

من بين أهم ما خلصنا له من الفصل السابق. وهذا الجزء من البحث يعرض الآليات التي تتدخل من خلالها البنوك الجزائرية في السوق النقدية الجزائرية ويدرس الأدوات المستعملة في سبيل ذلك ومختلف تطوراتها.

المطلب الأول: آليات تدخل الخزينة المركزية للبنوك التجارية الجزائرية في السوق النقدية

خزينة البنك التجاري هي المسؤولة عن التسيير المركزي للموارد، وكذا التخصيص الأمثل لها، وذلك بتجميع كافة الأموال المحصل عليها داخل مجمع أموال "Pool des fonds"، تكوّن عن طريق تجميع الأموال من مختلف الفروع ذات الفائض، وإعادة تحويلها إلى المراكز التي تسجل عجزا في ميزانيتها.¹

لفهم آليات المصارف في التعامل مع السوق النقدية الجزائرية، يجب أولا أن نفهم كيفية تسيير السيولة المصرفية في النظام المالي الجزائري وتتبع مسارها، إذ يتم تسيير السيولة المصرفية وفق ثلاثة مستويات أساسية، فتقوم مختلف فروع البنوك بتسيير سيولتها في المستوى الأول وهذه الأخيرة ليست مسؤولة عن التدخلات في السوق النقدية، وفي المستوى الثاني يسيّر البنك التجاري سيولته من خلال الخزينة المركزية هذه الأخيرة هي المسؤولة عن مختلف التعاملات في السوق النقدية، أما في المستوى الثالث، يقوم البنك المركزي بتسيير السيولة المصرفية للنظام المالي ككل فيتدخل بصفته بنك للبنوك ويمارس دوره كمقرض أخير للمنظومة المصرفية من خلال السوق النقدية.

1. تسيير السيولة على مستوى فرع بنك تجاري في الجزائر:

إنّ السيولة المحتفظ بها على مستوى خزينة البنك لا تدر أي عائد على هذا الأخير، ويمكن أن نصفها بأنها سيولة نائمة أو خامدة، ولذلك يجب تفادي الاحتفاظ وبشكل مستمر بالسيولة في حسابات الخزينة، بحيث يجب الاحتفاظ فقط بما يكفي لتلبية احتياجات الاستغلال.

وفي فرع بنكي، تسيير السيولة يستوجب أولا الاحتفاظ بالسيولة اللازمة في صندوق الفرع بما يكفي لتلبية احتياجات مصلحة الصندوق لمقابلة مختلف الاستحقاقات الواجبة الدفع. مع ضرورة القيام بتسيير مختلف حسابات الخزينة المتمثلة فيما يلي:²

✓ **الصندوق:** إنّ السيولة النقدية الدنيا التي يجب على الفرع أن يحتفظ بها في صندوقه، يمكن حسابها بناء على دورات الخزينة الأسبوعية أو الشهرية السابقة والتقديرات المستقبلية. كما للسيولة النقدية التي يحتفظ بها الفرع

¹Joël Bessis, Gestion des Risques et Gestion Actif-Passif des Banques, Dalloz, Paris, 1995, P.445.

² La gestion de la trésorerie ; société interbancaire de formation ; Direction des formations diplomates ; session : Avril 2002 ; pp 15-16.

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

سقف لا يجب أن تتعده، وهذا السقف تحدده المديرية العامة للبنك تجاري سنويا لمختلف فروعها، ويختلف هذا السقف من فرع لآخر حسب حجمه وموقعه وعدد الزبائن لديه.

✓ **الحساب الجاري البريدي:** كل فرع لديه حساب جاري بريدي (CCP)، الذي يستعمل بالدرجة الأولى للإيداعات والتحويلات الدائنة من خلال هذا الحساب، من أجل تغطية تحويلات بريدية واجبة دفع. الرصيد المتاح والفائض يعبئ آليا في نفس اليوم لصالح الخزينة المركزية.

✓ **حساب الخزينة العمومية:** يفتح حساب لدى الخزينة العمومية لبعض فروع البنوك التجارية يمكن تبريره بدافع الاستغلال، بهدف التسجيل في أحسن الآجال، للتحويلات الصادرة من طرف هذه الإدارة، لصالح عملاء الفرع المعني. ليتم تحويل الفوائض يوميا.

✓ **حساب البنك المركزي:** الحساب العادي للفرع المفتوح لدى البنك المركزي يستقبل الفوائض المرتبطة بتسيير سيولة النقدية الموجودة في صندوق فرع البنك التجاري. كما يقوم كذلك بتسجيل رصيد المقاصة. الرصيد الدائن، يظهر في نهاية اليوم على مستوى حساب البنك المركزي المحلي، ويتم تحويله للحساب المركزي للبنك المركزي. في حالة ما إذا كان رصيد هذا الحساب مدين (وهي حالة خاصة)، فعلى الفرع أن يقوم بتسوية هذه الوضعية، بطلب سيولة إضافية من الخزينة المركزية للبنك قبل نهاية اليوم. فوجود حساب بنك الجزائر يسمح بصورة أساسية للفروع بتدنية الأرصدة النقدية المحتفظ بها في صناديقها.

2. تسيير السيولة على مستوى الخزينة المركزية للبنك التجاري

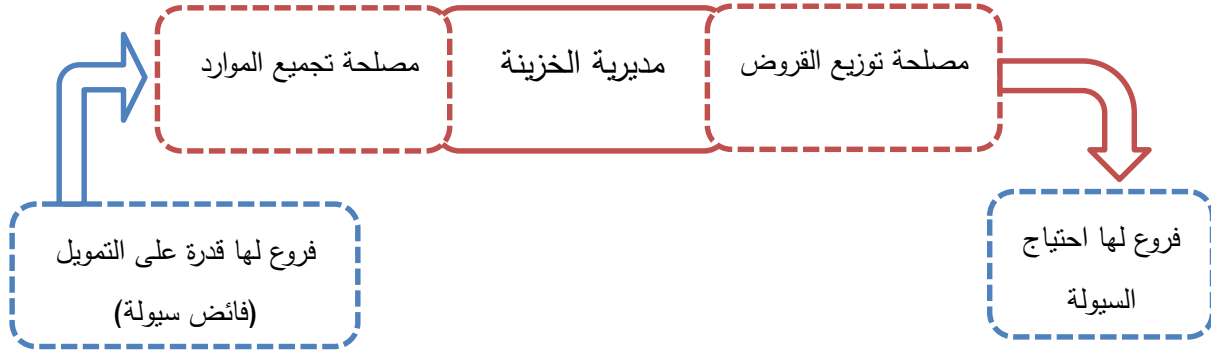
من أجل تبسيط تسيير الخزينة وتقليص تكاليفها، اختارت البنوك الجزائرية نمط التسيير المركزي للخزينة¹، الذي يسمح بمقاصة الحركة المتعاكسة للتدفقات النقدية على مستوى شبائيك الفروع، وكذا نقل عبي تسيير السيولة المجمعة على عاتق الخزينة المركزية، التي تقوم بتجميع سيولات مختلف الفروع، فتلبي السيولة الفائضة لدى البعض احتياج السيولة لدى البعض الآخر.

¹ هناك نمطين لتسيير الخزينة، الأول هو نظام التدفقات الصافية؛ من خلال هذا المدخل تقوم الخزينة المركزية بترك كامل الحرية للوكالات التجارية في تمويل استخداماتها، ويكمن الدور الوحيد للخزينة في تعديل الأرصدة، أما النظام الثاني فهو نظام التدفقات الإجمالية أين تتكفل الخزينة المركزية بتجميع كافة الموارد من جميع الوكالات وفي المقابل تتكفل بتمويل كافة استخداماتها. ولمزيد من لاطلاع يمكن مراجعة :

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

2-1 دور الخزينة المركزية في الوساطة بين الفروع: إن الدور الأساسي الذي تمارسه الخزينة المركزية للبنك التجاري هو دور الوساطة بين مصلحة تجميع الموارد المتأتية من إيداعات الزبائن في مختلف الفروع ومصلحة منح القروض للمقترضين في مختلف الفروع، والشكل الموالي يبين ذلك:¹

الشكل رقم (2-3): دور الخزينة المركزية في الوساطة بين الفروع



Source : Idrissou Naima, Gestion de la trésorerie bancaire: Gestion du risque de liquidité, Mémoire de fin d'études, Ecole supérieure de banque, Banque D'Algérie, Septembre 2008, p5

2-2 وظائف الخزينة المركزية :

- وظائف الخزينة المركزية عديدة ومعقدة، فوظيفتها الأساسية هي تحقيق التوازن اليومي لخزينة البنك وجميع فروعها، ويمكن ذكر الوظائف التالية²:
- حفظ أموال البنك وإدارتها.
 - تغطية حاجات الفروع وتزويدها بالنقدية اللازمة واستلام الفائض عن حاجتها.
 - استلام النقدية المتجمعة في الصناديق الفرعية للمقبوضات والنقدية المتبقية في صناديق المدفوعات.
 - تنظيم بيانات إدخال وإخراج النقدية.
 - القيام بعملية جرد للخزينة وذلك بنهاية عمل كل يوم وإجراء المطابقة بين الرصيد الفعلي والدفتر.
 - إيداع النقد الفائض لدى البنك المركزي أو لدى البنوك الأخرى وسحب المبالغ التي تحتاجها.
 - الخزينة المركزية وسيلة بين البنك المركزي وفروع البنك حيث تسلم النقد للبنك المركزي وتحتفظ به استعدادا لتسديد احتياجات الفروع وتخضع لرقابة مدير البنك شخصيا استخداماتها.

¹Idrissou Naima, Gestion de la trésorerie bancaire: Gestion du risque de liquidité, Mémoire de fin d'études, Ecole supérieure de banque, Banque D'Algérie, Septembre 2008, p5.

²Organisation et attributions de la Direction de la Trésorerie et des Marchés des Capitaux, Décision réglementaire n°36/2009 du 11 mars 2009, La Direction Générale BADR Banque, p2

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

- توظيف السيولة الفائضة بما يحقق أكبر عائد ممكن، وتمويل العجز في السيولة بأقل التكاليف الممكنة، وذلك باستخدام السوق المالي، السوق النقدي ما بين البنوك وسوق السندات القابلة للتفاوض، بالإضافة إلى البنك المركزي ومختلف أدواته.

3. مساهمة البنك المركزي في تسيير سيولة البنوك التجارية:

بعد قيام الخزينة بتحديد وضعيتها كما رأينا في العنصر السابق، فستجد نفسها حتما تعاني من فائض أو عجز في السيولة، وستجد نفسها مجبرة للتوجه إلى السوق النقدية لتسوية وضعيتها اليومية. كما أنه من المفيد التمييز عند دراسة السيولة بين سيولة ورقة مالية، وسيولة مصرف ما، وسيولة سوق ما، فقد يوصف سوق ما بشكل عام أنه سائل ولكن الأوراق المالية في هذه السوق هي سائلة جدا أو غير سائلة. لذلك على البنك المركزي القيام بتسيير السيولة في إطار سياسته النقدية .

عند تصميم إطار السياسة النقدية، سيحتاج البنك المركزي لاعتبار ما إذا كان يرغب في تولي موقف سلمي أو موقف نشط نحو إدارة السيولة. فتبني مقاربة سلبية، ربما نتيجة لعدم قدرته على التنبؤ بدقة بوضع السوق، مفضلا الاعتماد على التسهيلات القائمة كمجرد آلية للسيولة. فيما تفضل مصارف مركزية أخرى استخدام مقاربة أكثر نشاطا حيث تستخدم عمليات السوق المفتوح كأداة رئيسية لإدارة سيولتها. ومن ناحية أخرى، قد يعمل المصرف المركزي عمل الوسيط أو السمسار وهو الحال في الجزائر، حيث يأخذ الودائع ويقترض المال بنفس السعر وفي أي وقت، ولكن بهذا لا يكون للبنوك التجارية أي حافز للتعامل مع بعضها البعض، حيث يمكن تلبية احتياجاتها دائما بالتعامل مع أية جهة ائتمانية مناظرة .

وبالمقابل، فإن المقاربة النشطة تدم المشاركين في السوق حافزا لإيجاد شريك تجاري أولا وقبل كل شيء في موقع السوق، في حين يبقى البنك المركزي الملاذ الأخير. والمسألة هنا ليست فقط تقييم العائد الممكن، ولكن المشكلة هي مخاطر الاقراض التي يتعرض لها البنك. فمثلا وجدت روسيا في أواسط التسعينات أن بعض المصارف تختار أن تودع في البنك المركزي بدلا من قرض قصير الأجل بين البنوك يعرض سعرا أعلى بكثير من عائد البنك المركزي.

تحتفظ البنوك التجارية باحتياطي اجباري لدى البنك المركزي كما تم عرضه سابقا، وتختلف آلية العمل بالاحتياطيات من بلد لآخر. ففي بريطانيا مثلا، تقوم البنوك بتلبية متطلبات الاحتياطي يوميا، وبالمقابل ففي دول أخرى لا تحتاج البنوك إلى تلبية الاحتياطي المفروض يوميا، وبدلا من ذلك تستطيع استخدام فائض الاحتياط في يوم ما لتلبية أي نقص سابق أو لاحق، خلال مدة¹ تعيّن القوانين السائدة. لذلك قد يكون لدى هذه المصارف

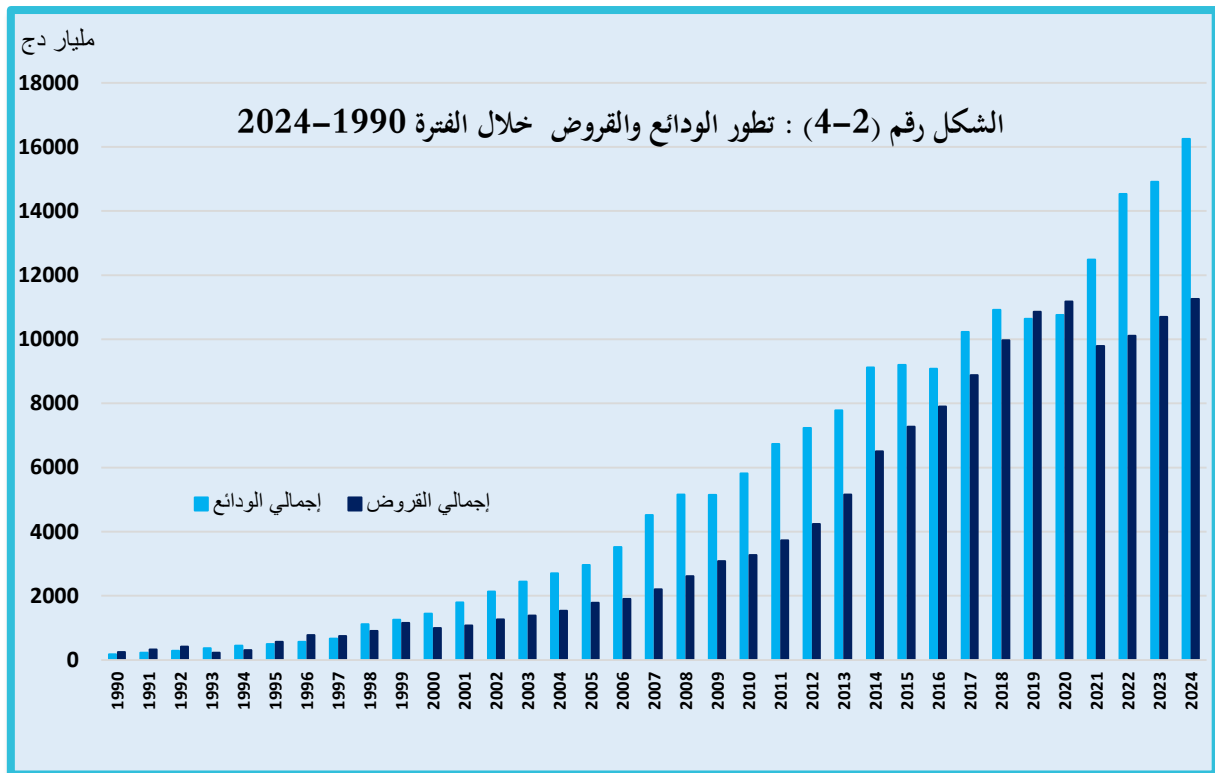
¹ فترة مراجعة الاحتياطي في منطقة الأورو واليابان والجزائر هي شهر، أما الولايات المتحدة الأمريكية فهي أسبوعان.

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

حافزا أقل لإدارة وضع السيولة لديها بشكل نشط. وإذا كانت المصارف لا تستطيع الاعتماد على المصرف المركزي لإدارة سيولة السوق الكاملة بدقة، فستميل إلى الاحتفاظ بأحجام كبيرة من السيولة للطوارئ في صندوقها.¹

المطلب الثاني: تحليل وضعية السيولة لدى البنوك التجارية الجزائرية

بعد قيام كل بنك بدراسة وضعية سيولته من خلال خزنته المركزية؛ في نهاية كل يوم يقوم البنك المركزي بدوره بتسيير السيولة المصرفية الكلية، وهذا ما توقفنا عنده في المبحث السابق؛ ولهذا الغرض يعتبر تحليل كل من الودائع الملتقطة والقروض الممنوحة مدخلا ضروريا لدراسة هذه السيولة، فقياس الفجوة بين هاتين المتغيرتين (قروض – ودائع) يعكس لنا حجم السيولة المصرفية الكلية. والشكل الموالي يظهر تطورها خلال الفترة 1990-2024 :



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على نشرات بنك الجزائر (أنظر الملحق رقم 01)

بالنظر إلى الودائع الملتقطة يتضح أن منحها كان في تصاعد مستمر خلال الفترة (1990-2024)، إذ انتقلت من 178.4 مليار دج سنة 1990 إلى 1441,8 مليار دج سنة 2000 بنسبة زيادة تقدر ب708% ثم إلى 16246,4 بليون دينار سنة 2024 بنسبة زيادة تقدر ب9006%، ويعود السبب في ذلك إلى تحسن وساطة البنوك وارتفاع النشاط الاقتصادي وكذا إلى ارتفاع عائدات المحروقات لشركة سوناطراك المودعة في البنك

¹ Simon T Gray & Nick Talbot , op cit, p17.

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

الخارجي الجزائري في شكل ودائع تحت الطلب، وذلك بإلزامية القانون الجزائري الذي يقضي بضرورة عودة مداخل المحروقات إلى الوطن وتحويلها إلى الدينار الجزائري وشرح ذلك التقرير السنوي لبنك الجزائر لسنة 2008¹، إذ جاء فيه أن العون الاقتصادي " مؤسسات المحروقات " يقوم بترحيل العملات الصعبة الأجنبية التي يستلمها مقابل صادرات المحروقات ويتنازل عنها لبنك الجزائر، في المقابل العملات الصعبة المتنازل عنها يستلم هذا العون الاقتصادي العملة الوطنية من بنك الجزائر، في حساباته المفتوحة في دفاتر مصرفه التجاري ومصارف أخرى في الساحة، وتشكل هذه الودائع جزء من الكتلة النقدية.

تخلّل هذا المنحى التصاعدي انخفاضين طفيفين، أولهما كان في سنة 2009 كتداعيات للأزمة المالية العالمية والثاني كان في سنتي 2015 و2016 بسبب تهاوي أسعار النفط في الأسواق الدولية.

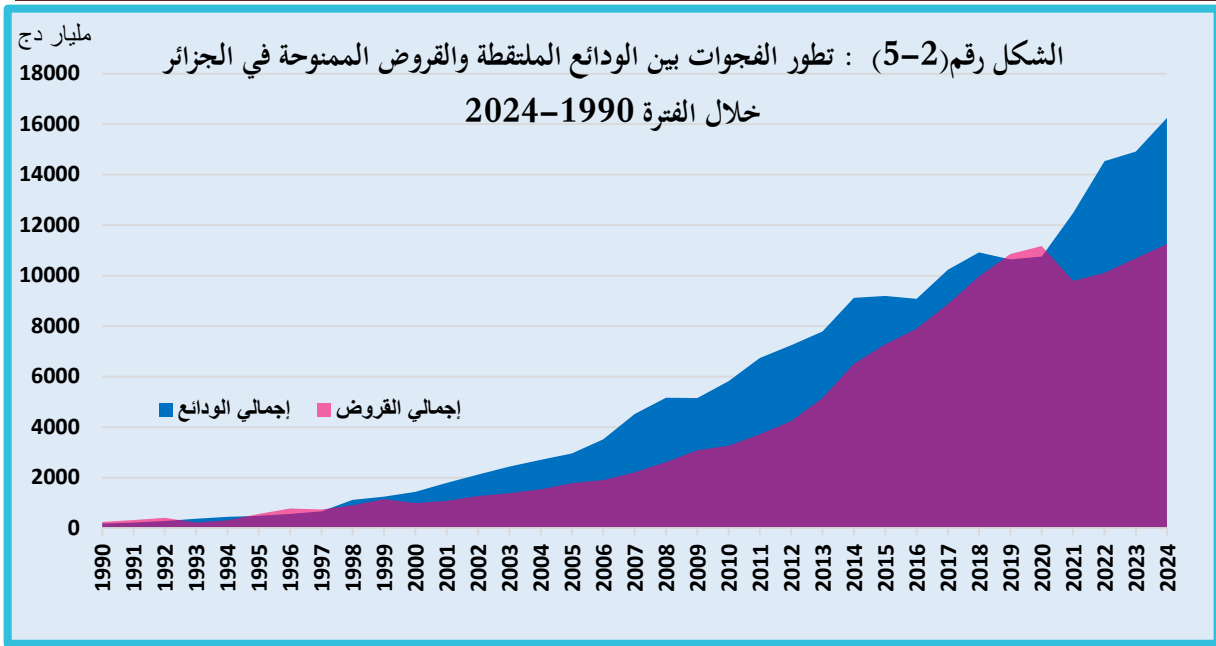
أما بالنظر إلى القروض المصرفية الممنوحة؛ فهي الأخرى تأخذ منحى تصاعدي إلى غاية سنة 2024 إذ انتقلت من 246,976 مليار دينار سنة 1990 إلى 993.053 مليار دينار سنة 2000 بنسبة زيادة تقدر بـ 302% ثم إلى 11256,5 مليار سنة 2024 بنسبة زيادة بـ 4457% وهي أكبر من القروض الممنوحة في سنة 1990 بـ 45 مرة. أما في سنة 2021 فقد انخفضت القروض بشكل ملحوظ وبالعودة إلى بنية القروض الممنوحة نلاحظ أن سبب هذا الانخفاض يعود إلى انخفاض القروض الممنوحة للخرينة العمومية أما القروض الممنوحة للاقتصاد فلم تعرف أي انخفاض.

من خلال هذا الطرح يمكن أن نستنتج أن نسبة الزيادة في الودائع أكبر من نسبة الزيادة في القروض بكثير، هذا ما يوضح وجود مشكل في سياسة الإقراض لدى البنوك الجزائرية وميلها للاحتفاظ بالسيولة أكثر من ميلها للتحويل النوعي للأصول.

من خلال الشكل رقم (2-5) نلاحظ تشكل فجوات بين القروض الممنوحة والودائع الملتقطة، ويظهر تطور هذه الفجوات كالاتي :

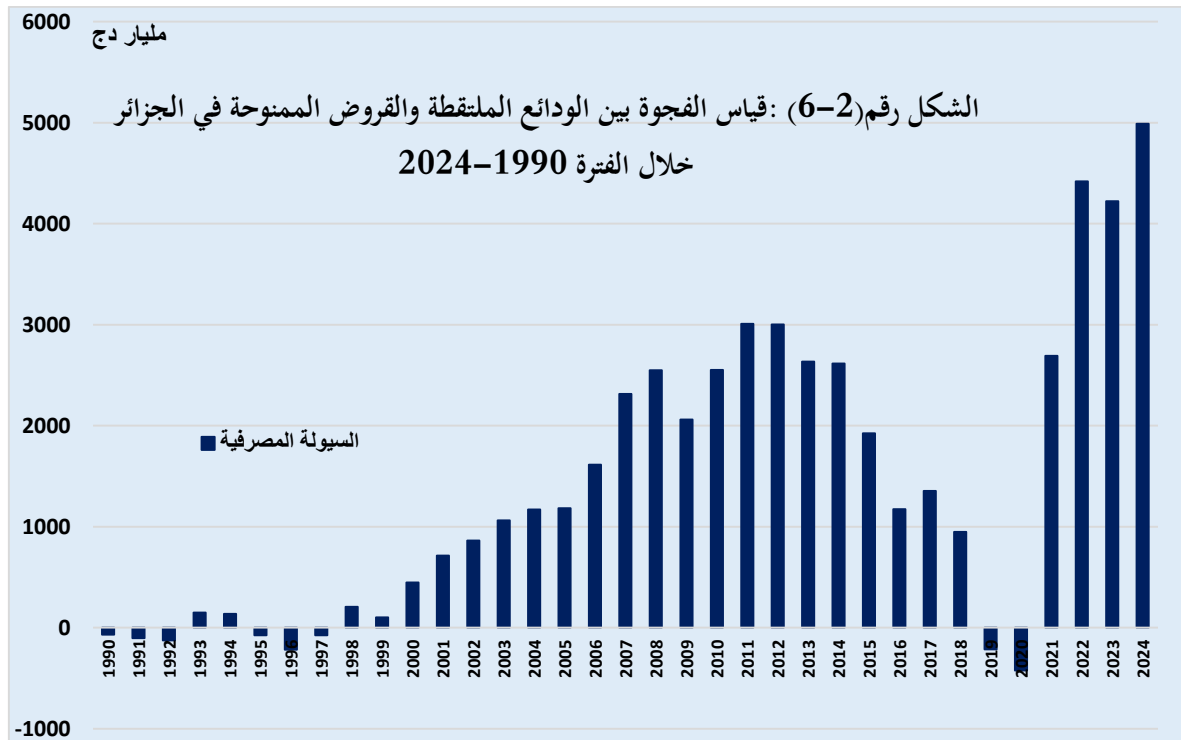
¹ التقرير السنوي لبنك الجزائر سنة 2008 ص 196-197.

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر (أنظر الملحق رقم 01)

بهدف تحليل هذه الفجوات تم الاعتماد على الشكل رقم (2-6) الذي يقيسها خلال الفترة (1990-2024). بتتبع هذه الفجوات خلال هذه الفترة يتضح أن السوق النقدية الجزائرية شهدت خلال العقد الأخير من الألفية الثانية عجزا مستمرا في السيولة المصرفية هذا ما ترجمته الفجوات السالبة خلال الفترة (1990-1992)، ثم أصبحت الفجوات متذبذبة بين الموجبة والسالبة إلى غاية 1998 الشكل الموالي يشرح قائمها كما يلي :



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر (أنظر الملحق رقم 01)

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

مع مطلع الألفية الثالثة تحول العجز إلى فائض سيولة، فظهرت الفجوات موجبة خلال الفترة (1998-2018)، وأخذ الاتجاه العام لمنحنى الفجوات منحى تصاعدي، مما يعكس إشكالية التراكم المتواصل والمفرط للسيولة المصرفية، والتي تحولت بمرور السنوات إلى فائض هيكلي في السيولة. هذا الارتفاع كان متذبذب خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى غاية سنة 2019، ويفسر هذا التطور بواسطة الميل التصاعدي للودائع تحت الطلب للمؤسسة الوطنية سونطراك.

في حين كانت سنة 2011 الأعلى سيولة بحجم 3008.3 مليار دينار، كما عرفت الفجوات الموجبة أول انخفاض لها منذ سنة 1999 خلال سنة 2009 بنسبة 19.09 % بسبب انخفاض الودائع بنسبة 0.29 %، متأثرة بتزايد حدة الأزمة المالية الدولية في 2008 وظهور الأزمة الاقتصادية العالمية في 2009. لتعاود الارتفاع مرة أخرى خلال سنتي 2010 و2011 بنسبة 23% و 17% على التوالي. لتعرف انخفاضات متتالية خلال الفترة (2012-2016) إذ بلغت نسبة الانخفاض 61% خلال الفترة من 2012 إلى 2016، ويعود سبب ذلك إلى انخفاض الودائع الملتقطة حيث انخفضت سنة 2016 بنسبة 1.31% كتداعيات لأزمة النفط العالمية.

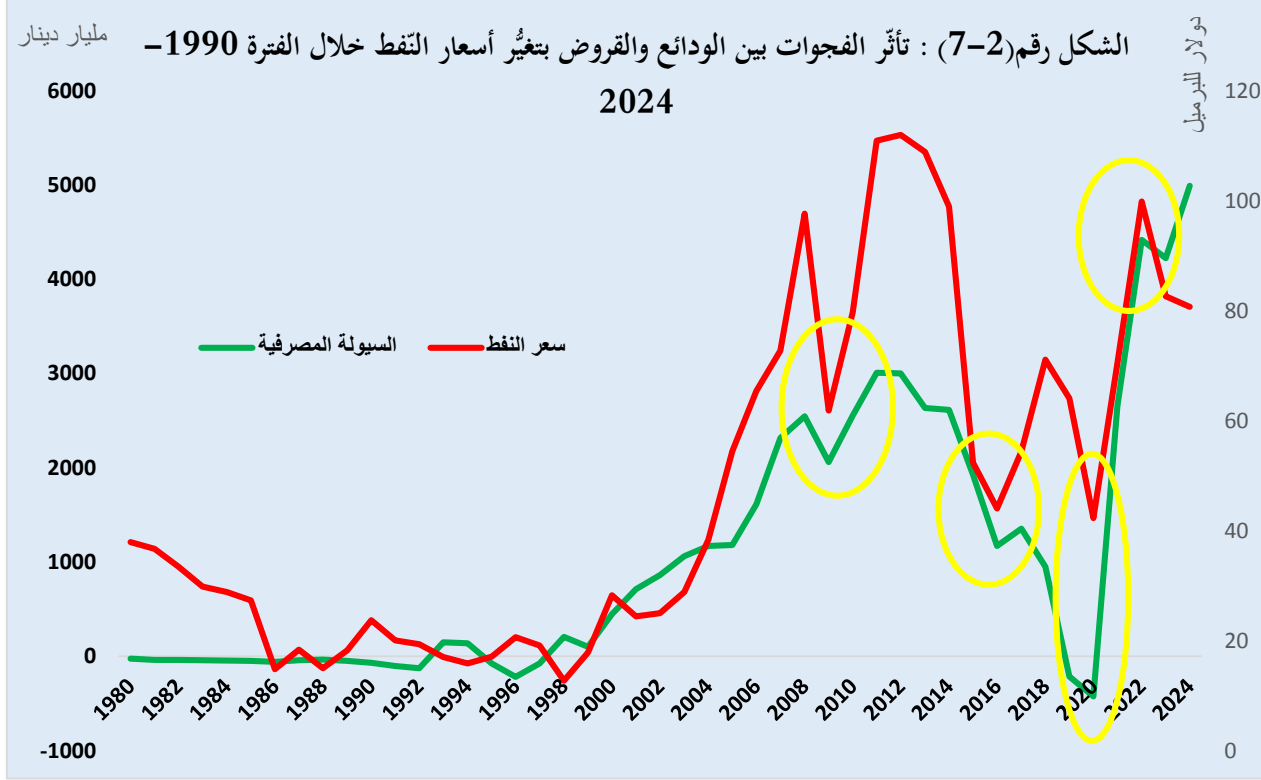
في سنة 2017 ارتفعت الفجوة مرة أخرى مع وضع قيد التنفيذ للتمويل غير التقليدي منذ نوفمبر 2017 إذ ارتفع مستوى السيولة ليبلغ 1380.6 مليار دينار في نهاية ديسمبر 2017، أي بنمو قدره 77. % مقارنة بمستواها المسجل في السداسي الأول من سنة 2017، و 68,2 % مقارنة بنهاية 2016.¹

أما خلال سنتي 2019 و2020 ظهرت فجوتين سالبتين والسبب يعود إلى الأزمة الوبائية الخائقة (جائحة كورونا) التي عصفت بالاقتصاد العالمي متسببة في عجز هيكلي للرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات أدى إلى انخفاض موجودات البنوك لدى البنك المركزي تزامنا مع إلغاء التمويل النقدي للخزينة العمومية بداية من جانفي 2019. لدعم النشاط الاقتصادي اتخذ بنك الجزائر مجموعة من القواعد الاحترازية في سياق وبائي صعب لا سيما تخفيض نسبة الاحتياطي الاجباري برنامج خاص لإعادة التمويل هذا ما تسبب في ظهور فجوة موجبة تعبيرا عن فائض السيولة فبعد أن سجلت السيولة انخفاضا ملحوظ سنة 2020، بلغت 2692.8 مليار دينار سنة 2021 مقابل 424.2 مليار دينار سنة 2020. لتتخذ السيولة مجددا منحى تصاعدي لتصل إلى قائم قدره 4989,9 مليار دج سنة 2024 تعبيرا عن الدخول من جديد إلى فائض سيولة هذا أمام ميل البنوك للاحتفاظ بكميات كبيرة من السيولة بدل من تحويلها إلى قروض للاقتصاد وهو الأعلى على الإطلاق خلال مجال الدراسة.

¹ تقرير بنك الجزائر لسنة 2017

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

على هذا المستوى من الدراسة يتضح جليا أن فائض السيولة المصرفية في الجزائر يتأثر بشدة بتغير الودائع المصرفية نتيجة تغير الودائع الملتقطة من مؤسسة سونطراك والتي بدورها تتحدد بفعل تغير أسعار النفط في الأسواق العالمية هذا ما يؤكد وجود اختلالات هيكلية في الاقتصاد الوطني. والشكل رقم (2-7) يبين تأثير السيولة المصرفية بأسعار النفط:



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر (أنظر الملحق رقم 07 و01)

من خلال الشكل السابق يظهر بوضوح التشابه الكبير بين منحى الفجوات بين الودائع والقروض وبين منحى سعر النفط، فمع كل صدمة نفطية نلمس صدمة في السيولة المصرفية والعكس، خصوصا منذ بداية الألفية الثالثة إذ شهدت أسعار النفط زيادة تقدر بنسبة 38.40% خلال سنة 2000 في المقابل عرف السيولة ارتفاع نسبته 338.41% خلال نفس السنة.

صحيح أن العامل الرئيسي الذي يؤثر على تغير السيولة المصرفية هو إيرادات المحروقات لكن لا يجب أن نغفل عن عوامل أخرى كاتباع الحكومة لسياسة نقدية توسعية وطبع كميات كبيرة من النقود في إطار سياسة الحكومة الرامية إلى رفع الأجور وتحسين القدرة الشرائية للمواطن هذا ما يظهر في سنة 2017 إذ منحى سعر النفط يأخذ منحى تنازلي في حين السيولة تأخذ منحى تصاعدي والسبب هو ضخ البنك المركزي كميات معتبرة من النقود في السوق في إطار التمويل غير التقليدي .

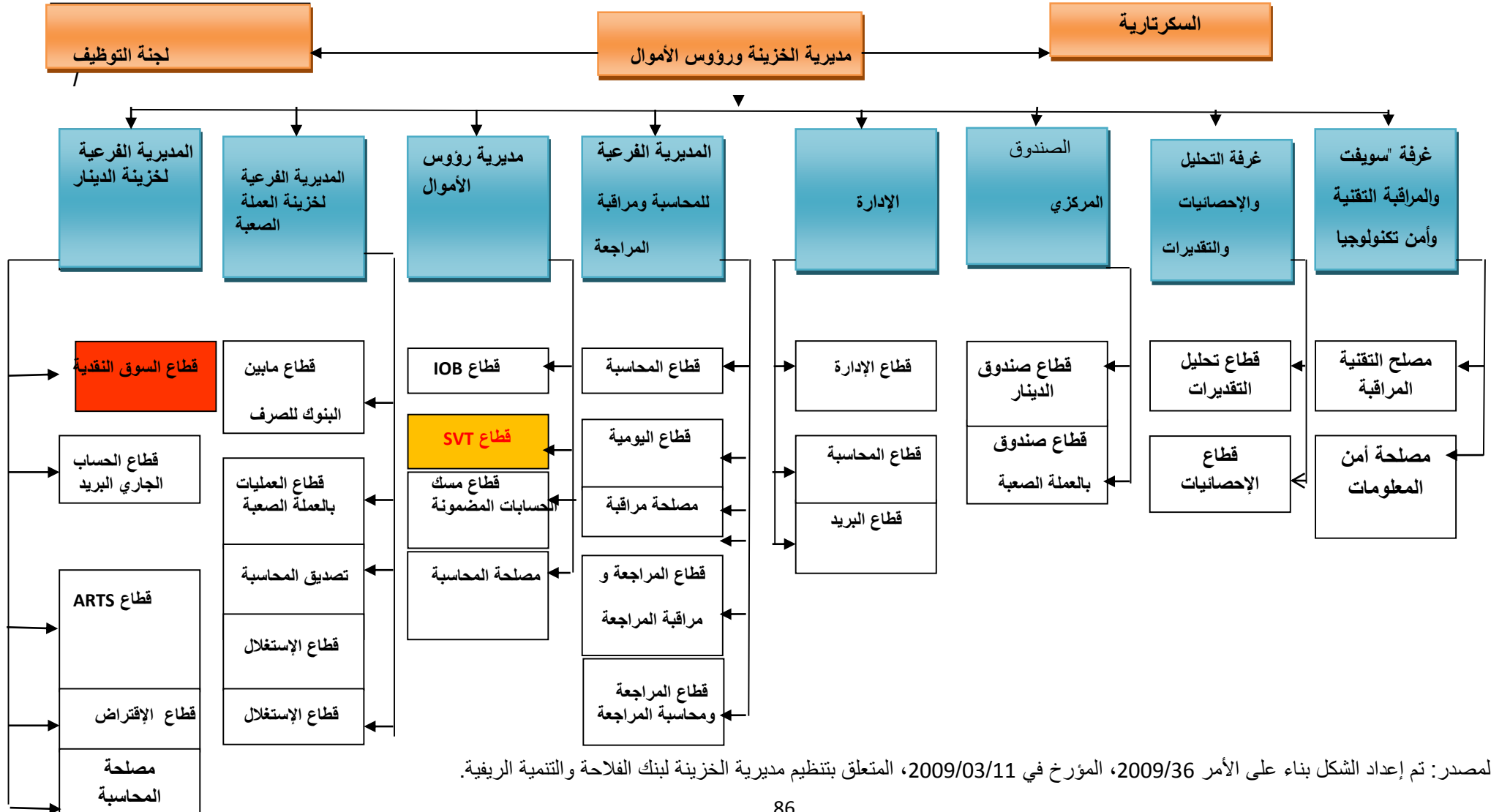
المطلب الثالث: أدوات السوق النقدية المستعملة لتسيير سيولة البنوك التجارية الجزائرية

كما رأينا في المبحث السابق يتم تسيير السيولة المصرفية وفق عدة مستويات؛ واستنتجنا أن الفروع البنكية الموجودة في الكامل ولايات الوطن لا تتعامل مع السوق النقدية، والتي يكون التعامل فيها حكرا على مديرية الخزينة ورؤوس الأموال، وذلك وفق مدخل التسيير المركزي.

يتمّ تسيير السيولة الإجمالية للبنك من خلال قطاع السوق النقدية التابع لمديرية الخزينة، والشكل الموالي رقم (2-9) يبين موقع قطاع السوق النقدي من الهيكل التنظيمي لمديرية الخزينة ورؤوس الأموال من الهيكل التنظيمي لبنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR وهذا على سبيل المثال لا الحصر بهدف الفهم الجيد لمحيط السوق النقدي في البنك التجاري:

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

الشكل رقم (2-8): الهيكل التنظيمي لمديرية الخزينة ورؤوس الأموال



الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

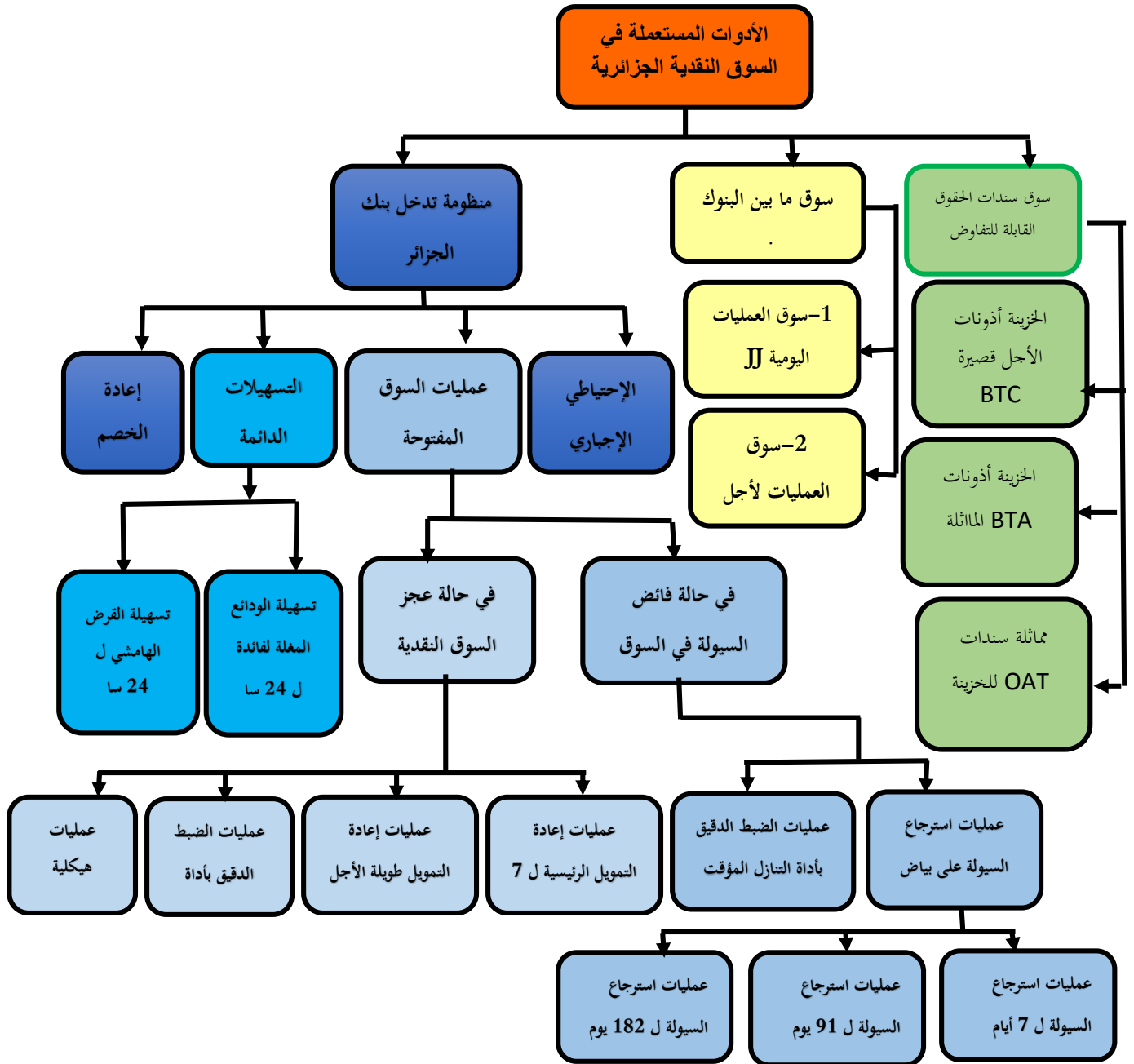
يقوم مسؤول قطاع السوق النقدية بتسيير الاحتياطات الإلزامية وتوفير متطلباتها أولاً، ثم يعمل على تلبية احتياجات قطاع المتخصصون في قيم الخزينة (SVT) بتوفير السيولة اللازمة للقيام بوظائفهم في سوق السندات القابلة للتفاوض، ثم يعمل في الأخير، ومن خلال السوق النقدية، على توظيف السيولة المتبقية في حالة الفائض، أو الاقتراض في حالة العجز¹ وذلك بالتعامل بمختلف أدوات السوق النقدية .

بناء على تحليل وضعية السيولة الجزئية على مستوى الخزينة المركزية والسيولة الكلية على مستوى البنك المركزي تتحدد آليات وأدوات تدخل البنوك التجارية في السوق النقدية، فهي تؤدي دوراً مختلطاً في هذه السوق، فتكون مقرضة تارة ومقرضة تارة أخرى حسب حاجتها للسيولة؛ مستخدمة في ذلك أدوات البنك المركزي التي يحددها وفقاً لرؤيته في إطار سياسته النقدية. والشكل الموالي يبين مختلف الأدوات المستعملة من طرف البنوك التجارية الجزائرية في السوق النقدية :

¹ مقابلة مع مسؤولة قطاع السوق النقدي في بنك الفلاحة والتنمية الريفية.

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

الشكل رقم (2-9): الأدوات المستعملة في السوق النقدية الجزائرية



المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على البنية القانونية المنظمة للسوق النقدية الجزائرية

1- عمليات سوق ما بين البنوك :¹

تم التأسيس لسوق ما بين البنوك من خلال النظام 08-1991 المؤرخ في 14 أوت 1991 المنظم للسوق النقدية، وبقي الإطار العملي لها ناقصا من حيث التطبيق إلى غاية صدور التعليم رقم 28-1995 المؤرخة في 22 أفريل 1995 المتعلقة بتنظيم السوق النقدية.

تعمل سوق ما بين البنوك بشكل مستمر من الساعة 9:00 صباحا حتى الساعة 3:30 مساءً. خلال هذه الفترة، يقدم المشاركون في السوق عروض السيولة وطلباتهم إلى خدمات دائرة الأسواق النقدية والمالية لبنك الجزائر المكلفة بالوساطة والكائن مقرها ب 8 نهج زيغود يوسف بالجزائر العاصمة. بمجرد الانتهاء من معاملات الاقتراض، يتم إخطار المشاركين بنتائج مواجهة العرض والطلب من خلال قناة السوق؛ تبادل الرسائل (أو القسائم) لتحويل الأموال وأي تحويلات يتم تنفيذ الدعم بمبادرة من الأطراف. في سوق ما بين البنوك، توجد عدة أنواع من المعاملات التي يمكن التفاوض عليها إذ تتم تبادلات السيولة بين المتدخلين المقبولين² في السوق النقدية بالطرق التالية:³

- عمليات الشراء أو البيع البات (النهائية ، القطعية): للسندات العامة والخاصة أو لأي دعم آخر يقبله الأطراف. وهي عمليات يتم فيها البيع والشراء فورا على أن يتم التسليم في زمن لاحق يحدد، المسمى موعد التسوية، حيث يقوم المشتري بدفع الثمن ويلتزم البائع بتسليم الأوراق المالية محل الصفقة ولا يمكن الرجوع عن تنفيذ العملية. إلا أنه يجوز للمتعاقد في هذه العملية تأجيل موعد التسوية النهائية حتى موعد لاحق.⁴

- العمليات على بياض : تكون هذه العمليات بتحويل السيولة دون تبادل أوراق كضمانات للعملية. ، ويكون أساسها الثقة في إقراض أو اقتراض النقود المركزية عن طريق تحريك حسابات البنوك المفتوحة لدى البنك المركزي وتكون لمدة 24 ساعة أو لأجل. من أهم مزايا هذه العمليات هي التسوية الفورية.

¹ التعليم رقم 28-1995 المؤرخة في 22 أفريل 1995 المتعلقة بتنظيم السوق النقدية.

² لقد تمت دراستها سابقا، أنظر الجدول رقم (2-1) .

³ المادة 06 من النظام 08-1991 المؤرخ في 14 أوت 1991 يتضمن تنظيم السوق النقدية.

⁴ بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة الجزائر ، الطبعة الأولى 2019، ص 144.

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

- الأمانة (الاستحفاظ) : وتكون عمليات تبادل السيولة بين البنوك مقابل ضمانات (السندات العمومية أو الخاصة)

ينقسم سوق ما بين البنوك في الجزائر؛ إلى قسمين أساسيين من حيث مدة الاستحقاق:

- العمليات اليومية (au jour le jour) : وتكون مدتها أقل من ثلاثة أيام.
- العمليات لأجل (à terme): وتكون مدتها أكثر من ثلاثة أيام.

2- منظومة تدخل بنك الجزائر في السوق النقدية :

تسمح السوق النقدية لبنك الجزائر بتوجيه السوق وذلك من خلال سياسته النقدية، لتلبية الاحتياجات التمويلية للبنوك أو امتصاص فائض السيولة لدى هذه الأخيرة، إلى جانب التأثير على وضعية سيولة الهيكلية للقطاع البنكي. وبموجب المادة 10 من القانون 09-02 تضم المنظومة التشغيلية للسياسة النقدية أربعة (04) أدوات، وهي كالاتي : ¹

1-2 عمليات إعادة الخصم والقرض :

تعتبر عملية إعادة الخصم شكلا من أشكال إعادة التمويل التي يقوم بها البنك المركزي لتزويد البنوك التجارية بالسيولة.² ويتم تنظيم هذه العمليات من خلال النظام 01-2000 المؤرخ في 13 فيفري 2000 المتعلق بعمليات إعادة الخصم والقروض الممنوحة للبنوك والمؤسسات المالية. يتقاضى البنك المركزي مقابل إعادة خصمه الأوراق التجارية التي تقدمها البنوك التجارية والاقتراض منه باعتباره الملاذ الأخير للإقراض فائدة، ويسمى أيضا سعر البنك.

2-2 الحد الأدنى للاحتياطات الإجبارية :

استعمال أداة الاحتياطي القانوني له هدف مزدوج، فهي من جهة أداة لحماية المودعين وتمكينهم من ضمان سحب ودائعهم عند الحاجة، ومن جهة أخرى أداة للتأثير على قدرة البنوك التجارية في منح القروض.³ لقد تم تعديل الاحتياطي الإلزامي عدة مرات في الجزائر؛ فبعد صدور قانون النقد والقرض

¹ النظام رقم 09-02 المؤرخ في 26 ماي 2009 المتعلق بعمليات السياسة النقدية وأدائها وإجراءاتها.

² قدي عبد المجيد، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية: دراسة تحليلية تقييمية، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، 2017، ص 87.

³ عبد المجيد قدي المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر 2003، ص 85.

10-90 نظمت التعليمات رقم 16-94 الاحتياطات الاجبارية وعُدلت مجددا بالتعليمات 2002-01 ثم بالنظام رقم 02-04 المؤرخ في 04 مارس 2004 المحدد لشروط تكوين الحد الأدنى للاحتياطي الإلزامي، هذا الأخير تم تعديله وإتمامه بصور التعليمات 2017-01 المؤرخة في 01 مارس 2017 المتضمنة عناصر وعاء الاحتياطات الإجبارية.

2-3 عمليات السوق المفتوحة:

حسب نص المادة 13 من النظام 09-02 المتعلق بعمليات السياسة النقدية وإجراءاتها. فإن عمليات السوق المفتوحة تجري في السوق النقدية بمبادرة من بنك الجزائر الذي يعود إليه قرار اختيار معدل ثابت أو متغير الذي يتعين تطبيقه على هذه العمليات. يمكن لعمليات السوق المفتوحة أن تكون ذات فترات نضج من سبعة أيام وهي عمليات أسبوعية عادية إلى اثني عشر (12) شهرا وهي عمليات ذات فترات نضج أطول. تنقسم الأدوات التي يمكن استعمالها ضمن عمليات السوق المفتوحة إلى ثلاث فئات وهي:

2-3-1 عمليات التنازل المؤقت:

وتتمثل عمليات السياسة النقدية المستعملة في التنازل المؤقت للأوراق فيما يلي:

أ - عمليات إعادة التمويل الرئيسية ل 7 أيام :

تلعب عمليات إعادة التمويل الرئيسية دورا هاما في إدارة معدل الفائدة وكذا تسيير السيولة البنكية. وتعد هذه العمليات جالبة للسيولة ذات تكرار وتاريخ استحقاق أسبوعي وفقا لبرنامج محددة مسبقا. وتعتبر القناة الأساسية لإعادة تمويل القطاع البنكي. تقام عن طريق الإعلانات بالمناقصة العادية وتكون موجهة إلى جميع البنوك التي تستجيب لمعايير القبول والتي حددتها المادة 2 من النظام رقم 09-02 وهي كالاتي:

- البنوك التي تخضع إلى تكوين احتياطات إجبارية؛
- البنوك التي لا يشوب حالتها المالية أي تحفظ من طرف اللجنة المصرفية؛
- البنوك التي ليست مقصاة من نظام التسوية الإجمالية الفورية للمبالغ الكبيرة و الدفع المستعجل "أرتس" أو من نظام تسليم السندات؛
- البنوك التي لا تكون تحت طائلة الإقصاء من اللجوء إلى عمليات السياسة النقدية.

ب - عمليات إعادة التمويل ذات الأجل الطويل:

تعد عمليات إعادة التمويل ذات أجل أطول، والتي تمتد إلى غاية اثني عشرة شهرا، عمليات جالبة للسيولة تجرى بانتظام. تهدف إلى إعطاء تكملة لإعادة التمويل. تقام عادة عن طريق الإعلانات عن المناقصة العادية ذات المعدل المتغير ولكن يمكنها أن تكون عن طريق المناقصات ذات المعدل الثابت. تتكرر شهريا حسب رزنامة محددة مسبقا. يمكن جميع البنوك التي تستجيب لمعايير القبول أن تشارك في هذه العمليات.

ج- عمليات الضبط الدقيق

تهدف عمليات التنازل المؤقت الخاصة بالضبط الدقيق إلى تسيير وضعية السيولة في السوق وكذا التحكم في معدلات الفائدة وذلك للتقليل من أثر التقلبات الفجائية. ويمكنها أن تكون عمليات المساهمة بالسيولة أو سحبها. يعتبر كل من تكرار وفترة النضج الخاصة بهذه العمليات غير موحد. تخصص المشاركة في عمليات الضبط الدقيق لعدد محدود من البنوك المختارة لهذا الغرض من طرف بنك الجزائر.

د- العمليات الهيكلية

تعتبر عمليات التنازل المؤقت الهيكلية بمثابة عمليات مساهمة بالسيولة ذات تكرار منتظم وغير منتظم وحيث تكون مدة التنازل غير موحدة. تتم عن طريق الإعلانات عن المناقصة العادية. يمكن لكل البنوك المؤهلة المشاركة فيها.

2-3-2 العمليات المسماة " النهائية " (شراء وبيع أوراق عمومية).

العمليات المسماة بـ " النهائية " هي العمليات التي يقوم من خلالها بنك الجزائر بشراء أو بيع "نهائي" في سوق السندات المقبولة. ولا تتم هذه العمليات إلا لأهداف هيكلية و/أو لغرض الضبط الدقيق. يمكن لهذه العمليات أن تأخذ شكل مساهمة بالسيولة (شراء "نهائي") أو سحب للسيولة (بيع "نهائي"). يعتبر تكرار هذه العمليات غير موحد. تقام هذه العمليات عن طريق الإعلانات عن المناقصة أو وفق إجراءات ثنائية. يمكن أن يقنن تاريخ استحقاق التنازل كما يمكن أن لا يقنن.

3-3-2 استرجاع السيولة على بياض:

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

في سياق النمو المتزايد لفائض السيولة استحدث بنك الجزائر أداة جديدة من أدوات السياسة النقدية غير المباشرة وهي استرجاع السيولة وذلك بموجب التعليمات 02-2002 المؤرخة في 11 أبريل 2002 والمتعلقة باسترجاع السيولة في السوق النقدية. رغم صدور النظام رقم 09-02 المؤرخ في 26 ماي 2009 المتعلق بعمليات السياسة النقدية وأدواتها وإجراءاتها والاستعمال بنك الجزائر الواسع لهذه الأداة إلا أن الإطار القانوني لها بقي ناقصا إلى غاية صدور التعليمات 01-2013 المؤرخة في 15 جانفي 2013 التي تحدد شروط تدخل بنك الجزائر في السوق النقدية عن طريق أداة استرجاع السيولة على بياض.

يمكن لبنك الجزائر في إطار الضبط الدقيق للسيولة المصرفية، أن يدعو المصارف، الأطراف المقابلة لعمليات السياسة النقدية، عن طريق اعلان مناقصة أو استثنائيا وفق إجراء ثنائي، لإيداع السيولة لديه في شكل ودائع مغللة للفائدة بمعدل ثابت أو متغير. في حالة، معدل الفائدة الثابت، يعلن بنك الجزائر عن هذا المعدل مسبقا. عمليات استرجاع السيولة غير موحدة، يمكن أن تجري في أي وقت، تتراوح استحقاقاتها من 24 ساعة إلى سنة. تكون هذه التوظيفات على بياض. ويتم تنظيم هذه الأداة كالاتي:¹

- يتمثل الإجراء في حالة استرجاع السيولة المجرأة عن طريق الإعلانات عن المناقصة الذي يجب اتباعه في هذا الشأن، في إعلانات عن طريق مناقصات سريعة والتي تنفذ في أجل لا يتعدى الساعتين (2). ينطلق هذا الأجل اعتبارا من الإعلان عن المناقصة إلى غاية التبليغ عن نتائج التوزيع؛
- في حالة العمليات الثنائية لاسترجاع السيولة المصرفية، يقوم بنك الجزائر بإجراء هذه العمليات مع مصرف واحد أو عدة مصارف دون اللجوء إلى الإعلان عن المناقصة. إن الأطراف المؤهلة يتم اختيارها ويتصل بها مباشرة من طرف بنك الجزائر. في هذه الحالة يمكن لبنك الجزائر تغيير شروط استرجاع السيولة أو تعليق العملية؛
- يتم حساب الفائدة الموزعة على أساس فائدة بسيط على أساس عدد الأيام الفعلية نسبة إلى 360 يوم تدفع الفائدة عند آجال استحقاق الوديعة؛
- يجب على المصارف، فور الإعلان عن نتائج المزاد عن طريق الإعلان عن المناقصة أو العملية المتفق عليها على المستوى الثنائي، التسجيل في الجانب الدائن لحساب التسويات المعني لبنك الجزائر بالمبلغ الممنوح أو المتفق عليه وذلك عن طريق قناة نظام ARTS؛

¹ التعليمات 01-2013 المؤرخة في 15 جانفي 2013.

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

- يقوم بنك الجزائر عند تاريخ استحقاق التوظيف، بالتسجيل في الجانب الدائن لحساب التسويات لكل مصرف معني، وذلك عند افتتاح يومية التبادلات، ببلغ الوديعة والفوائد ذات الصلة بها.
- يعرض عدم احترام الالتزامات المتخذة من قبل المصارف في اكار عمليات استرجاع السيولة إلى عقوبات.

2-4 التسهيلات الدائمة:

التسهيلات الدائمة مخصصة لتزويد البنوك بالسيولة أو سحبها منها. وهي عمليات تتم بمبادرة من البنوك في شكل¹ :

أ- تسهيلة القرض الهامشي ل 24 سا

تسهيلة القرض الهامشي هي عملية يمكن من خلالها لبنك ما أن يحصل على سيولة من بنك الجزائر لمدة 24 ساعة بمعدل محدد مسبقا مقابل تقديم أوراق مقبولة. تتم المساهمات بالسيولة في إطار تسهيلة القرض الهامشي بأخذ الأوراق العمومية المؤهلة والقابلة للتفاوض و/أو الأوراق الخاصة المؤهلة على سبيل الأمانة لمدة 24 ساعة.

يمكن لكل بنك يستجيب لمعايير القبول²، المشاركة في تسهيلة القرض الهامشي بناء على طلبه لدى بنك الجزائر في أي وقت خلال أيام العمل في أجل أقصاه ثلاثون (30) دقيقة قبل إغلاق نظام الدفع "RTGS" بشرط تقديم الأوراق الكافية المأخوذة على سبيل الضمان، لا يوجد أي حد للمبالغ التي يمكن الحصول عليها في إطار تسهيلة القرض الهامشي. يسدد القرض الممنوح في إطار هذه التسهيلة في يوم العمل الموالي بمجرد افتتاح نظام الدفع "RTGS" وكذا نظام تسليم السندات عند الاقتضاء. تحدد نسبة الفائدة على تسهيلة القرض الهامشي بتعليمية من بنك الجزائر، على أساس نسب العمليات الأساسية لإعادة التمويل مضافا إليها هامشا، والمعلن عنها مسبقا.

ب - تسهيلة الودائع المغلة لفائدة ل 24 سا

تسهيلة الودائع المغلة للفائدة هي عملية إيداع ل 24 ساعة لدى بنك الجزائر. يمكن البنوك المؤهلة طبقا للمادة 2 أعلاه، الدخول إلى تسهيلة الودائع المغلة للفائدة في كل يوم عمل بناء على طلبها لدى بنك

¹ المواد من 26 حتى 29 من النظام رقم 02-09.

² هذه المعايير مذكورة في المادة 2 من النظام رقم 02-09.

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

الجزائر. يحدد أقصى وقت يأخذه بنك الجزائر بعين الاعتبار لطلب تسهيلة الودائع المغلة للفائدة بثلاثين (30) دقيقة قبل إغلاق نظام "RTGS". يحدد أجل استحقاق هذه الودائع عند يوم العمل التالي، عند افتتاح نظام "RTGS". تكافؤ الودائع لـ 24 ساعة المقبولة من طرف بنك الجزائر بنسبة فائدة يحددها بتعليمية، على أساس معدل العمليات الأساسية لإعادة التمويل منقوصة بهامش، والتي يعلنها مسبقا. لا يوجد أي ضمان أي تكون على بياض. ابتداء من سنة 2016 أصبح معدل الفائدة المطبق على هذه الأداة 0 % وتوقفت البنوك التجارية عن استعمالها¹.

2-5- خصائص أدوات بنك الجزائر :

بعد دراستنا للمنظومة التشغيلية للسياسة النقدية في الجزائر، يمكننا استنتاج خصائص كل عملية من هذه العمليات. هذه الخصائص تم تلخيصها في الجدول الموالي :

¹ بناء على التعليمية رقم 09-16 المؤرخة في 26 أكتوبر 2016 المعدلة والمتممة للتعليمية رقم 02-2009 المؤرخة في 25 فيفري 2009 المتعلقة بمعدلات الفائدة المطبقة على تسهيلة الودائع المغلة للفائدة.

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

الجدول رقم (2-2) : خصائص أدوات بنك الجزائر المستعملة في السوق النقدية الجزائرية

الخصائص العملية	طبيعة العملية	المبادرة	المدة	الأداة المستعملة	الطريقة المستعملة	التكرار	سقف العملية
إعادة الخصم	ضخ السيولة في السوق النقدية	البنوك التجارية	/	التنازل النهائي	عمليات ثنائية	حسب حاجة البنوك	/
الإحتياطي الإجباري	إمتصاص السيولة من السوق النقدية	بنك الجزائر	الصيانة من 15 من الشهر إلى غاية 14 من الشهر الموالي	على بياض	حساب البنوك لدى بنك الجزائر عبر نظام RTGS	شهريا	بمعدل يحدده البنك المركزي
عمليات السوق المفتوحة	استرجاع السيولة	بنك الجزائر	7 أيام 91 يوم 182 يوم	على بياض	مناقصة عادية عمليات ثنائية	تواريخ استحقاق ثابتة لكنها بتكرار غير موحدة	تقبل العروض ذات معدل فائدة دنيا بشكل متوالي حتى استنفاد كلي للسيولة محل الاسترجاع
	عمليات إعادة التمويل الرئيسية	بنك الجزائر	7 أيام	التنازل المؤقت (ريبو)	المناقصة العادية	تتكرر أسبوعيا برزنامة مسبقة	تلى العروض ذات أعلى معدل فائدة بشكل متوالي حتى استنفاد المبلغ الكلي لسيولة محل المزايدة
	عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل	بنك الجزائر	تمتد حتى السنة	التنازل المؤقت	المناقصة العادية	تتكرر شهريا برزنامة مسبقة	لسيولة محل المزايدة
التسهيلات الدائمة	عمليات الضبط الدقيق	بنك الجزائر	فترة النضج غير موحدة	عمليات نهائية التنازل المؤقت	عمليات ثنائية مناقصة السريعة ¹	فجائية وتكرار غير موحد	يحدد بنك الجزائر
	العمليات الهيكلية	بنك الجزائر	غير موحدة	عمليات نهائية التنازل المؤقت	عمليات ثنائية المناقصة العادية	منتظمة وغير منتظمة	يحدد بنك الجزائر
	- تسهيلة الإقراض - تسهيلة الإيداع	بنوك تجارية	24 سا	- على سبيل الأمانة ل 24 سا - على بياض	عمليات ثنائية	في أي وقت خلال أيام العمل 30 د قبل إغلاق RTGS	غير محدود غير محدود

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على النظام رقم 09-02 وبناء على المعلومات الواردة في الفصل الثاني لهذه الأطروحة.

يُوضّح الجدول (2-2) أدوات السياسة النقدية الرئيسية التي يستخدمها بنك الجزائر للتحكم في السيولة قصيرة الأجل. لكل أداة آلية تنفيذ محددة، تأثير مباشر أو غير مباشر على السيولة، وأساس تشريعي منظم

¹ تخص فقط عمليات الضبط الدقيق التي لم يجر الإعلان عن المناقصة الخاصة بها بناء على رزنامة محددة مسبقا. تخص هذه الإعلانات عن المناقصة البنوك المختارة من طرف بنك الجزائر للمشاركة في هذه العمليات. تُبلّغ المقابلات المختارة مباشرة من طرف بنك الجزائر وتكون مواضيع الإبلاغ ذات محتوى موحدة .

بموجب نظام 09-02 وتعليمات بنك الجزائر، ما يعكس التكامل بين الإطار القانوني والإطار التشغيلي للسياسة النقدية. وفي المبحث الموالي من هذه الدراسة سيتم تحليل تطور كل أداة من هذه الأدوات.

3- سوق السندات القابلة للتفاوض:

أهم ما تم استنتاجه من الفصل الأول من هذه الدراسة هو أن السوق النقدية تعتبر مصدرا مهما لتوفير السيولة عن طريق التمويل المباشر¹ لمختلف الأعوان الاقتصاديين ومصدرا مهما للتمويل في الأجل القصير، وذلك من خلال مجموعة من الأدوات، ومن أجل مساعي التمويل والتزود بالسيولة تقوم البنوك بإصدار شهادات الإيداع القابلة للتفاوض، في حين أن المؤسسات الاقتصادية يمكنها إصدار سندات الخزينة القابلة للتفاوض، أما المؤسسات المالية والمتخصصة فتقوم بإصدار سندات متوسطة الأجل قابلة للتفاوض، وبهذا تكون هذه السوق مصدر مهم للغاية لتمويل النشاط الاقتصادي.

في الجزائر يحتل سوق السندات القابلة للتفاوض في سوق سندات الخزينة العمومية القابلة للتفاوض، وهذا أمام عزوف مختلف الأعوان الاقتصاديين الآخرين عن اللجوء إلى هذه السوق من أجل التمويل، وبهذا تفقد هذه السوق وظيفتها الأساسية التي وجدت من أجلها، وهذا يعتبر عقبة أساسية تحول من تطور هذه السوق، وكذا الأسواق الأخرى.

وتبقى الخزينة العمومية هي محرك سوق السندات القابلة للتفاوض في الجزائر من خلال إصدار سوق السندات العمومية القابلة للتفاوض، تتدخل الخزينة العمومية في هذه السوق عن طريق إصدار سندات الخزينة، والتي تم تحديد أنواعها المختلفة بموجب الأمر رقم 08 المؤرخ 21 جانفي 1998 الصادر عن وزارة المالية بشأن إطار عمل الحساب الجاري لسوق سندات الخزينة وتشغيله، المعدل والمكمل. يمكن لجميع المشاركين في السوق - بعد الحصول على موافقة المديرية العامة للخزينة - الاشتراك في مناقصات سندات الخزينة. يمكن لمقدمي العروض (SVT) الاشتراك نيابة عنهم أو نيابة عن عملائهم. يجوز للخزينة العمومية، من أجل ضمان التشغيل المستقر لسوق أذون الخزينة، أن تحدد تواتر جلسات المناقصة حسب نوع السند وتواريخ التسوية ذات الصلة. شكلت التعليمات رقم 01-2015 المؤرخة في 16 جويلية 2015 المعدلة والمكملة للتعليمات رقم 28-95 المؤرخة في 22 أفريل 1995 بشأن تنظيم سوق المال نقطة تحول

¹ أنظر الشكل رقم (1-1).

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

رئيسية لتحديث مناقصة أذون الخزانة عبر نموذج SmartTrésor-X. يتم إجراء مناقصات أذونات الخزانة من خلال استخدام ما يسمى تطبيق تكنولوجيا المعلومات المكون من وحدتين، وحدة نموذجية للسوق الأولية ووحدة نموذجية للسوق الثانوية¹.

لا يُسمح بالدخول إلى منصة Smart Trésor-X إلا لأصحاب المصلحة في سوق سندات الخزانة، وهم:²

- المديرية العامة للخزانة، (ممثلة بمديرية المديونية العامة) وبنك الجزائر (تمثله مديرية الأسواق النقدية والمالية) بصفتهم مديرين ومسيرين للمنصة.
- متخصصو سندات الخزانة بصفتهم مشاركين ومستخدمين للمنصة.
- أصحاب المصلحة بعد المناقصة: مديرية المحاسبة والميزانية والمراقبة لبنك الجزائر ومقاصة الجزائر وبورصة الجزائر.

أ - السوق الأولية :

لقد تم إنشاء السوق النقدية سنة 1989 كما رأيناه سابقا؛ لكن تأخر إنشاء سوق قيم الخزانة إلى غاية أكتوبر 1995 أين ظهرت السوق الأولية لقيم الخزانة بإصدار الخزانة العمومية لسندات قصيرة الأجل للاكتتاب عن طريق المزايدة ابتداء من أكتوبر 1995، وتدعمت لاحقا بسوق ثانوية لهذه القيم في مارس 1998، وحاليا تنظم التعليمات رقم 01-15 السوق الأولية كما يلي³:

- ✓ يتم البيع بالمزاد لسندات الخزانة العمومية في الحساب الجاري المحددة أصنافها وفق القرار المؤرخ في 02 نوفمبر 2011 باستعمال التطبيق الآلي المسمى بأرضية X-Trésor Smart، المكون من وحدتي بيانات وحدة للسوق الأولية وأخرى للسوق الثانوية، تسمح هذه الأرضية المؤمن دخولها بآليات تعريف وتوثيق بتنظيم وتسيير عن بعد لجلسات المزاد؛
- ✓ تقوم الخزانة العمومية في بداية كل سنة مالية بإعداد برنامج سنوي لإصدار فئات سندات الخزانة والإعلان عنه مع تبليغه لمصالح بنك الجزائر وإلى وسطاء السوق الأولية؛

¹ <https://www.bank-of-algeria.dz/ar> الاطلاع يوم 2023/05/17 على الساعة : 16:12.

² نفس المرجع السابق.

³ المادة 02 من التعليمات رقم 01-15 المؤرخة في 16 جويلية 2015 المعدلة والمتممة للتعليمات رقم 95-28 المؤرخة في 22 أبريل 1995 المتضمنة تنظيم السوق النقدية

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

- ✓ بالنسبة لكل عملية بيع بالمزاد؛ تستطيع الخزينة العمومية قبل خمسة أيام من افتتاح جلسة البيع بإدراج (عن طريق الأرضية) ميزات سندات الخزينة محل الإصدار المتمثلة في الرمز ISIN للأوراق المالية محل الإصدار، فئة الأوراق المالية محل الإصدار، تاريخ الاستحقاق، قسيمة الأوراق المالية لمدة سنة أو أكثر والمبلغ الاستدلالي للإصدار لكل ورقة مالية؛
- ✓ يومين قبل افتتاح جلسة البيع بالمزاد، تولد الأرضية رسالة تأكيد لعملية البيع بالمزاد برسالة في الأرضية ، تظهر في الموقع الإلكتروني المخصص لعملية البيع في جزئه الخاص بالقائمين على إدارة وتسيير الأرضية (بنك الجزائر والمديرية العامة للخزينة العمومية)، وتنشر رسالة التأكيد المصادق عليها والمختومة من طرف بنك الجزائر إلكترونيا إلى وسطاء السوق الأولية؛
- ✓ يتم في يوم البيع بالمزاد، إدراج تقدم العروض في الأرضية من قبل الوسطاء في أوقات محددة بتعليمات من المدير العام للخزينة العمومية، وترفض الأرضية كل عرض مقدم بعد هذه الآجال؛
- ✓ تسجل عروض الشراء عند وقت إدراجها ويمكن تعديلها أو سحبها قبل وقت افتتاح جلسة المزاد. في حالة تعديل يسجل العرض عند وقت تعديله؛
- ✓ في حالة عدم التمكن من القيام بالبيع بالمزاد بواسطة الأرضية لأسباب تقنية تستطيع المديرية العامة للخزينة العمومية أن تقرر بعد موافقة بنك الجزائر اللجوء إلى استعمال الإجراء القديم؛
- ✓ ينبغي أن تشير عروض الاكتتاب التنافسية على سندات الخزينة قصيرة الأجل BTC المدرجة في الأرضية إلى المبلغ ومعدل الفائدة المقترح معبرا عنه بنسبة مئوية تتضمن ثلاث مراتب عشرية بعد الفاصلة، أما السندات متوسطة وطويلة الأجل BTA و OAT فيتعين أن تشير إلى المبلغ وكذا سعر القسيمة معبرا عنه بنسبة مئوية تتضمن ثلاث مراتب عشرية بعد الفاصلة، ويمكن للوسطاء إدراج عدة عروض بمبالغ ومعدلات أو أسعار مختلفة، ولا يمكن لمقدمي عروض الشراء بالمزاد تقديم أكثر من ثلاثة عروض أثناء نفس الجلسة ولنفس الفئة من الأوراق المالية؛
- ✓ تعالج العروض المقدمة بطريقة آلية من طرف الأرضية Smart Trésor-X التي تقوم بتصنيف معدلات الفائدة أو الأسعار لكل من الأوراق المالية محل البيع بالمزاد، بترتيب تصاعدي بالنسبة للمعدلات الخاصة بسندات الخزينة قصيرة الأجل BTC وتنازليا فيما يخص السندات متوسطة وطويلة الأجل BTA و OAT، وتقبل الخزينة العمومية كل الاكتتابات المدخلة على أساس معدل الفائدة الأدنى أو الأسعار الدنيا المحددة؛

- ✓ يصادق على البيع من طرف المديرية العامة للخزينة العمومية وبنك الجزائر، ويبلغ إلى المتدخلين عبر البرقية الكتابية (Téléscripteur) للقائم بإدارة الأرضية، ثم يقومان بإمضاء محضر البيع بالمزاد المولد إلكترونيا من طرف الأرضية الظاهر في الجزء الخاص من الموقع الإلكتروني المخصص له؛
- ✓ تستطيع الخزينة العمومية عقب الجلسة التنافسية إقرار جلسة غير تنافسية عبر الأرضية لقبول عروض على أساس معدل الفائدة أو الأسعار المتوسطة المرجحة المدخلة في الجلسة التنافسية، ولا تدرج العروض إلا للوسطاء الذين أحرزوا إجمالي نسبته 30 % من الأحجام محل المزاد خلال جلسات البيع بالمزاد الثلاثة الأخيرة بما في ذلك الجلسة الجارية، وتحدد الأرضية المبلغ الأقصى للعرض غير التنافسي؛
- ✓ يلتزم مقدمو عروض الشراء بتسوية المبالغ محل المزاد في الآجال المحددة من طرف الخزينة العمومية خلال الفترة ما بين إقفال عملية البيع بالمزاد وتسوية العملية، ولا يمكن للمشاركين التنازل عن السندات المكتتبة، و تجرى عملية التسوية حصريا بالدينار الجزائري بواسطة حسابات التسوية المفتوحة في نظام الدفع الإجمالي الفوري للمبالغ الكبيرة والمدفوعات المستعجلة (ARTS) وتدون في دفاتر بنك الجزائر.

ب- السوق الثانوية :

إذن يتم إصدار سندات الخزينة وبيعها باللجوء للمزايدة من خلال الحساب الجاري في السوق الأولية كما ذكرنا، أما السوق الثانوية فيتم فيها التفاوض على السندات المصدرة في السوق الأولية وتداولها¹. هذا التفاوض يكون على الشكل الآتي²:

- **السوق الثانوية التابعة للسوق النقدية:** بالنسبة لقيم الخزينة قصيرة الأجل 13 أسبوع و 26 أسبوع وسندات الخزينة المتوسطة الأجل من سنة إلى خمس سنوات فتداول في السوق الثانوية عن طريق تسجيل السندات وحركة النقود في الحسابات المفتوحة في سجلات بنك الجزائر في إطار النصوص والإجراءات التي تحكم هذه الأنشطة.

¹ نص المادة 02 من القرار المؤرخ في 02 نوفمبر 2011 المعدل والمتمم للقرار المؤرخ في 21 جانفي 1998 المتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري.

² بالاعتماد على نص المادة 03 من القرار المؤرخ في 02 نوفمبر 2011.

- السوق الثانوية التابعة للبورصة الجزائرية: تجري عملية تسوية وتسليم قيم الخزينة طويلة الأجل أكثر من خمس (5) سنوات المتمثلة في سندات الخزينة المطابقة المتداولة في بورصة الجزائر عن طريق تسجيل هذه السندات ولدى المؤمن المركزي على السندات المصدرة. تنشأ لدى المديرية العامة للخزينة قاعة خاصة لسوق قيم الخزينة وتكون مكانا للمختصين (SVT) للقيام بما يلي:

- نشر الأسعار
 - تبادل المعلومات عن السوق وعن الظروف.
 - التمهيد للتداول عند الاقتضاء.
- يتولى المتخصصون في قيم الخزينة (SVT) وظيفة مسير سوق قيم الخزينة كطرف مقابل، ويكون هؤلاء مسؤولين عن صحة العمليات التي يقومون بها، كما يجب عليهم ضمان سرية هوية زبائنهم، مع ضرورة التأكد قبل كل معاملة شراء و/أو بيع من توفر السندات والأموال الموافقة للمعاملة. ولا يمكنهم اقتراض أموال أو سندات فيما بينهم أو لحساب زبائنهم، كما أنهم ملزمون بالتنفيذ السليم للأوامر وتبليغ زبائنهم بتنفيذ العمليات، ويتعين عليهم احترام حد أقصى وكمية دنيا تتحدد قيمتها في دفتر الشروط. ويجب أن يتوفر لديهم بصفة دائمة مال متداول نقدا و/أو بالسندات بقيمة 100 مليون دينار جزائري على الأقل.¹
- من خلال دراسة سوق سندات الحقوق القابلة للتفاوض في الجزائر نلاحظ أنه يختزل في سوق سندات الخزينة العمومية القابلة للتفاوض. إذ يقتصر الإصدار على الخزينة العمومية وعزوف كل من المصارف والمؤسسات على إصدار شهادات الإيداع القابلة للتفاوض والسندات الخاصة القابلة للتفاوض.

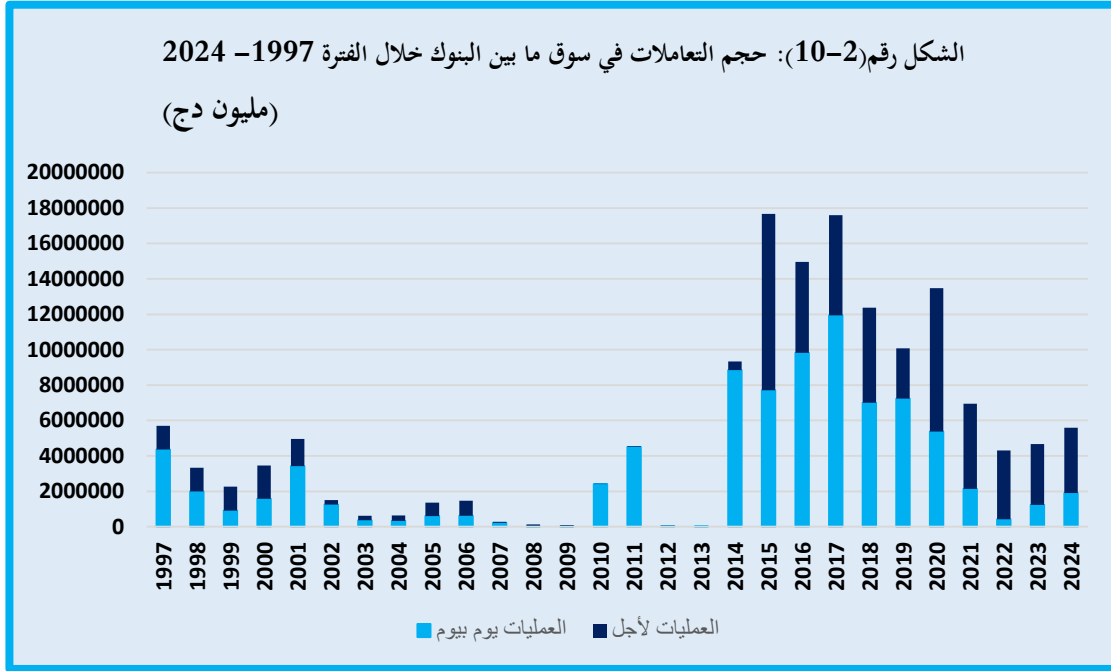
المبحث الثالث: تحليل تطور أداء السوق النقدية الجزائرية

بعد تعرفنا عن كثر على السوق النقدية الجزائرية وبنيتها التحتية ومختلف مكوناتها، وجب علينا تحليل تطورات مختلف عمليات وأدوات هذه السوق خلال الفترة الممتدة من سنة 1994 إلى غاية 2024، من أجل استقصاء نقاط القوة والضعف.

¹ القرار المؤرخ في 21 جانفي 1998.

المطلب الأول : تحليل تطور سوق ما بين البنوك في الجزائر

من خلال المبحث السابق؛ استنتجنا أن المتدخلين في سوق ما بين البنوك يتبادلون السيولة فيما بينهم من خلال تقنيات وآجال مختلفة إذ تكون العمليات فيها يومية أو لأجل. وتطورت هذه العمليات في السوق الجزائرية خلال الفترة 1996-2024 كما يلي :



المصدر: من إعداد الطالبة بتجميع إحصائيات بنك الجزائر

سجلت السوق النقدية البنينة للبنوك الجزائرية خلال الفترة الممتدة من سنة 1997 إلى 2000 تزايد مستمر في حجم المعاملات والتي بلغت ذروتها سنة 2000 بقائم قدره 97.8 مليار دينار، لكن ما طبع على هذه التعاملات هو أن السوق لأجل سجل أكثر من 90 % من المعاملات التي تخص السوق النقدية في حين كانت التعاملات اليومية محدودة جدا ومعدومة تماما خلال السنوات 1997، 1999، 2000، وهذا إن دل إنما يدل على أن هذه السوق لم تكتسب وظيفتها الأساسية والمتمثلة في تغذية النظام المصرفي بالسيولة اللازمة واحتُزل نشاطها في توظيف فائض السيولة المصرفية.

مقابل التكوين المتعاظم للسيولة المصرفية بداية من الألفية الثالثة فقد بنك الجزائر وظيفته كمقرض أخير للسيولة إذ عَزَقَت البنوك التجارية عن اللجوء له بغرض إعادة التمويل وذلك بداية من سنة 2001، ومنذ سنة 2002، نلاحظ إنخفاض المبالغ المتفاوض عنها في هذه السوق لذات السبب، كما أن سوق ما بين

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

البنوك أصبحت هي القناة الوحيدة لإعادة تمويل البنوك الجزائرية. ومن هنا كانت بداية المشكلة الهيكلية لفائض السيولة المصرفية. والمتغيرة الرئيسية المفسرة لهذه الظاهرة هي ارتفاع حجم صافي الموجودات الخارجية كتبعات لارتفاع أسعار المحروقات، هذا بالإضافة إلى متغيرة أخرى ساهمت في هذا الفائض والمتمثلة في تسديدات الخزينة العمومية اتجاه البنوك التجارية العمومية المتعلقة بإعادة شراء الديون في إطار عمليات التطهير المصرفي¹ التي عرفت الجزائر خلال الفترة 1991 إلى 2007؛ وذلك قصد تخفيف الأثر على خزينة المصارف وتعزيز تنافسيتها خصوصاً مع دخول المصارف الخاصة والأجنبية الساحة المصرفية الجزائرية كما ذكرنا سابقاً. وصل مبلغ التطهير الإجمالي 1240.6 مليار دينار، حيث 281.2 مليار دينار منها قدمت كتسيقات للمصارف على الديون المعاد شراؤها في حين الباقي كان بإصدار سندات.

لتحفيز التطوير المنظم لسوق ما بين البنوك، قام بنك الجزائر خلال عام 2002 بإجراءات لتحسين شفافية وكفاءة الأداء (آلية التفاوض) لهذا الجزء من سوق رؤوس الأموال يتعلق هذا، على وجه الخصوص، بالإجراءات التالية :²

- تحسين توصيل المعلومات، على أساس يومي، بشأن المعاملات المنجزة (الحجم، آجال الاستحقاق والمعدلات)، من خلال إنشاء نظام جديد لعرض المعلومات في الوقت الحقيقي باستخدام شبكة شاشة رويترز؛

- تطوير وتحديث البنية التحتية (شبكة ونظام كمبيوتر)، بما يتماشى مع مشروع نظام الدفع للمبالغ الكبيرة المعروف بنظام التسوية الإجمالية في الوقت الحقيقي (RTGS)؛

- تطوير الاستشارات والمهنية لأمناء الخزينة في البنوك والمؤسسات المالية، للسماح بتنمية أسرع لسوق ما بين البنوك. في هذا السياق، شجع بنك الجزائر جميع أصحاب المصلحة في السوق على إنشاء جمعية مهنية لأمناء الخزينة والتي من شأنها أن تسمح بوضع مدونة سلوك جيدة، وفقاً للأخلاقيات في هذا الشأن، وفقاً للمعايير الدولية المعمول بها.

فيما يتعلق بأقسام سوق ما بين البنوك بعد سنة 2000 وحسب الشكل (2-11) عرفت العمليات بين المصارف ليوم بيوم تراجع ملحوظ إذ تميز هذا القسم من السوق بانعدام كلي للنشاط خلال الفترة

¹ لمزيد من الإطلاع على الأرقام المتعلقة بالتطهير المصرفي في الجزائر يمكن مراجعة التقرير السنوي لبنك الجزائر لسنة 2008.

² Rapport annuel de la Banque d'Algérie 2002

الممتدة من إلى 2013 باستثناء سنة 2010، وذلك بعد انخفاض السيولة المصرفية خلال سنة 2009 كتداعيات لأزمة 2008 محدثة قطيعة مع الاتجاه التصاعدي الذي سجل منذ سنة 1999، هذا ما جعل البنوك تتفاوض في هذا الجزء من السوق النقدية، في حين يظهر تفاوض بشكل محدود في القسم الآجل للسوق. ومع تعافي الاقتصاد من تداعيات الأزمة العالمية والعودة مجددا إلى المنحى التصاعدي للسيولة اختفت كليا التعاملات في سوق ما بين البنوك الآجلة منها واليومية خلال سنتي 2012 و2013.

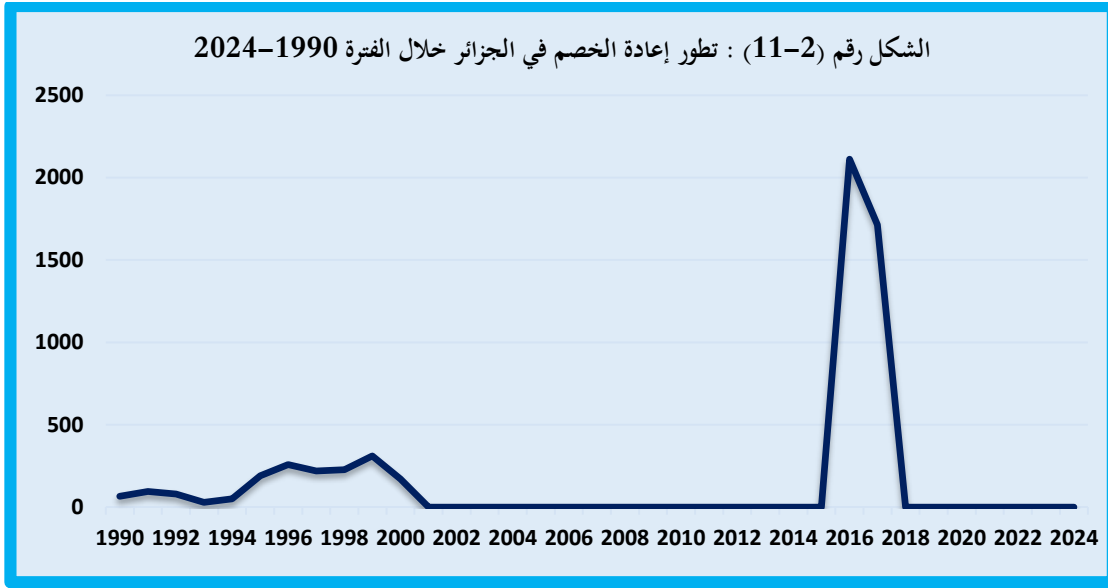
مع بداية سنة 2014؛ نلاحظ انتعاش الطلب على الأموال القابلة للإقراض، إذ بلغت المبالغ المتداولة في هذه السوق 96.5 مليار دينار خلال ذات السنة، 46 ٪ منها تخص العمليات يوم بيوم وهذا بفعل الاتجاه التنافسي لفائض السيولة المصرفية إثر الصدمة الخارجية الحادة وتهاوي أسعار النفط في الأسواق العالمية. ومع استمرار هذه الأوضاع وارتفاع عجوزات ميزان المدفوعات وتراجع سعر الصرف أقفلت سوق ما بين البنوك لسنة 2015 بقائم 150.6 مليار دينار، ومع استمرار شح السيولة المصرفية تم استئناف عمليات إعادة التمويل من طرف بنك الجزائر ابتداء من مارس 2017 مارس ليصبح البنك المركزي الجزائري داخل السوق ويمارس وظيفته كمقرض أخير أول مرة منذ سنة 2001، مع وضع قيد التنفيذ للتمويل غير التقليدي منذ نوفمبر 2017 ، بعد سنة 2018 نلاحظ تذبذب حجم التعامل بين سنة وأخرى وبين التعاملات اليومية والتعاملات لأجل والسوق وبقيت نشطة إلى غاية 2024.

المطلب الثاني: تحليل تطور المنظومة التشغيلية للسياسة النقدية

يتدخل بنك الجزائر في السوق النقدية من خلال العديد من الأدوات؛ والتي تعرفنا على مجملها في المبحث السابق. هذه الأدوات التي تمهكت وتجددت شيئا فشيئا عبر الزمن حسب ما فرضه المناخ والأوضاع الاقتصادية السائدة. هذا وكان قانون النقد والقرض نقطة تحول لها؛ إذ سمح بإصلاح أدوات السياسة النقدية التي أرسى دعائم تطبيقها منذ عام 1994 وهي السنة التي اعتبرها صندوق النقد الدولي البداية الفعلية لمرحلة الانتقال وتبني أدوات السياسة النقدية غير المباشرة في الجزائر. وبعدما تعرفنا على هذه الأدوات والتي لخصنا خصائصها في الجدول رقم (2-2) سنقوم من خلال هذا المطلب بتحليل تطورها على النحو التالي :

1- تحليل تطور أداة إعادة الخصم:

تعتبر قناة إعادة الخصم من القنوات الرئيسية التي اعتمدها بنك الجزائر بعد استقلاله مباشرة للتأثير على سيولة البنوك التجارية. قبل سنة 2000، كانت أداة إعادة الخصم أداة محورية لتوجيه السياسة النقدية كمحصلة لضعف السوق النقدية الجزائرية، عرف قائم هذه الأداة تذبذبا ملحوظا خلال ذات الفترة إذ كان هذا القائم منخفضا نسبيا خلال الفترة 1990-2000، الشكل الموالي يبين تطور قائم إعادة الخصم في الجزائر خلال الفترة 1990-2024:



المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على إحصائيات بنك الجزائر. (أنظر الملحق رقم 02)

نلمس من خلال الشكل (2-11) ارتفاعا ملحوظا في قائم إعادة الخصم بداية من سنة 1995 وهو ما تزامن مع بداية تبني الجزائر لبرنامج التسهيل الموسع 1998/1995 الذي تم من خلاله اعتماد هيكلية المعدلات الموجهة وخاصة معدل إعادة الخصم.¹ مسجلين أعلى قائم منه سنة 1999 قدره 310.8 مليار دينار، وهذا يعكس النقص المسجل في السيولة لدى البنوك الجزائرية التي لجأت لإعادة التمويل من بنك الجزائر.

كانت سنة 2002 بداية القطيعة مع أداة إعادة الخصم والتي دامت إلى غاية سنة 2015، ويعود السبب في ذلك إلى كون بنك الجزائر كان خارج السوق وفقد وظيفته كمقرض أخير بسبب الفوائض الهيكلية من السيولة التي حازتها البنوك الجزائرية خلال هذه الفترة.

¹ عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص ص 296 - 297

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

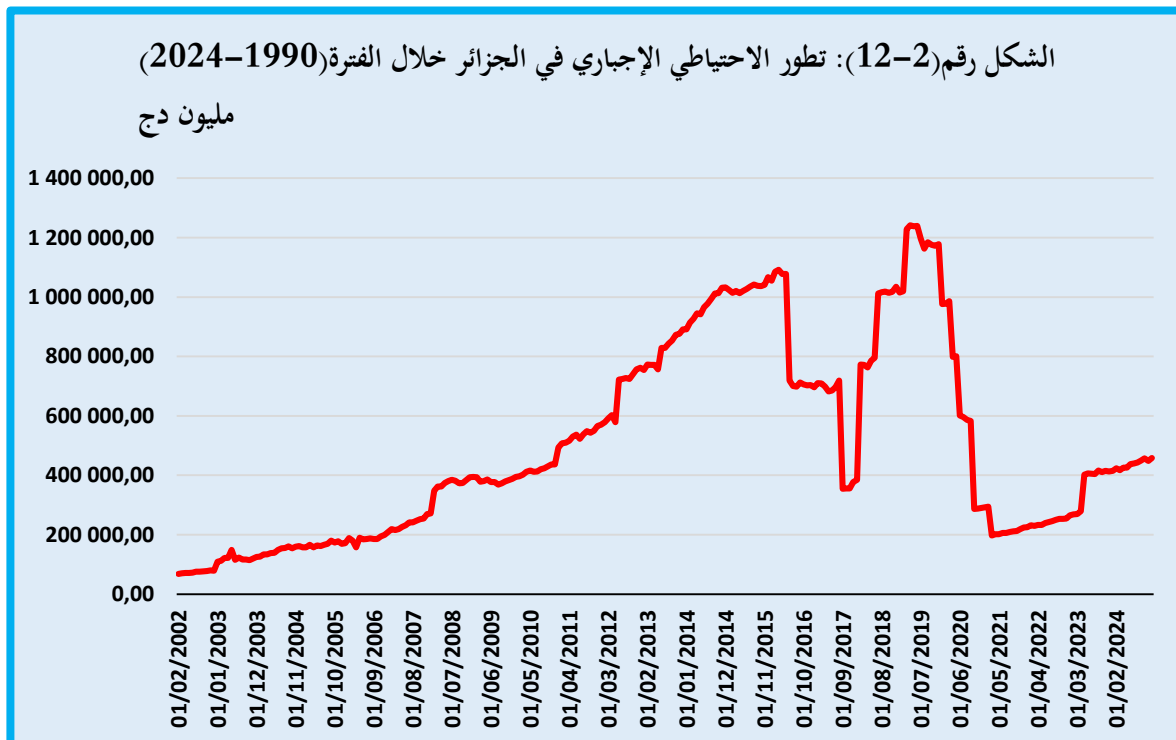
أمام الاتجاه التنافسي والمستمر للسيولة المصرفية بداية من سنة 2014، فعّل بنك الجزائر قناة إعادة الخصم في سنتي 2016 و 2017 بعد قطيعة دامت 14 سنة كاملة، بهدف ضمان إعادة تمويل المصارف حيث فاق قائم هذه الأداة خلال ذات السنة 2112 مليار دينار، ليتم التوقف عن استعمالها مجدد من 2018 إلى غاية نهاية 2024.

2- تحليل تطور الاحتياطي الإجباري

تعتبر هذه الأداة أداة مهمة من أدوات السياسة النقدية التي يعتمد عليها بنك الجزائر لأنها غير متوقفة على تطور السوق النقدية والسوق المالية كباقي الأدوات الأخرى.

2-1 تطور قائم الاحتياطي الإجباري

من خلال الاحتياطي الإجباري يمكن للبنك المركزي التأثير المباشر في عملية خلق النقود في السوق من خلال التحكم في حجم الائتمان الممنوح من طرف البنوك التجارية إما بتحرير السيولة أو تعقيمها. والشكل رقم (2-12) يبين حجم السيولة الممتصة من خلال هذه الأداة:



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر¹

¹ تم رسم المنحنى بناء على المبالغ الشهرية المنشورة على موقع بنك الجزائر من جانفي 2002 إلى ديسمبر 2024

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن المبالغ الممتصة قبل سنة 2000 كانت مبالغ صغيرة غير معتبرة مقارنة بالمبالغ الممتصة بعد هذه السنة، وهذا على أعقاب التنامي المستمر للسيولة المصرفية ذات الطابع الهيكلي، وهذا ما يفسر المنحى التصاعدي للاحتياطيات إذ عملت السلطة النقدية على رفع معدل الاحتياطي الاجباري من 4.25% سنة 2002 إلى 12% في سنة 2014 و 2015، وبهذا ساهمت هذه الأداة في امتصاص جزء معتبر من فائض السيولة المصرفية، لكن هذا الأخير استمر في الارتفاع خلال ذات الفترة ما دفع بنك الجزائر إلى استعمال أدوات أخرى سندرسها من خلال هذا المبحث. في سنة 2017 خفض البنك المركزي معدل الاحتياطي الإجباري بعد لجوء الحكومة الجزائرية إلى التمويل غير التقليدي ونتيجة لمبالغ الممتصة التي تم ضخها في الاقتصاد. ليعاود الارتفاع من جديد مع بداية 2018 كتعبير على ارتفاع عن حجم السيولة المصرفية وتجاوز الأزمة، بداية من ديسمبر 2019 بدأ قائم الاحتياطي الإجباري في الانخفاض من 12% كردة فعل على جائحة كورونا وانخفاض السيولة المصرفية ليصل إلى 2% في فيفري 2021، ليعرف القائم منحى تصاعدي من جديد إلى غاية نهاية مجال الدراسة .

2-2 معدلات الفائدة على الاحتياطي الإجباري:

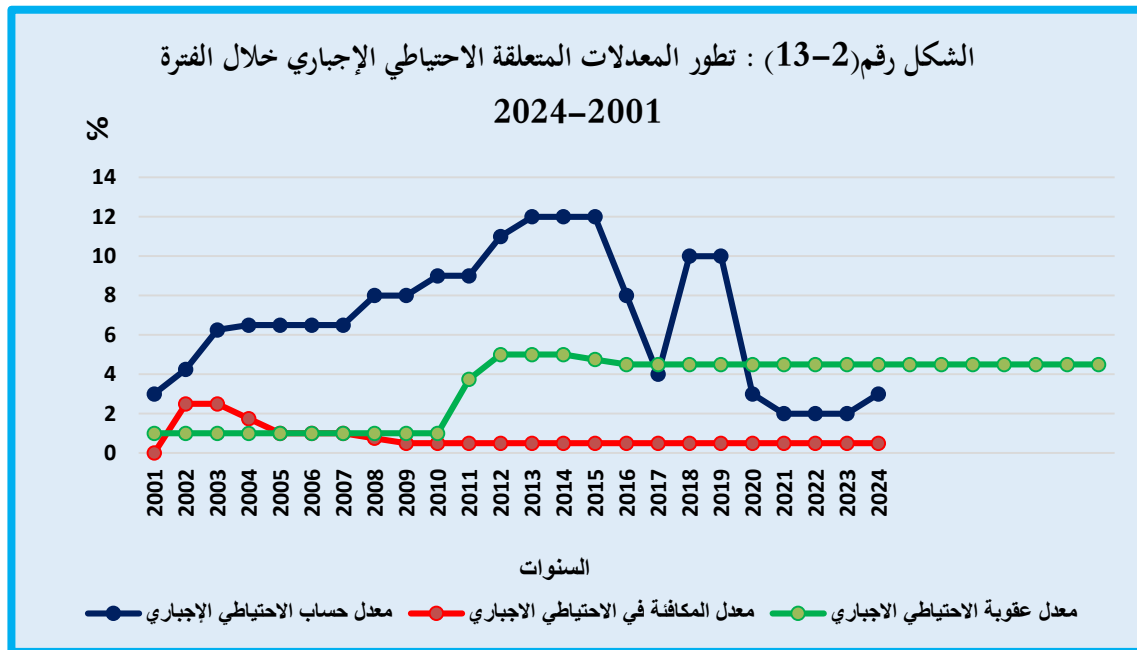
يتصل بالاحتياطي الإجباري ثلاثة معدلات أساسية على النحو الموالي:

أ- معدل الاحتياطي الإجباري: يقوم بنك الجزائر بتعديل هذا المعدل حسب أوضاع السيولة السائدة؛ ففي حالة رغبة بنك الجزائر القيام بالتعقيم النقدي يرفع هذا المعدل، ويخفّضه في حالة رغبته في التوسع النقدي. والشكل رقم (2-13) يوضح تطور معدل حساب الاحتياطي الاجباري الذي أخذ منحى تصاعدي من 3% سنة 2001 وصولاً إلى 12% سنة 2013، ويعود سبب ذلك لرغبة البنك المركزي تعقيم السوق من السيولة الفائضة التي عرفت خلال هذه الفترة، ليستقر عند هذا المعدل إلى غاية سنة 2015. إثر تآكل السيولة المصرفية على أعقاب الصدمة النفطية خفّض بنك الجزائر هذا المعدل إلى 8% سنة 2016 ثم إلى 4% سنة 2017 وهي السنة الموافقة للإصدار النقدي الذي تبناه بنك الجزائر لتمويل الحكومة لمدة خمس سنوات، هذا ما دفع بنك الجزائر لرفع معدل الاحتياطي إلى 10% سنة 2018 للحد من التوسع النقدي للبنوك التجارية خوفاً من ارتفاع معدل التضخم. ليستقر عند هذا المستوى سنة 2019، وهي السنة التي عرف فيها الاقتصاد أزمة حادة بسبب جائحة الكوفيد 19 لهذا خفض بنك الجزائر معدل الاحتياطي إلى 3% سنة 2020 بهدف تحرير هوامش سيولة إضافية للبنوك

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

لمساعدتها على تجاوز الأزمة. وخفض هذا المعدل مجددا خلال سنتي 2021 و 2022 إلى 2% لتحرير هوامش سيولة إضافية لتعزيز القدرات التمويلية للبنوك وفقا للسياسة الوطنية لإنعاش وتنويع النشاط الاقتصادي التي اتبعتها الحكومة، ليرتفع بعدها إلى 3% بداية من أبريل 2023 ويستقر عند هذه القيمة إلى غاية نهاية مجال الدراسة .

ب- معدل المكافأة على الاحتياطي الاجباري: يمكن لبنك الجزائر أن يمنح فوائد على موجودات الاحتياطي الإلزامي لصالح البنوك التجارية، على أن لا تتجاوز نسبة الفائدة النسبة المتوسطة لعمليات إعادة تمويل بنك الجزائر، كما يمكن أن تساوي هذه النسبة 0.1%¹ ويسمى هذا المعدل بمعدل المكافأة على الاحتياطي الاجباري والشكل رقم (2-13) يظهر تطورات هذا المعدل، إذ نلاحظ استقراره خلال الفترة الممتدة 2009 إلى 2024 عند مستوى 0.5% وذلك بموجب التعليم 03-2009 المتعلقة بنظام الاحتياطي الاجباري بعدما كان 0.75% سنة 2008.



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على بيانات البنك المركزي (أنظر الملحق رقم 02)

ج- معدل عقوبة الاحتياطي الإجباري: في حالة عدم استيفاء البنوك التجارية شروط الاحتياطي الاجباري كليا أو جزئيا تُفرض على هذه الأخيرة فائدة تدفعها لصالح البنك المركزي كعقوبة، تفوق هذه الفائدة فوائد الاحتياطي بنسبة تتراوح بين نقطتين (2) وخمس (5) نقاط²، يتم حساب هذه العقوبة على

¹ المادة 09 من النظام 02-04 المؤرخ في 4 مارس 2004

² المادة 11 من لنظام 02-04 المؤرخ في 4 مارس 2004

المبالغ غير المشككة من الاحتياطي وبفائدة بسيطة لهذا على البنوك أن تستوفي شروط الاحتياطي بشكل يومي¹. ومن خلال الشكل رقم (2-13) نلاحظ استقرار هذا المعدل عند 4.5% خلال الفترة 2009-2024 بعدما كان 5% خلال سنة 2008.

3- تحليل تطور عمليات السوق المفتوحة:

حسب المادة 13 من النظام رقم 02-09 المؤرخ في 26 ماي 2009 المتعلق بعمليات السياسة النقدية وأدواتها وإجراءاتها فإن عمليات السوق المفتوحة تجري في السوق النقدية بمبادرة من بنك الجزائر الذي يعود إليه قرار اختيار معدل ثابت أو متغير الذي يتعين تطبيقه على هذه العمليات. يمكن لعمليات السوق المفتوحة أن تكون ذات فترات نضج من سبعة أيام وهي عمليات أسبوعية عادية إلى اثني عشر (12) شهرا وهي عمليات ذات فترات نضج أطول.

حسب المادة 14 من النظام 02-09 تنقسم الأدوات السوق المفتوحة إلى ثلاثة فئات:

❖ عمليات التنازل المؤقت (الريبو) : حسب المادة 19 من النظام 02-09 تنقسم هذه الفئة بدورها إلى أربعة عمليات :

- عمليات إعادة التمويل الرئيسية ل 7 أيام.
- عمليات إعادة التمويل ذات الأجل الطويل.
- عمليات الضبط الدقيق.
- العمليات الهيكلية.

❖ عمليات نهائية (قطعية، بارة)

❖ استرجاع السيولة على بياض

عمليات السوق المفتوحة هذه تتم باستعمال أحد الأدوات السابقة الذكر، ويقرر مجلس النقد والقرض كل سنة الآليات النقدية التي تستعمل **فعلا** في السياسة النقدية هذا طبقا لأحكام المادة 62 من الأمر رقم 03-11 والمادة 12 من النظام 02-09. يكون الهدف من هذه الأدوات إما سحب السيولة من السوق أو ضخها حسب حالة السوق النقدية وحسب وضعية السيولة لدى البنوك التجارية. بقيت

¹ مسؤولة قطاع السوق النقدية لبنك الفلاحة والتنمية الريفية.

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

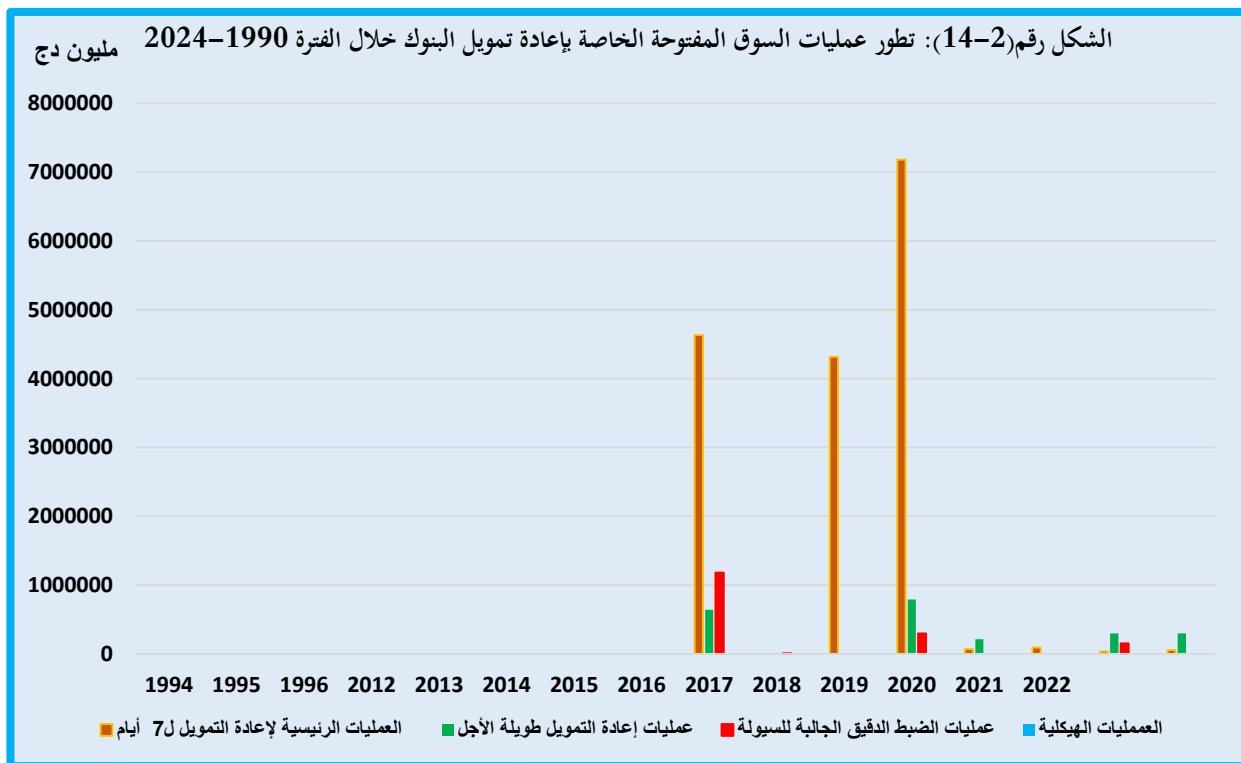
كيفية تدخل بنك الجزائر في السوق النقدية لإعادة تمويل البنوك مبهمة إلى غاية صدور التعليم 16/06 المؤرخة في 1 سبتمبر 2016 المتعلقة بعمليات السوق المفتوحة الخاصة بإعادة تمويل البنوك، بحيث هذه الخطوة كانت حتمية نتيجة تحول البنوك التجارية من حالة الفائض لحالة العجز في السيولة.

3-1 تحليل تطور عمليات التنازل المؤقت:

يلجأ البنك المركزي إلى هذه العمليات لتغذية الجهاز المصرفي بالسيولة بمبادرة منه في إطار عمليات السوق المفتوحة الجالبة للسيولة على النحو الموالي:

أ - تحليل تطور عمليات إعادة التمويل الرئيسية ل 7 أيام:

تلعب عمليات إعادة التمويل الرئيسية دورا هاما في إدارة معدل الفائدة وكذا تسيير السيولة البنكية إذ يعتبر معدل الفائدة المطبق على عمليات إعادة التمويل الرئيسية هو معدل الفائدة التوجيهي لبنك الجزائر. يتم تحديد ونشر معدل الفائدة المطبق على عمليات إعادة التمويل الرئيسية، بصفة دورية بتعليمية من بنك الجزائر.¹ وتعد هذه العمليات جالبة للسيولة ذات تكرار وتاريخ استحقاق أسبوعي وفقا لبرنامج محددة مسبقا، وتعتبر القناة الأساسية لإعادة تمويل القطاع البنكي.



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على بيانات البنك المركزي (أنظر الملحق رقم 03)

¹ المادة 20 مكرر من النظام 20-09 المؤرخ في 28 ديسمبر 2020 المعدل والمتمم للقانون 09-02.

من خلال الشكل رقم (2-15) نلاحظ استعمال هذه الأداة لأول مرة سنة 2017 على أعقاب تآكل السيولة المصرفية لجأت البنوك التجارية إلى بنك الجزائر قصد التمويل بالسيولة اللازمة بقائم قدره أكثر من 4634 مليار دينار، لتختفي هذه الأداة سنة 2018 بسبب تحسن أوضاع السيولة. بسبب أزمة الكوفيد 19 لجأت البنوك مجددا إلى بنك الجزائر من أجل التمويل بالسيولة اللازمة بقائم قدره أكثر من 4318 مليار دينار سنة 2019 ليرتفع هذا القائم إلى أكثر من 7182 مليار دينار سنة 2020 بسبب تفاقم أزمة الكوفيد بزيادة قدرها 66%، لينخفض بنسبة قدرها 99% بقائم قدره 68.434 مليار دينار سنة 2021 و 93.730 مليار دينار سنة 2022.

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على تقارير بنك الجزائر

ب-عمليات إعادة التمويل ذات الأجل الطويل

تمتد هذه العمليات إلى غاية إثني عشرة (12) شهرا، وهي عمليات جالبة للسيولة تجرى بانتظام. تهدف إلى إعطاء تكملة لإعادة التمويل. وبالعودة إلى الشكل رقم (2-14) نلاحظ أنه تم استعمال هذه الأداة أول مرة سنة 2017 بقائم قدره 644.370 مليار دينار بعد تآكل السيولة المصرفية كتبعات لانخفاض أسعار النفط وتعزيز السيولة المصرفية، لتختفي هذه العمليات في سنة 2018 و 2019 لعدم حاجة البنوك للتمويل طويل الأجل، على عكس سنتي 2020 و 2021 نلاحظ ضخ البنك المركزي سيولة في الجهاز المصرفي قدرها 792.206 مليار دينار، 216.419 مليار دينار على التوالي لتعزيز السيول المصرفية للبنوك لتجاوز أزمة الكوفيد 19.

ج-عمليات الضبط الدقيق

بشكل يومي؛ يقوم بنك الجزائر بمتابعة العمليات التي تتم في السوق النقدية ومعدلات الفائدة المطبقة فيها. وفي حال الضغط الكبيرة على مستوى معدل الفائدة سواء بالارتفاع أو الانخفاض، يمكن أن يتدخل بنك الجزائر عن طريق عمليات دقيقة مدتها 24 ساعة لامتصاص أو لضخ السيولة، هذا ما يسمح بالتحكم باقراض النقود لليوم الواحد (يوم بيوم) والتأكد من إشارات أسعار الفائدة. كما يمكن لبنك الجزائر في إطار عمليات السوق المفتوحة القيام بشراء سندات عمومية من السوق الثانوية التي مدة استحقاقها أقل من ستة أشهر والسندات خاصة مقبولة في إعادة الخصم وفي التسبيقات. هذه العمليات

تتم بمبادرة وحيدة من بنك الجزائر. تهدف عمليات التنازل المؤقت الخاص بالضبط الدقيق إلى تسيير وضعية السيولة في السوق وكذا التحكم في معدلات الفائدة وذلك للتقليل من أثر التقلبات الفجائية¹

د-العمليات الهيكلية: من خلال الشكل رقم (2-14) نلاحظ أنه لم يتم استعمال هذه العملية إطلاقاً من طرف بنك الجزائر خلال مجال الدراسة، ويجدر بنا هنا أن نذكر أن هذه الأداة تكون مزدوجة الهدف في العديد من الدول إذ في كل من فرنسا² والمغرب³ تستعمل هذه العمليات لتسيير وضعية فائض أو نقص السيولة ذات الطابع المستمر، في حين أن التشريع الجزائري يعتبر العمليات الهيكلية بمثابة عمليات مساهمة بالسيولة⁴، دون استعمالها في عمليات امتصاصها وهذا يعتبر ثغرة تنظيمية واضحة إذ يتعامل المشرع الجزائري بصفة ظرفية مع الأحداث في حين أن البنية التنظيمية يجب أن تكون مضبوطة مسبقاً، والملاحظ أنه يتم تكييف الأدوات المستعملة حسب الحاجة إليها بما تمليه الظروف المحيطة . ويمكن تفسير عدم استعمال العمليات الهيكلية لضخ السيولة خلال فترة الدراسة في الجزائر لكون العجز في سيولة النظام المصرفي كان ظرفياً؛ ففي سنة 2017 ظهر العجز كتداعيات لأزمة النفط 2014 وفي سنتي 2019 و2020 بسبب أزمة الكوفيد19، وكلا الأزميتين كانتا ظرفيتين. لكن لا يوجد تفسير منطقي لعدم استعمال هذه الأداة لامتصاص فائض السيولة المصرفية الذي كان مزمناً وهيكلياً ومستمرًا؛ ومع ذلك لم تستعمل هذه الأداة.

يكون تنفيذ هذه الأداة من خلال شراء أو بيع سندات الخزينة الصادرة في السوق الثانوية وإصدار البنك المركزي لسندات الاقتراض القابلة للتداول وإعادة شرائها، هذه الأخيرة لا يتم إصدارها من طرف بنك الجزائر خصوصاً مع محدودية سوق السندات القابلة للتفاوض والتي سيتم دراستها في المطلب الموالي.

3-2. العمليات النهائية:

تعرف المادة 04 من النظام 09-02 العمليات النهائية أنها العمليات التي يقوم من خلالها بنك الجزائر بشراء أو بيع نهائي في سوق السندات المقبولة، ولا تتم هذه العمليات إلا لأهداف هيكلية و/أو لغرض

¹ المادة 22 من القانون 09-02.

² <https://www.banque-france.fr/politique-monetaire/presentation-de-la-politique-monetaire/definition-de-la-politique-monetaire/les-instruments-de-politique-monetaire/les-operations-dopen-market#>:

³ موقع بنك المغرب المركزي.

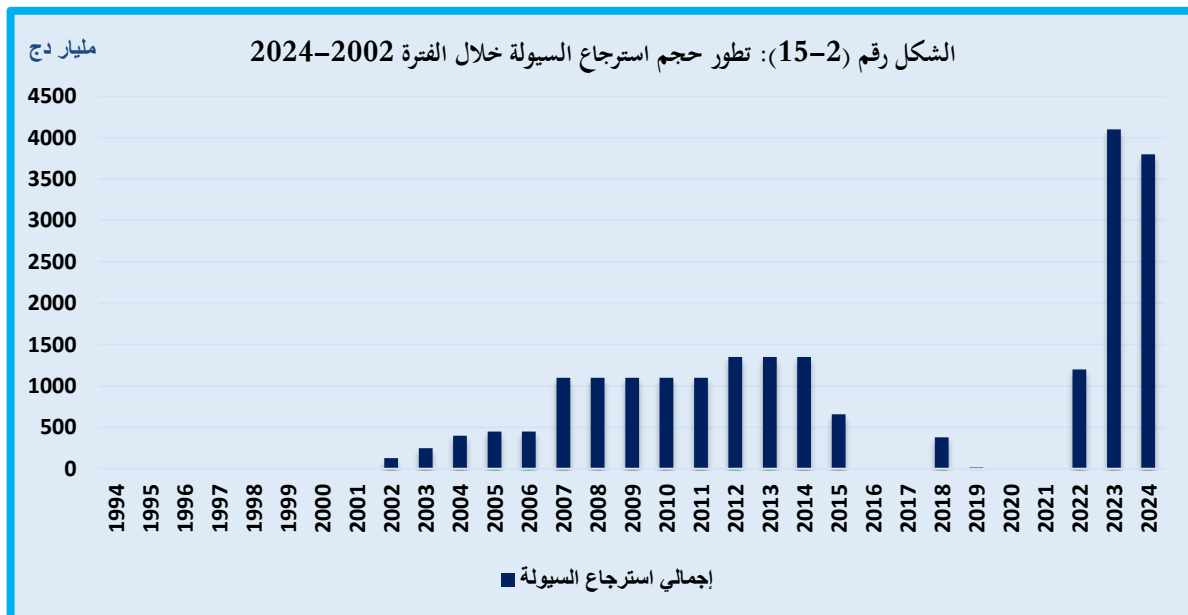
⁴ المادة 23 من النظام 09-02.

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

الضبط الدقيق. يمكن لهذه العمليات أن تأخذ شكل مساهمة بالسيولة (شراء نهائي) أو سحب للسيولة (بيع نهائي) يعتبر تكرار هذه العمليات غير موحد، تقام هذه العمليات عن طريق الإعلانات عن المناقصة أو وفق إجراءات ثنائية، يمكن أن يقنن تاريخ استحقاقات التنازل كما يمكن أن لا يقنن. رغم الفائض الهيكلي في السيولة المصرفية إلا أنه تم الاعتماد على العمليات الظرفية للضبط الدقيق واستبعاد العمليات الهيكلية لأنها حسب التشريع الجزائري فهي عمليات جالبة للسيولة فقط ولا يتم استخدامها لسحب السيولة من السوق، وخلال فترة الدراسة لم يتم استعمال هذه الأداة.

3-3. عمليات استرجاع السيولة على بياض:

في سياق النمو المتزايد للسيولة استحدث بنك الجزائر أداة استرجاع السيولة على بياض التي تعتمد على آلية استدعاء بنك الجزائر البنوك التجارية عن طريق الإعلان عن مناقصات القروض. والشكل الموالي يبين تطور هذه الأداة من ظهورها في 2002 إلى غاية سنة 2024:



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على بيانات البنك المركزي (أنظر الملحق رقم 03)

أصدر البنك المركزي الجزائر في أبريل 2002 أداة لامتنصاص السيولة عن طريق إعلان مناقصات القروض، وقد شرع ذلك بمبلغ قدره 100 مليار دينار جزائري في ظل فقدانه لوظيفته كمقرض أخير ليرتفع إلى 200 مليار دينار جزائري في جوان 2003 و 250 مليار دج في ديسمبر 2003 مقابل 7.129 مليار دج في ديسمبر 2002، لترتفع إلى 400 مليار دج سنة 2004 في ظل توافر السيولة

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

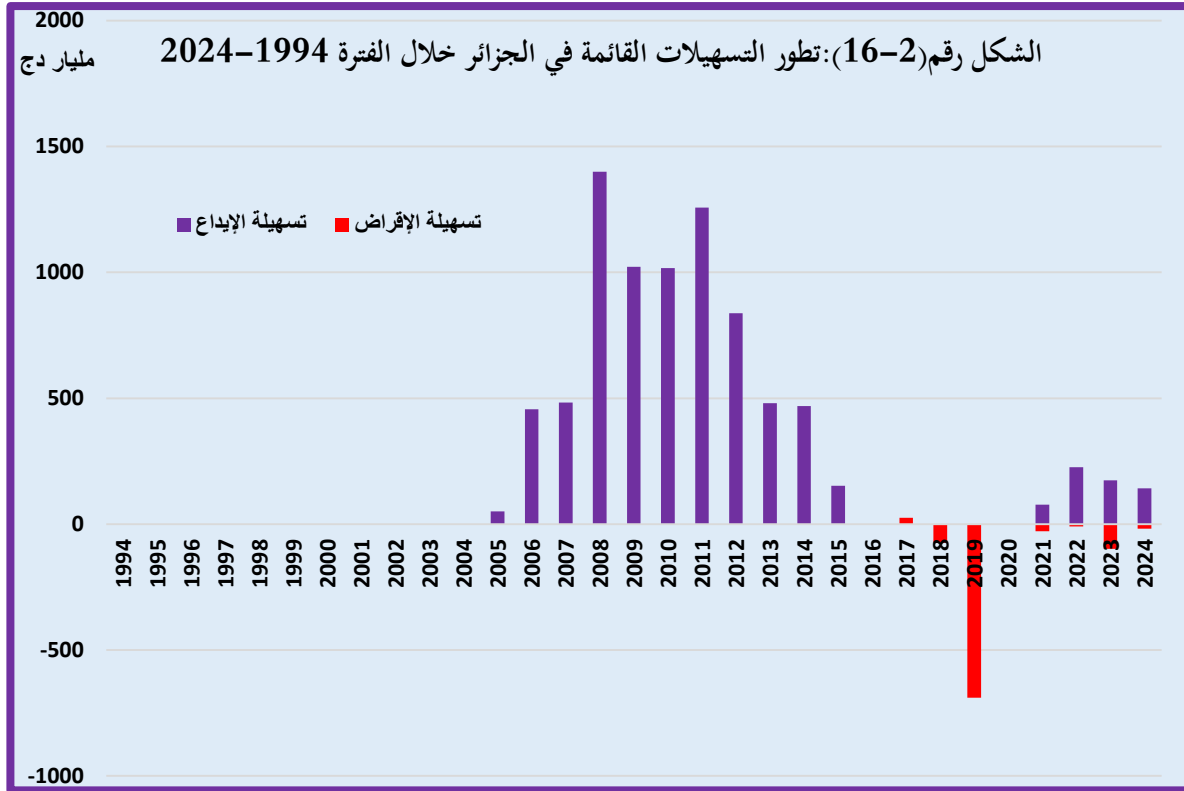
لدى البنوك، لتستمر في الارتفاع خلال سنتي 2005 و2006 حيث وصل إلى 450 مليار دج، لتقفز إلى 1100 مليار دج ابتداء من منتصف جوان 2007 بعد تثبيتها في السداسي الاول عند 450 مليار دينار نظير الارتفاع التصاعدي للسيولة البنكية الى غاية سنة 2009.

كذلك وفي ظل فائض السيولة المتنامي قام البنك المركزي الجزائر برفع عتبة المبلغ الاجمالي لامتناس السيولة تدريجيا إلى 1350 مليار دج مع إدخال في شهر جانفي 2014 آلية امتناس لستة أشهر، كما أدى انخفاض أسعار النفط المتزامن مع العجز المعتبر في ميزان المدفوعات إلى تآكل السيولة المصرفية من 9,2730 مليار دج في نهاية 2014 إلى 6,1832 مليار دج نهاية 2015 أي انخفاض بحوالي 33%.

نلاحظ من خلال الشكل رقم (2-16) غياب عمليات استرجاع السيولة خلال سنتي 2016 و2017 وهذا نتيجة لوقف هذه الأداة من طرف بنك الجزائر بعد التخفيض التدريجي لعبات امتناس السيولة سنة 2015 لينعدم قائمها خلال السنتي الموالتين. لتعاود البنوك استعمالها مجدد خلال سنة 2018 بعد تحسن سيولة المصارف لتعاود الانخفاض سنة 2019 بسبب أزمة الكوفيد 19 المتسببة في تآكل الفوائض نحائيا وتحتفي هذه الأداة سنة 2020، 2021، 2022.

4- التسهيلات الدائمة:

التسهيلات الدائمة مخصصة لتموين البنوك بالسيولة أو سحبها منها. وهي عمليات تتم بمبادرة من البنوك والشكل رقم (2-16) يبين تطور التسهيلات منذ ظهورها إلى غاية 2024:



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على بيانات البنك المركزي (أنظر الملحق رقم 03)

أ. تسهيلات الودائع المغلة لفائدة ل 24 سا

من خلال الشكل (2-16) نلاحظ ظهور هذه الأداة بداية من سنة 2005، بحيث بلغت قيمة 7.49 مليار دج في نهاية 2005، ثم ارتفع قائمها ليصل إلى 7.456 مليار دج سنة 2006، حيث أن قيمة تسهيلات الودائع تجاوز قيمة استرجاع السيولة على بياض التي بلغ 450 مليار دج في نفس السنة، كما انتقلت فوائض البنوك الممتصة من خلال هذه الأداة من 11.483 مليار دج نهاية ديسمبر 2007 إلى 75.1031 مليار دج نهاية جوان 2008، لتصل إلى 4.1400 مليار دج نهاية ديسمبر 2008. وقد بقيت تسهيلات الإيداع أداة نشيطة للسياسة النقدية على مدار سنة 2012، مما يتماشى مع طبيعة السيولة بعد تقلصها بسبب الصدمة الخارجية كتداعيات للأزمة العالمية، بحيث تقدر الحصة النسبية لهذه الأداة بنسبة 3.38% في ديسمبر 2012 مقابل 20.44% نهاية 2011. ثم استقرت تسهيلات الإيداع إلى (متوسط سنوي بلغ 461 مليار دج في 2012، مقابل 834 مليار دج في 2012، أي بانخفاض معتبر قدره 7.44%، مساهما بهذا الامتصاص الفعلي لفائض السيولة في السوق النقدية.

في سنة 2016 تم تسعير عمليات تسهيلة الإيداع ب 0 ٪ لتحفيز البنوك على التوجه إلى التفاوض في سوق ما بين البنوك، ومن خلال الشكل رقم (2-17) نلاحظ عزوف البنوك عن المبادرة لاستعمال هذه الأداة خلال سنتي 2016-2017 كنتيجة لذلك، لتعاود الظهور مرة أخرى سنة 2018 بعد تحسن السيولة المصرفية. ومع قدوم جائحة الكوفيد 19 تنعدم مجددا السيولة الممتصة من طرف هذه الأداة سنة 2020 بسبب الانكماش الحاد في الاقتصاد الوطني وفي السيولة المصرفية ليتعافى الاقتصاد تدريجيا بداية من سنة 2021 و 2022 لتمتص هذه الأداة سيولة قدرها 60مليار دج و 226 مليار دج كمؤشر على العودة إلى حالة الفائض في السيولة.

ب. تسهيلة القرض الهامشي ل 24 سا

من خلال الشكل (2-16) نلاحظ استعمال تسهيلة الإقراض الهامشية لأول مرة سنة 2017 نتيجة تآكل السيولة المصرفية كتداعيات لأزمة النفط لسنة 2014، وتحولت البنوك من توظيف فوائضها لدى بنك الجزائر إلى طلب تغذية حسابها لديه. ليلغ قائم ضخ السيولة من خلال هذه الأداة إلى 25 مليار دج سنة 2017 ليتضاعف إلى 690 مليار دج سنة 2019 بسبب أزمة الكوفيد 19 ليعاود الإنخفاض مجددا خلال السنوات 2020، 2021، 2022 إذ يكاد يكون معدوم باعتبار هذه السوق سوقا للحملة بقائم قدره 13 مليار دج، 28 مليون دج، 9 مليون دج على التوالي. كمؤشر على تحسن السيولة المصرفية وعودة الفائض من جديد.

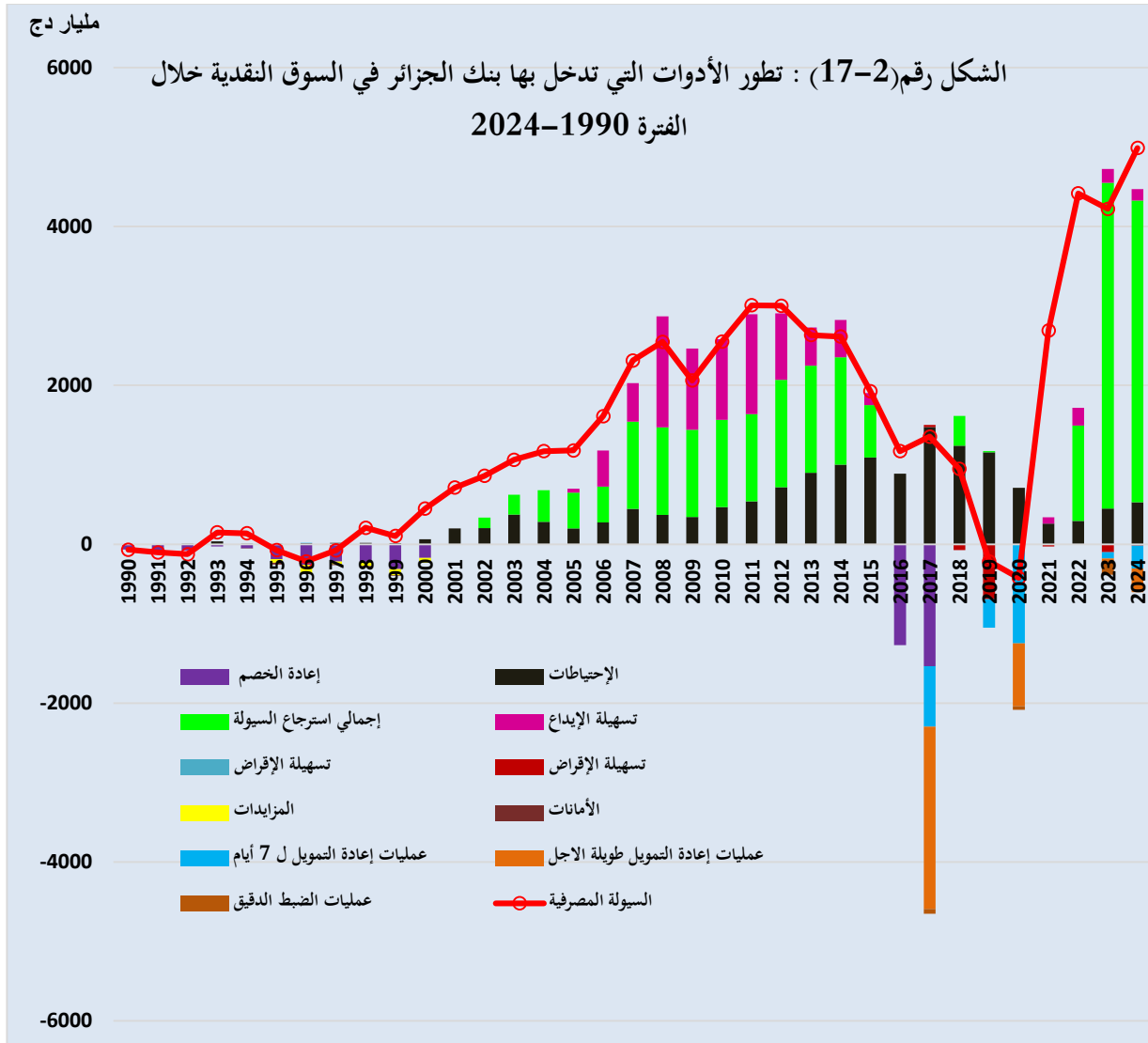
لإعادة امتصاص السيولة الناجمة عن التمويل النقدي تم تفعيل عمليات السوق المفتوحة التي بقيت حبرا على ورق لسنوات عديدة إذ لم يتم استعمالها إلا مرة واحدة على سبيل تجربتها وذلك منذ إقرارها لأول مرة سنة 1996 زاوية التطور التاريخي، حدد الإطار القانوني لعمليات بنك الجزائر بواسطة القانون 10/90 المؤرخ 14 أبريل 1990 المتعلق بالنقد والقرض والذي عوض بالأمر 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد والقرض.

المطلب الثالث: سير السياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة 1990-2024

بعد دراستنا لأدوات بنك الجزائر المستعملة في السوق النقدية كل على حدة، يهدف هذا المطلب إلى قراءة في سير تلك الأدوات من المنظور الكلي للوقوف على سياسة بنك الجزائر في تسيير السوق بين المقاربة النشطة والمقاربة غير النشطة.

اعتمدت الدراسة في التحليل على التفريق بين عمليات ضخ السيولة في السوق النقدية وعمليات الإيداع فيها؛ بجعل عمليات الإقراض للبنوك سالبة لتظهر في الشكل أسفل منحى الفواصل في حين عمليات الامتصاص (ودائع البنوك لدى بنك الجزائر) جعلت موجبة لتظهر فوق منحى الفواصل، وذلك بهدف إظهار الحالات التي كان فيها بنك الجزائر خارج السوق النقدي والحالات التي كان فيها بنك الجزائر داخل السوق. من خلال الملاحظة العامة للشكل رقم (2-17) يمكن التمييز بين نقطتي إنعطاف أساسيتين عرفتھا سوق بنك الجزائر أثرت على التوليفات المستعملة من طرف هذا الأخير في السوق النقدية الجزائرية، وهي : سنة 2001 على اعتبار أن وظيفة المقرض الأخير لم تعد مستعملة منذ نهاية 2001، إذ تعتبر السوق النقدية واقعا القناة شبه الوحيدة لانتقال محفزات السياسة النقدية إلى الاقتصاد.¹ و سنة 2016 وبالتالي تشكلت لدينا ثلاث مراحل أساسية وهي كما يلي :

¹ محمد لكصاسي، تطورات الوضعية المالية والنقدية في الجزائر، تدخل محافظ بنك الجزائر أمام مجلس الأمة، 13 جويلية 2008، ص 13.



المرحلة الأولى: من سنة 1990 إلى سنة 2000: البنك المركزي داخل السوق النقدي

من خلال الشكل رقم (2-17) تَظْهَرُ العمليات المستعملة من طرف بنك الجزائر خلال الفترة (1990-2000) أسفل منحى الفواصل ما يدل على لجوء البنوك الجزائرية إلى البنك المركزي طالبة السيولة المصرفية وقيام بنك الجزائر بوظيفته الأساسية كمقرض أخير ومُول عجوزات النظام المصرفي، يمكن تقسيم هذه المرحلة إلى فترتين أساسيتين فبعد أزمة 1986 التي عرفها الاقتصاد الجزائري وتعتبر كذلك نقطة انعطاف مهمة غيرت من طبيعة الأدوات المستعملة من طرف بنك الجزائر.

لقد عرفت الساحة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية في الجزائر عدة تحولات منذ النصف الثاني من ثمانينات القرن الماضي وبداية التسعينات، فبعد الأزمة الخانقة التي عرفتھا الجزائر إثر تهاوي أسعار النفط، لجأت الحكومة الجزائرية آنذاك لصندوق النقد الدولي فعقدت عدة إتفاقيات مع صندوق النقد الدولي بداية من سنة 1989، ثم شرعت في تطبيق برنامج الإصلاح وأبرمت الجزائر إتفاقيتين مع المؤسسات النقدية الدولية، الإتفاق الأول مع صندوق النقد الدولي في ماي، 1989 مع التزام الجزائر بتطبيق مقررات وسياسات الصندوق، وهذا بإعادة النظر كلياً في سياستها الاقتصادية والتوجيه نحو اقتصاد السوق وتحرير نظامها المالي والمصرفي، وهو ما تجلّى في الإصلاح المالي لسنة 1990 الذي أعطى للسياسة النقدية أهمية كبيرة كمتغير اقتصادي يهدف إلى إعادة التوازنات الاقتصادية الكلية، ولكن عموماً خلال هذه المرحلة لم يتم تحقيق نتائج إيجابية بسبب عدم احترام محتوى الإتفاقية مع الصندوق وعرفت الإصلاحات تباطؤاً في الفترة 1993/1992 واستمرت الإختلالات وتوسع العجز الداخلي والخارجي، وأصبحت الحكومة مجبرة على اللجوء مرة أخرى إلى مساعدات صندوق النقد الدولي والبنك الدولي في إطار برنامج للتعديل الهيكلي، اشتمل على إتفاق للتثبيت الهيكلي لمدة سنة من 22 ماي 1994 إلى 21 ماي 1995 ثم إتفاق القرض الموسع مدته ثلاث سنوات إلى غاية 1998.

قبل سنة 1994، تميزت هذه المرحلة بعجز مستمر في السيولة المصرفية ما جعل بنك الجزائر داخل السوق النقدية مستعملاً في ذلك أدواته الرئيسية والمتمثلة في أداة إعادة الخصم.

بعد سنة 1994، وهي السنة التي اعتبرها صندوق النقد الدولي البداية الفعلية لمرحلة الانتقال وتبني أدوات السياسة النقدية غير المباشرة في الجزائر خلافاً للفترة السابقة. من خلال الشكل رقم (2-17) نلاحظ دخول أداتين جديدتين وهما الأمانات والمزايدات هذا دون الاستغناء عن إعادة الخصم.

المرحلة الثانية من 2001 إلى 2015: بنك الجزائر خارج السوق النقدي

من خلال الشكل رقم (2-17) نلاحظ عدم ظهور عمليات أسفل منحني الفواصل وفي المقابل كانت كل عمليات بنك الجزائر أعلى المنحنى، ففي هذه المرحلة تحولت السوق النقدية من مرحلة العجز في السيولة إلى مرحلة الفائض الهيكلي في السيولة وهذا ما جعل بنك الجزائر خارج السوق النقدي إذ ومنذ سنة 2001 لم يلجأ أي بنك تجاري للاقتراض منه إلى غاية سنة 2016 وبهذا يكون قد فقد وظيفته

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

كمقرض أخير للمنظومة المصرفية خلال هذه الفترة، ونتيجة لذلك عليه تحمل عبئ متمثل في تكلفة تسيير السيولة الفائضة من خلال أدوات امتصاص السيولة والمتمثل في الفائدة المدفوعة للبنوك التجارية مقابل تصريفها. هذه السيولة الفائضة استوجبت استحداث أدوات جديدة للتعقيم النقدي في الجزائر كإنشاء صندوق ضبط الإيرادات، كما عرفت أدوات السياسة النقدية مرحلة تحول جديدة نحو استخدام الأدوات غير المباشرة، وذلك بداية من سنة 2002 باستحداث آلية استرجاع السيولة، وآلية التسهيلات القائمة في سنة 2005، محدثة قطيعة مع الأدوات المستعملة في الفترة السابقة والمتمثلة في إعادة الخصم، المزايدات، الأمانات، والتي حلت محلها ثلاث أدوات رئيسية وهي: الاحتياطي الإجمالي، عمليات السوق المفتوحة من خلال آليتي استرجاع السيولة والتسهيلات القائمة هذه الأخيرة تم استعمال تسهيلات الودائع المغلة لفائدة دون استعمال تسهيلات الإقراض الهامشية ويعود السبب إلى فائض السيولة المصرفية، وهذا ما تم شرحه مع بداية هذه الفقرة.

تفاوتت نسب استعمال هذه الأدوات من سنة لأخرى؛ لكن من خلال الشكل رقم (2-17) يبدو أن أداة استرجاع السيولة كانت الأداة المفضلة من طرف بنك الجزائر خلال السنوات الأولى من استعمالها، ففي سنة 2005 كانت نسبة السيولة الممتصة من خلالها تمثل 67.02% من إجمالي السيولة، أما أداة الاحتياطي الإجمالي فامتصت 25.57% وتسهيلا الودائع المغلة للفائدة امتصت 7.41%، لكن هذه الأخيرة ارتفعت في السنوات اللاحقة 2008، 2009، 2010، 2011 إلى 48.37%، 40.61%، 38.94%، 33.76% على التوالي، هذا مع تسجيل انخفاض نسب استعمال آلية استرجاع السيولة إلى 38%، 43.7%، 42.13%، 43.64% على التوالي، ما يعني اتباع بنك الجزائر لسياسة غير نشطة في تسييره للسيولة المصرفية خلال هذه الفترة لأنه ترك المبادرة¹ في تسيير السيولة للبنوك التجارية هذه الأخيرة التي احتفظت بكميات مرتفعة من السيولة الخامدة والنائمة؛ كان الأجدد بها أن تحولها لتمويل التنمية الاقتصادية هذا ما يدل على وجود خلل كبير لديها في تسيير سولتها مع نقص حافز البنوك التجارية للتعامل في سوق النقدية بالمعنى الواسع والضيق.

المرحلة الثالثة من 2016 إلى 2024:

¹ أنظر الجدول رقم (2-2) صفحة، الذي يدرس خصائص أدوات بنك الجزائر ويوضح الطرف المبادر لكل أداة من أدوات بنك الجزائر.

في سنة 2014 بعد انهيار أسعار النفط في الأسواق العالمية، تقلصت وتآكلت السيولة لدى المصارف التجارية الجزائرية بشكل ملحوظ، وتحول الفائض إلى عجز في السيولة، قام بنك الجزائر بوقف عمليات استرجاع السيولة وإلغاء تسعيرة عمليات تسهيلة الإيداع بداية من سنة 2016، ليحفز البنوك على التبادل في سوق ما بين البنوك، هذا مع استعمال تسهيلة القرض الهامشية لأول مرة سنة 2017 كما نلاحظ انخفاض قائم الاحتياطات الإلزامية نتيجة تخفيض معدل الاحتياطي من 12 إلى 8 بالمئة، مع تفعيل بنك الجزائر لأداة إعادة الخصم وبهذا تحول بنك الجزائر من استعمال أدوات امتصاص السيولة إلى أدوات ضخ السيولة في السوق. هذا مع مباشرة عمليات السوق المفتوحة بداية من سنة 2017 أين استأنف بنك الجزائر عمليات إعادة التمويل، مع وضع قيد التنفيذ للتمويل غير التقليدي . بعد تعديل البنية القانونية للسوق النقدية وصدور القانون 10-2017 المؤرخ في 11 أكتوبر 2017، والسماح لبنك الجزائر بتمويل الخزينة العمومية دون غطاء نقدي .

مع تحسن السيولة المصرفية سنة 2018 تم تفعيل عمليات السوق المفتوحة لاسترجاع السيولة مجددا مع الرفع من معدل الإحتياطي الإجباري من 4 إلى 8 بالمئة في جانفي ومن 8 إلى 10 في جوان (تقرير بنك الجزائر 2018)، لكن سرعان ما تنخفض مجددا السيولة المصرفية بسبب جائحة كورونا لتلجأ البنوك إلى البنك المركزي للتغذية بالسيولة اللازمة

المطلب الرابع: مدى نفاذية معدلات السوق النقدية إلى سوق الإقراض المصرفي

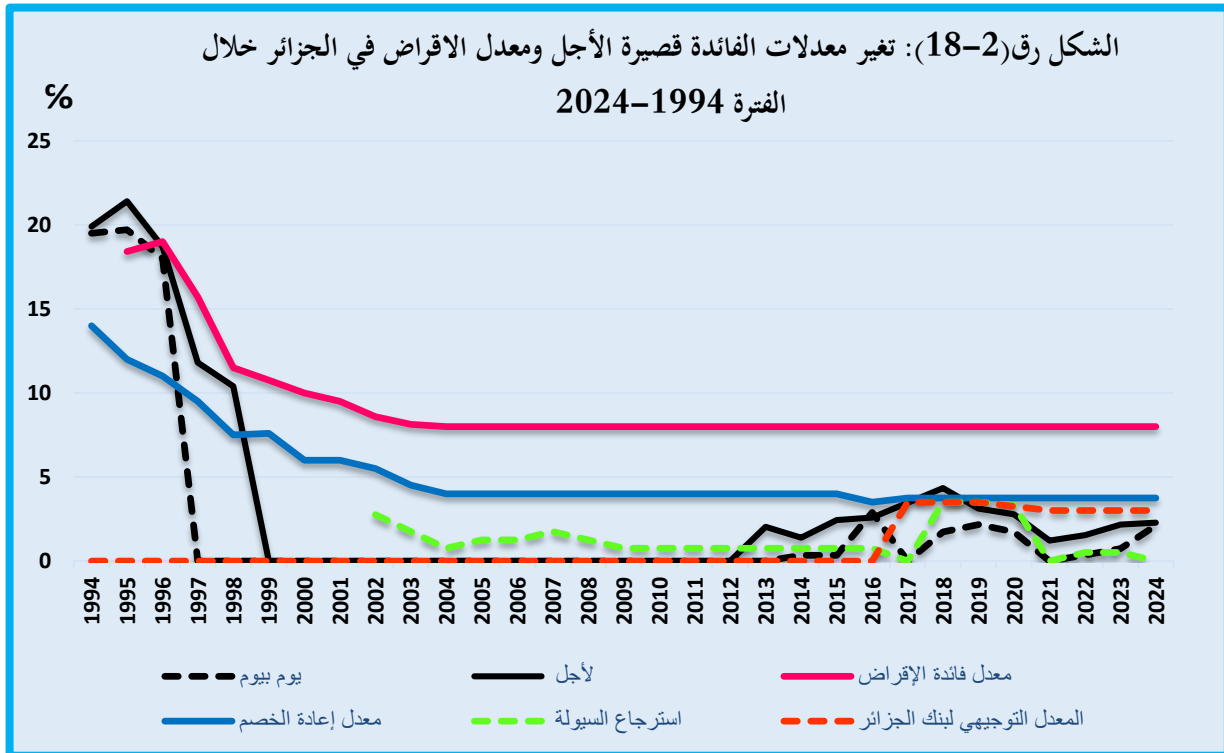
تقوم البنوك التجارية بإيداع فوائضها في نهاية كل يوم بالاقتراض أو التوظيف لدى البنك المركزي مقابل معدل الفائدة وهو السعر الذي يدفعه هذا الأخير للبنوك التجارية مقابل الأدوات الموظفة في السوق النقدية، وهذا السعر هو مؤشر للتسعير لدى البنوك التجارية إذ يعتبر أساس لاعتماد معدلات الإقراض. وبدورها تسعى البنوك المركزية جاهدة إلى التحكم في سعر الفائدة لليلة واحدة في سوق ما بين البنوك. فهذا السعر هو هدف أساسي من أهداف السياسة النقدية، وانحرافه عن السعر الرئيسي يؤثر على فعاليتها وتنفيذها، وبالتالي يعتبر سعر الفائدة يوم بيوم (JJ) سعر مرجعي لكل معدلات الفائدة في السوق النقدية. من خلال هذه القناة يرسل البنك المركزي نبضاته النقدية وإشاراته إلى القطاع الحقيقي من خلال التأثير على أسعار فائدة البنوك التجارية¹. من هنا تعد عملية نفاذ سعر الفائدة إلى بنوك التجزئة رابطا مهما في

¹ Harraou Khalid , Analyse du pass-through du taux d'interet au Maroc, Harraou.

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

عملية انتقال السياسة النقدية، إذ تمارس البنوك المركزية تأثيرا مهيمنًا على ظروف السوق النقدية وبالتالي توجيه أسعار الفائدة في هذه السوق. تؤثر تغيرات أسعار الفائدة الحاصلة في السوق النقدية بدورها على سوق أسعار الفائدة طويلة الأجل وعلى أسعار الفائدة لدى بنوك التجزئة، وإن كان ذلك بدرجات متفاوتة. فقرارات البنوك بشأن العائدات المدفوعة على أصولها وخصومها له تأثير على السلوك الاستثماري لأصحاب الودائع والمقترضين وبالتالي على النشاط الاقتصادي الحقيقي. وبعبارة أخرى كلما كان نفاذ أسعار الفائدة الرسمية والسوقية سريعًا وكاملاً إلى أسعار فائدة بنوك التجزئة أدى ذلك إلى تعزيز انتقال السياسة النقدية.

للقوف على درجة نفاذ أسعار فائدة السوق النقدية إلى بنوك التجزئة في الجزائر تمت الاستعانة بالشكل رقم (2-19) والذي يظهر تطور أسعار الفائدة قصيرة الأجل وكذا تطور أسعار الفائدة على الإقراض لدى البنوك التجارية خلال الفترة 1994-2024:



المصدر: من إعداد الطالبة باستعمال نشرات بنك الجزائر (أنظر الملحق رقم 04)

بالنظر إلى منحى معدل الفائدة على الإقراض يتضح أنه عرف تذبذبا خلال الفترة (1995 - 2004) إذ انتقل من 18.41% سنة 1995 ثم إلى 19% سنة 1996 ثم انخفض ليصل إلى 15.70% سنة 1997، وهذا بالتوازي مع انخفاض كل أسعار الفائدة قصيرة.

بينما بداية من سنة 2004 استقر معدل الإقراض المصرفي عند مستوى 8% إلى غاية 2024، وهذا ما يعني ثبات معدل الإقراض للجمهور عند قيمة واحدة لقراءة عقدين من الزمن، رغم تغير حالات السوق النقدي من فائض في السيولة إلى شح فيها بداية من 2014 إلى 2018 كما رأيناه في المبحث السابق عند دراستنا للسيولة المصرفية، ورغم تغير أسعار فائدة السوق النقدي صاعدة تارة ونازلة تارة أخرى إلا أن هذا التغير لم يؤثر على معدلات الإقراض والإيداع لدى المصارف التجارية وهذا ما يظهره الشكل رقم (2-18)، هذا ما يؤكد عدم نفاذ معدلات البنك المركزي والسوق النقدية إلى سوق الإقراض المصرفي وعدم الاستجابة لها، ما يجعل من قناة سعر الفائدة قناة عقيمة لنقل إشارات السياسة النقدية في الجزائر منذ مطلع الألفية الثالثة، إذ رغم انخفاض معدل إعادة الخصم بنصف نقطة مئوية سنة 2016 من 4% إلى 3.5%، ثم ارتفاعها إلى 3.75% سنة 2017 إلا أن معدلات الإقراض لم تتأثر بهذا التغير وبقيت ثابتة عند مستوى 8%. كما أن هذه الأخيرة لم تستجب أيضا لتغيرات معدلات الفائدة في سوق ما بين البنوك التي عرفت تذبذبا خلال الفترة 2014-2020. كما قام بنك الجزائر بتخفيض سعر الفائدة التوجيهي مرتين خلال سنتي 2020 و 2021 من 3.5% إلى 3.25% ثم إلى 3%، لكن لم تلتقط السوق المصرفية هذه الإشارات وبقيت معدلات الإقراض عند 8%. من هنا نستنتج أن النفاذية ليست ضعيفة بل معدومة خلال السنوات الأخيرة من مجال الدراسة.

وهذه الظاهرة تدعى اصطلاحا بـ **ثبات معدل الإقراض** ويتم استخدامه للإشارة إلى أنه في ظل وجود تغيير في أسعار السوق النقدية تتغير أسعار البنوك بمقدار أقل على المدى القصير (الثبات قصير المدى short-run stickiness)، أو على المدى الطويل (الالتصاق طويل المدى)¹، وهذا الأخير ما تم ملاحظته في أسعار فائدة الإقراض لدى البنوك الجزائرية، إذ بقي السعر ثابت عند مستوى 8% منذ 2004 إلى

¹ CARLO COTTARELLI and ANGELIKI KOURELIS , Financial Structure, Bank Lending Rates, and the Transmission Mechanism of Monetary Policy. IMF Working Paper No 94/39, International Monetary Fund, 1994, p 589-590

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

غاية سنة 2024، وهي فترة طويلة أي تعاني معدلات فائدة الإقراض في الجزائر من الإلتصاق طول المدى (long-run stickiness).

ما يجب التوقف عنده هنا هو تساؤل بنك الجزائر عن مدى استجابة البنوك التجارية فيما يتعلق بانتقال إجراءات السياسة النقدية من حيث سعر الفائدة في تقريره السنوي لسنة 2021 على إثر انخفاض المعدل التوجيهي من 3.5 إلى 3 سنتي 2020 و 2021 على التوالي¹.

وكإجابة على تساؤل بنك الجزائر وإلى غاية نهاية سنة 2024 لم تبدي البنوك أية ردة فعل ولم تتأثر بهذا الإجراء. وهذا ما يؤكد النتائج المتوصل من خلال هذه الدراسة فتفعيل السوق النقدي ضرورة حتمية لبث إشارات السوق النقدية. وما يثير القلق هو عدم يقين بنك الجزائر من عدم استجابة البنوك التجارية، فكل المؤشرات تدل على عدم التقاط هذه الأخيرة لإشارات السياسة النقدية. فمن المفروض ألا ينتظر بنك الجزائر أي ردة فعل ويسارع في مساعي الإصلاح الحقيقي وليس الإصلاح الظرفي الذي تفرضه الأحداث

لتحليل الأسباب وجب علينا الاعتماد على الدراسات السابقة أبرزها دراسة CARLO COTTARELLI وANGELIKI KOURELIS التي نشرها صندوق النقد الدولي سنة 1994 وحسبهما فإن ثبات أسعار الإقراض المصرفي المتعلقة بأسعار السوق النقدي تعتبر عقبة أمام الانتقال السلس للسياسة النقدية، ودرجة النفاذية تتعلق بخصائص هيكل النظام المالي.

وحسب ذات الدراسة يستخدم مصطلح الهيكل المالي على نطاق واسع ليشمل خصائص درجة تطور النقود والأسواق المالية، درجة المنافسة داخل النظام المصرفي، وبين البنوك والوسطاء الآخرين (كما يتأثر بكل من البيئة التنظيمية وعدد وحجم الوسطاء)، وجود قيود على تحركات رأس المال وتوافر مصادر التمويل الأجنبية، وهيكل ملكية الوسطاء الماليين. وهذا ما سيتم دراسته من خلال الفصل الموالي.

¹ الفقرة الثانية صفحة 68 من التقرير السنوي لبنك الجزائر لسنة 2021 على الرابط :

<https://www.bank-of-algeria.dz/wp-content/uploads/2023/02/rapport-ba-2021ar.pdf>

خلاصة الفصل الثاني:

إن السوق النقدية في الجزائر كانت متواجدة منذ الستينات، لكنها لم تكن سوق نقدية حقيقية، فكانت تحدد فيها معدلات الفائدة إداريا وكانت مقتصرة على عدد محدود من البنوك، كما يمكن القول أنها كانت عبارة عن سوق ما بين البنوك تقوم فيها البنوك التي تعرف فائضا في سيولتها بإقراض البنوك التي تعرف عجزا أو نقصا في سيولتها وذلك بمعدل محدد مسبقا (إداريا).

بعد أزمة النفط الخانقة لسنة 1986 فرض على الجزائر التحول من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد السوق. في سنة 1989 تم إعادة تنظيم سوق نقدية في الجزائر وبموجب القانون 90-10 أصبح البنك المركزي مسؤولا على تسييرها ويؤدي دور الوسيط المالي فيها، بعدما كانت هذه العملية حكرا على الخزينة العمومية. وبميلاد هذه السوق، فتح المجال أمام المؤسسات المالية غير المصرفية للمشاركة فيها بصفة الإقراض فقط.

تتم تدخلات بنك الجزائر انطلاقا من سوق ما بين البنوك كوسيط انتقالي. حيث يقوم بإعلانه عن افتتاح السوق، أما سوق البنك المركزي يتدخل بتمويل النظام المصرفي بالسيولة اللازمة في إطار سياسته النقدية ليضمن الاستقرار والتوازن المالي، ويكون تدخله بعدة أدوات في كل من سوق ما بين البنوك وسوق السندات القابلة للتفاوض، لكن؛ مع مطلع الألفية الثالثة دخلت السوق النقدية الجزائرية في حالة فائض سيولة هيكلية هذا الوضع جعل البنك المركزي خارج السوق هذا ما عرقل بث إشارات السياسة النقدية.

أمام هذا الوضع؛ ومع غياب الطلب على السيولة عزفت البنوك التجارية الجزائرية عن التعامل في سوق ما بين البنوك، فاستحدث بنك الجزائر أدوات جديدة لتسيير هذا الفائض والمتمثلة في تسهيله الإيداع واسترجاع السيولة على بياض، لكن ما يعاب على استعمال هذه الأدوات، اعتماد بنك الجزائر على أدوات الضبط الدقيق الظرفية لتسيير مشكل فائض السيولة الهيكلي،

رغم أن البنك المركزي كان عليه استعمال العمليات الهيكلية، هذه الأخيرة التي يتم تنفيذها من خلال شراء أو بيع قطعي لسندات الخزينة الصادرة في السوق الثانوية وإصدار بنك الجزائر لسندات الاقتراض القابلة للتفاوض وإعادة شرائها، وهذا لا يمكن أن يتم إلا بوجود سوق نشط وفعال لسندات الحقوق القابلة للتفاوض، وهذا عكس واقع الحال في الجزائر، إذ تعتبر هذه السوق ضحلة في ظل عزوف كل المتدخلين فيها عن إصدار سندات قابلة للتفاوض، باستثناء الخزينة العمومية هذا ما جعل هذه السوق

الفصل الثاني: آليات تسيير السيولة المصرفية وتحليل أداء السوق النقدية الجزائرية

تحتل في سوق سندات الخزينة العمومية القابلة للتفاوض، وبهذا تفقد هذه السوق وظيفتها الأساسية التي وجدت من أجلها، وهذا يعتبر عقبة أساسية تحول من تطور هذه السوق، وكذا الأسواق الأخرى.

نتيجة لهذه المعطيات فقدت هذه السوق وظيفتها التمويلية الأساسية التي وجدت من أجلها، وأصبح لها دور هامشي في تمويل التنمية، وهذا يعتبر عقبة أساسية تحوّل من تطور هذه السوق، وكذا الأسواق الأخرى، خاصة سوق البنك المركزي وبسبب تعطل هذه السوق عجز هذا الأخير عن إرسال إشارات السياسة النقدية، التي لم يلتقطها النظام المصرفي وهذا أبقى قناة سعر الفائدة عقيمة، هذه الأخيرة تعاني من ظاهرة تسمى بالالتصاق الطويل، وحسب خبراء صندوق النقد الدولي فإن درجة نفاذية المعدل التوجيهي للسياسة النقدية إلى النظام المصرفي متعلقة بخصائص هيكل النظام المالي، وسنعمل في الفصل الموالي على دراسة خصائص النظام المالي في الجزائر لنقف على مختلف المشاكل التي تعاني منها السوق النقدية الجزائرية، والبحث عن مختلف سبل تفعيلها.

الفصل الثالث: ميكانزمات
تفعيل وتنشيط أداء السوق
النقدية الجزائرية

تمهيد

أدت الأحداث المتعاقبة التي عرفت الأسواق النقدية العالمية في خضم الأزمة المالية (2008) إلى زيادة الاهتمام بهذا الجزء من الأسواق المالية والتساؤل إلى أي مدى كانت هذه الأسواق غير فعالة لتتوالى انخيارات البنوك الواحد تلو الآخر. فحسب العديد من الدراسات ومن بينها (Eric Chardoillet 2010) فإن توقف السوق النقدية كان السبب وراء الأزمة المالية العالمية (2008)، إذ بداية من صيف 2007 توقف المتعاملون في هذه السوق عن التعامل مع بعضهم البعض وما زاد الأمر تأزما هو إفلاس بنك (Lehman Brothers) في سبتمبر 2008. إذ في هذه السوق تعديل العرض وفقا للطلب يتم إما عن طريق الأسعار أو عن طريق الكميات حيث كلما كانت مدة الأدوات المالية المستعملة قصيرة كلما زادت صعوبة استعمال التعديلات عن طريق الأسعار، بل ومن الخطأ استعمالها. لهذا وخصوصا بعد هذا التاريخ أصبح تفعيل أداء هذه الأسواق من أولويات البنوك المركزية والحكومات لأن بجمد السيولة في سوق ما بين البنوك سيؤدي إلى توقف السوق النقدية واختناقها ومن ثم اختناق النظام المالي ككل وهذا سيؤدي إلى أزمة لا محالة وفي نظام مالي متحرر ستتحوّل هذه الأزمة إلى أزمة عالمية وما حدث في 2008 خير دليل على ذلك.

من هنا وبعد الصدمة التي عرفها الاقتصاد العالمي ككل خلال العقد الأول من الألفية الثالثة، ازداد الاهتمام بفعالية الأسواق النقدية في العقد الثاني لتفادي اختناق الأنظمة المالية، ضف إلى ذلك أنّ وجود سوق نقدية فعالة، كفؤة، نشطة، متطورة، شرط وركيزة أساسية لقيام سياسة نقدية فعّالة، سواء للقيام بإدارة السيولة أو لكونها العتبة الأولى لنقل إشارات هذه السياسة، بالإضافة لما تمثله من مصدر للمعلومات عن التوجهات المستقبلية. كذلك، للسوق النقدية دورا هاما في تحقيق الاستقرار المالي، من خلال دورها في توفير السيولة قصيرة الأجل للمؤسسات المصرفية والمالية، والمساهمة في تطور أدوات إدارة المخاطر وكذلك تطوير مختلف الأسواق كسوق السندات الحكومية والسوق المالية.... إلخ.

المبحث الأول: البنية التحتية اللازمة لأسواق نقدية فعالة

تلعب الأسواق النقدية الفعالة دورا هاما في التطبيق الفاعل للسياسة النقدية. وعادة ما تكون العلاقة بينهما معززة بشكل ثنائي: فمن الصعوبة بمكان على الأسواق النقدية أن تتطور إذا كانت السياسة النقدية والعمليات النقدية ضعيفة، ولكن تصبح عمليات البنك المركزي فاعلة أكثر كلما تطورت الأسواق النقدية. وكلما كانت السوق أكثر تنافسية وسيولة؛ يكون إرسال السياسة النقدية أكثر فاعلية. لهذا وجب علينا

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

البحث عن السبل والإجراءات والإصلاحات اللازمة، التي من شأنها أن تكون نقط تحول في هذه الأسواق؛ من المقاربة غير النشطة المثبطة للسياسة النقدية إلى المقاربة النشطة التي تعزز إرسال إشارات السياسة النقدية محققة أهدافها النهائية.

وقبل البث في كيفية تفعيل البنى التحتية للأسواق النقدية والخطوات الواجبة لذلك وقياس مدى فعالية البنية التحتية للسوق النقدية في الجزائر، وجب علينا أولاً تحري مفهوم الفعالية عامة وفعالية الأسواق النقدية خاصة على النحو الآتي.

المطلب الأول: ماهية فعالية الأداء وماهية فعالية الأسواق النقدية

من منطلق كون الأداء يعبر عن مدى إنجاز المهام والوظائف وتحقيق الأهداف وكيفية الوصول إليها، يربط الباحثون مفهوم الأداء بمفهوم كل من الفعالية والكفاءة. وكثيراً ما يتم حصر الأداء في أحد بعديه بجعله مرادفاً لهذين المصطلحين. هذا ما يجعلهما يرتبطان ارتباطاً ضمنيًا بمفهوم الأداء؛ فعندما نقول الفعالية نفهم مباشرة فعالية الأداء وعندما نقيم الأداء نبحث عن مدى فعالية أو كفاءة الإنجاز.

وفي هذا السياق؛ لا يوجد اتفاق بين الباحثين بالنسبة لتعريف مصطلح الأداء، ويرجع هذا الاختلاف إلى تباين وجهات نظر المفكرين والكتاب في هذا المجال، واختلاف أهدافهم المتوخاة من صياغة تعريف محدد لهذا المصطلح، ففريق منهم اعتمد على الجوانب الكمية (أي تفضيل الوسائل التقنية في التحليل) في صياغة تعريفه للأداء، بينما ذهب فريق آخر إلى اعتبار أن الأداء مصطلح يتضمن أبعاداً تنظيمية واجتماعية فضلاً عن الجوانب الاقتصادية، ومن ثم لا يجب الاقتصار على استخدام النسب والأرقام فقط في التعبير عن هذا المصطلح. وتجدد الإشارة إلى أن الاشتقاق اللغوي لمصطلح الأداء مستمد من الكلمة الإنجليزية (Perform To)، واشتقت هذه الكلمة بدورها من اللغة اللاتينية (Performer) والتي تعني تنفيذ مهمة أو تأدية عمل.¹

¹ الشيخ الداوي، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، مجلة الباحث - عدد 07 / 2009 - 2010، ص 2017.

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

في الواقع الكفاءة والفعالية هما وجهان متلازمان عندما يتعلق الأمر بقياس الإنجازات كما يعكس ذلك التوجه الذي يُعرّف الأداء انطلاقاً من البعدين معاً، حيث عرف بأنه : العلاقة بين النتيجة والجهد وهو أيضاً معلومة كمية في أغلب الأحيان تبين حالة أو درجة بلوغ الغايات والأهداف والمعايير والخطط المتبعة.¹

لهذا؛ المفهوم العام للكفاءة مرتبط ومتداخل مع المفهوم العام للفعالية، فالفعالية في هذا السياق تعني إمكانية تحقيق الهدف والوصول إلى النتائج التي يتم تحديدها مسبقاً، والهدف عبارة عن نقطة أو نتيجة يراد الوصول إليها في وقت محدد. أما الكفاءة في مفهومها العام تعني القيام بعمل بأفضل طريقة ممكنة من حيث التكلفة والوقت والربحية. ومن هنا يظهر اختلاف مفهوم الكفاءة عن مفهوم الفعالية حيث أن الفعالية تركز على نقطة النهاية الواجب الوصول إليها بينما الكفاءة تهتم بالكيفية التي يمكن بها بلوغ هذه النقطة، هذا من المنظور العام للفعالية والكفاءة.

أما توبين (1984) فقد اعتبر أن الفعالية والكفاءة وجهان لعملة واحدة، وقدم أربعة تعاريف لفعالية النظام المالي على النحو الآتي:²

✓ **فعالية تحكيم (مراجعة) المعلومات:** تستند هذه الفعالية على افتراض أن الأسعار تعكس كل المعلومات المتاحة للجمهور، وبالتالي فإن المعلومات الداخلية فقط هي التي من شأنها أن تجعل الحصول على عائد يفوق أداء السوق باستمرار ممكناً. من الناحية التقنية، هذا يعني أنه في أي سوق فعال من حيث المعلومات، يكون أفضل نموذج لتقييم الأصول هو السير العشوائي (في نموذج التقييم العشوائي، السعر الحالي لأصل معين هو أفضل مؤشر للسعر المستقبلي لذلك الأصل).

✓ **فعالية التقييم الأساسي:** تشير إلى الحالة التي يتم فيها تحديد سعر الأصل المالي بالكامل من خلال القيمة الحالية للمدفوعات المستقبلية التي ينشأ عنها ذلك الأصل. هذا التعريف للفعالية يستبعد الفقاعات ويفترض أن أسعار الأصول موجهة دائماً بالعناصر الأساسية. كما يعني هذا ضمناً أن أسعار الأصول دائماً "صحيحة"، وأن فترات الجنون المالي أو الذعر المالي لا يمكن أن تحدث. في

¹ عبد المليك مزهودة، الأداء بين الكفاءة والفعالية مفهوم وتقييم، مجلة العلوم الإنسانية محمد خيضر بسكرة، العدد الأول، نوفمبر 2001، ص 87.

² Ugo Panizza, La finance et le développement économique, journal openedition, 2012.

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

أوقات الجنون المالي، تصبح أسعار الأصول المالية "مرتفعة للغاية" بسبب التفاؤل المفرط، بينما تصبح أسعار الأصول خلال فترات الذعر المالي "منخفضة للغاية" بسبب التشاؤم المفرط أو نقص السيولة.

✓ **الفعالية الوظيفية:** ترتبط بالقيمة المضافة الاجتماعية للصناعة المالية. وبما أن الأسواق المالية لا تقدم الخدمات المرتبطة مباشرة بوظيفة المنفعة، فإن الربحية الاجتماعية للوساطة المالية تتلخص في نقطتين أساسيتين: استقرار الاستهلاك والنمو الاقتصادي، والوظيفة النهائية للنظام المالي تتلخص في إرضاء التفضيلات الاستهلاكية للأفراد، بما في ذلك كل الضروريات الأساسية للحياة.

✓ **فعالية المعاملات:** وتشير إلى قدرة السوق على معالجة عدد كبير من المعاملات بتكلفة منخفضة. ويشير هذا التعريف إلى أن الأسواق أو الأسواق السائلة ذات الفجوة الصغيرة بين العرض والطلب هي أكثر كفاءة من الأسواق غير السائلة أو الأسواق ذات الفجوة الكبيرة بين العرض والطلب.

لكن من منظور الأسواق النقدية يمكن أن تفهم فعاليتها بعدة طرق مختلفة. إذ قد تعني فعالية السوق النقدية أن: «هذه السوق تؤدي إلى النتيجة أو التأثير المرجو منها أو الحاسم أو المتعمد». كما أن مصطلح الفعالية يمكن أن يكون أيضا مرادف «للكفاءة»؛ في العادة يستعمل الاقتصاديون مصطلح كفاءة السوق إذا ما عاجلت هذه السوق المعلومات بطريقة فعالة وترجمتها على الفور إلى السعر. مثل هذا النموذج من السوق المالي الكفاء كان محل نقاش خلال أزمة 2008. فعليا، توجد لا تماثلية في المعلومات بين الفاعلين في السوق، وهو ما يتيح فرصا لتحقيق أرباح عبر استراتيجيات نشطة للاستثمار. وفي العموم، على الرغم من آثار إعادة التوزيع إلا أنها لعبة محصلتها الصفر، لأن أرباح مستثمر ما هي إلا خسائر مستثمر آخر.

المالية السلوكية رفضت فرضية السوق الكفاء وترى أن الأفراد غير قادرين على معالجة كل المعلومات في نفس الوقت، وكذلك هم غير قادرين على تقييمها بشكل منهجي وعقلاني مثلما تعتبرهم الفرضيات الصارمة "للإنسان الاقتصادي العقلاني والرشيد". وحسب هذه المدرسة الفكرية، فإن فرضية الأسواق الكفاءة يمكن أن تكون خاطئة، لأنها قد تؤدي إلى تفسيرات غير دقيقة إلى حد كبير للأحداث ومثال ذلك عند تشكل الفقاعات المالية. وبعد أزمة 2008 أثبتت فرضية كفاءة الأسواق المالية مجددا وأصبحت محل جدل كبير وتعرضت لانتقادات شديدة من قبل الاقتصاديين، من بينهم كروغمان (Krugman 2009) الذي يرى أن

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

الإيمان بكفاءة الأسواق المالية قد أعمى الكثير من الاقتصاديين حتى لا نقول معظمهم عند ظهور أكبر فقاعة مالية في التاريخ كما أن لنظرية الأسواق الكفاءة دور كبير في نفخ هذه الفقاعة.

بعد أزمة (2008) أصبح الاقتصاديون أقل تأكدا مما تعنيه فعلا السوق النقدية الفعالة، على سبيل المثال يرى كواك (Kwak2009) أنه من السهل الموافقة على أنها تعني « لن نحصل على شيء مجانا » (الجملة المشهورة « no free lunch ») على أن نوافق على أن الأسعار دائما على حق.¹

أما من وجهة نظر بنك إنجلترا، فبكل بساطة يمكن أن نعتبر الأسواق النقدية الفعالة أو المتطورة أنها الأسواق التي تعمل بشكل جيد وهي التي تدعم البنك المركزي في التطبيق الفاعل للسياسة النقدية وتدعمه كذلك في كل من الاستقرار النقدي والاستقرار المالي، وبشكل أوسع ينبغي أن تدعم التطور الاقتصادي.²

وبشكل ما ارتبط تفعيل الأسواق المالية عامة والأسواق النقدية خاصة بكل من التنمية المالية والعمق المالي نتيجة للصدمات والأزمات التي عرفتھا الاقتصاديات المختلفة، فبعد كل أزمة تتعالى الأصوات الداعية إلى كل منهما في سبيل تفعيل الأسواق. وفي هذا السياق وحسب Dahou Karim وآخرون (2009) فإنّ الأسواق المالية الفعالة الجيدة والناضجة هي تلك الأسواق العميقة، إذ حسبهم تعمل الدول جاهدة لتحسين أداء أسواقها المالية والسبيل إلى ذلك يكون بتبني سياسات نقدية ومالية من شأنها تعميق الأسواق المالية ومن ثم زيادة النشاط الاقتصادي.³

وفي هذا السياق؛ يرى محمد أيمن عزت الميداني أنه تتميز الأسواق النقدية ذات الكفاءة العالية بوجود خصائص على درجة كبيرة من الأهمية، وتمثل هذه الخصائص في :⁴

¹ Joachim Nagel, LES CONSÉQUENCES D'UN MARCHÉ MONÉTAIRE INEFFICACE, Association d'économie financière ,« Revue d'économie financière », 2013/3 N° 111, pages 199 à 214, p 204

² Simon T Gray and Nick Talbot, op cit, p 4,p10.

³ Dahou, Karim and Other, Deepening African Financial Markets For Growth and Investment, Ministerial Meeting and Expert Round Table Nepad- OECD Africa Investment Initiative, 11-12 November 2009, p23

⁴ محمد أيمن عزت الميداني، محاضرة حول تطوير أسواق الرأسمالية في سورية، جمعية العلوم الاقتصادية السورية، يوم الثلاثاء 19 فيفري 2002،

متاحة على الرابط : http://www.mafhoum.com/syr/articles_02/midani/midani.htm

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

✓ **السيولة LIQUIDITY** : تعتبر السيولة أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين. وتعني السيولة المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة وبدون خسارة. أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيرا عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل، طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغير السعر، والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة. فإذا قلت سيولة الأصل انخفضت قابليته للتسويق Marketability، وصار من المطلوب إعطاء خصومات و / أو عمولات أكبر عليه لبيعه بسرعة .

✓ **استمرارية السعر PRICE CONTINUITY** : تعتبر استمرارية السعر أحد المكونات الرئيسية للسيولة. وتعني استمرارية السعر أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار. والسوق المستمرة التي لا تتغير فيها الأسعار بحدّة من صفقة إلى أخرى هي سوق تتميز بالسيولة.

✓ **شمولية السوق MARKET BREADTH** : تتميز الأسواق المالية بالشمولية (أو الوساعة) إذا نتج عن أوامر العرض والطلب حجم تداول كبير . أما إذا كان عدد المتعاملين من البائعين والشارين في السوق قليلا، وكان حجم التداول الناتج صغيرا ، فإن السوق تكون ضيقة . وبسبب حجم التداول الكثيف في الأسواق ذات الشمولية الواسعة يكون الفارق بين سعري الطلب والعرض ضيقا .

✓ **حيوية السوق MARKET RESILIENCY** : عندما يختل التوازن ما بين العرض والطلب في السوق، يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن. وعندما تنهمر الأوامر على السوق أثر أي تغير طفيف في الأسعار ، فإن هذا يدل على حيوية السوق . في الأسواق المالية التي تتمتع بالحيوية ، يكون الفرق ما بين أسعار العرض وأسعار سعر الطلب ضيقا ، ويتم إنجاز أي صفقة بيع أو شراء بسرعة ، كما يكون حجم التداول كبيرا . ويعتبر وجود وسائل سريعة ورخيصة للاتصالات من العوامل الأساسية والضرورية لحيوية السوق .

✓ **كفاءة المعلومات (أو التسعير) INFORMATIONAL (OR PRICING)**

EFFICIENCY : يعتبر توفر المعلومات Availability of Information عن الأوراق المالية ووصولها إلى كافة المستثمرين المحتملين في آن معا بسرعة وبتكلفة ضئيلة من أهم الشروط الضرورية لكفاءة الأسواق المالية . هذا يعني أن أي تغير في المعلومات حول العرض والطلب سيؤدي إلى تغير مقابل في أسعار الأوراق المالية. إن التبدل السريع في الأسعار على ضوء أية معلومات جديدة عن العرض والطلب

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

يعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية. هذه الخاصية تدعى الكفاءة الخارجية **External Efficiency** أو كفاءة المعلومات أو كفاءة السعر.

ويمكن النظر إلى الأسواق المالية الكفاءة كلعبة عادلة *Fair Game* للمتعاملين. بمعنى أنه لا يمكن لأي متعامل أن يحقق بشكل مستمر عوائد استثمارية أعلى من تلك التي يحققها باقي المتعاملين. بما أن كافة المتعاملين يحصلون على نفس المعلومات، فانهم يشتركون في لعبة عادلة. والنتيجة المنطقية لهذه الكفاءة هي أن سعر الورقة المالية في السوق يساوي إلى قيمتها الحقيقية.

✓ انخفاض تكاليف (التداول) المبادلات **LOW TRANSACTION COST**: لا يمكن للأسواق

ذات الكفاءة الخارجية أن تخصص الرأسمال السائل بكفاءة إلا إذا كان من الممكن تداول الأوراق المالية بسرعة وبتكلفة معقولة. هذا يعني أن عمولات الوساطة يجب أن تكون متدنية (رخيصة)، وأن تكون الأوراق المالية قابلة للتسويق فوراً (عمليات مقاصة وتسديد ونقل ملكية سريعة **Clearing Settlement and Transfer**). إذا توفرت هذه الشروط يمكن القول أن الأسواق المالية تتمتع بالكفاءة الداخلية (أو التشغيلية) **Internal (Operational) Efficiency**.

✓ عمق السوق **MARKET DEPTH**: تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية السعر وجود

عمق **Depth** في السوق. والسوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين (أوامر بيع) والمشتريين (أوامر شراء) المستعدين دائماً للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية. فإذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض والطلب (حصل أي تغير بسيط في سعر الورقة المالية)، دخل هؤلاء البائعين والمشتريين المحتملين إلى السوق فوراً للتداول، الأمر الذي يؤدي إلى لجم أي تغير كبير في أسعار الأوراق المالية (السوق لا تحتاج إلى تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية لجذب المتعاملين - مستثمرين ومضاربين).

تدعى الأسواق المالية التي تفتقد إلى خاصية العمق بأسواق ضحلة **Shallow Markets** لأنها تتميز بوجود عدد ضئيل من أوامر الشراء والبيع ولأن فارق **Spread** الأسعار بين هذه الأوامر يكون واسعاً. ينعكس ذلك على نشاط التداول في السوق. فالأسواق الضحلة لا تتحرك إلا إذا حدثت تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية. أما في الأسواق العميقة فإن أسعار الأوراق المالية لا تختلف إلا قليلاً من صفقة إلى أخرى. ينتج عن ذلك أن المتعاملين (المتاجرين) بالأوراق المالية وصانعي الأسواق **Market Makers** يكونون أقل عرضة للخسارة في الأسواق العميقة. ولأنهم يأخذون مخاطرة أقل، فإن

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

الفارق Spread (أي الربح المطلوب) ما بين أسعار الطلب والعرض Bid & Ask Prices في الأسواق العميقة يكون ضيقا. ولتأمين خاصية العمق في السوق، يجب أن تتوفر للمشاركين في السوق وسائل اتصال جيدة، سريعة ورخيصة حتى يتمكنوا من العثور بسرعة على كافة أسعار العرض والطلب ويتمموا الصفقات .

تفتقد الأسواق المشتتة **Fragmented Markets** إلى العمق لأن عددا كبيرا من أسعار العرض والطلب لا يمكن التعرف عليها في الفترة الزمنية الوجيزة اللازمة لإتمام الصفقة . أي أن هناك صعوبة في الاتصالات ما بين المتعاملين في السوق و / أو أن تكلفة الاتصالات باهظة . ويكون الفارق ما بين أسعار الطلب وأسعار العرض واسعا في هذه الأسواق ، وتستغرق عملية إتمام صفقة بيع أو شراء أوراق مالية وقتا طويلا .

المطلب الثاني: مؤشرات قياس فعالية النظام المالي

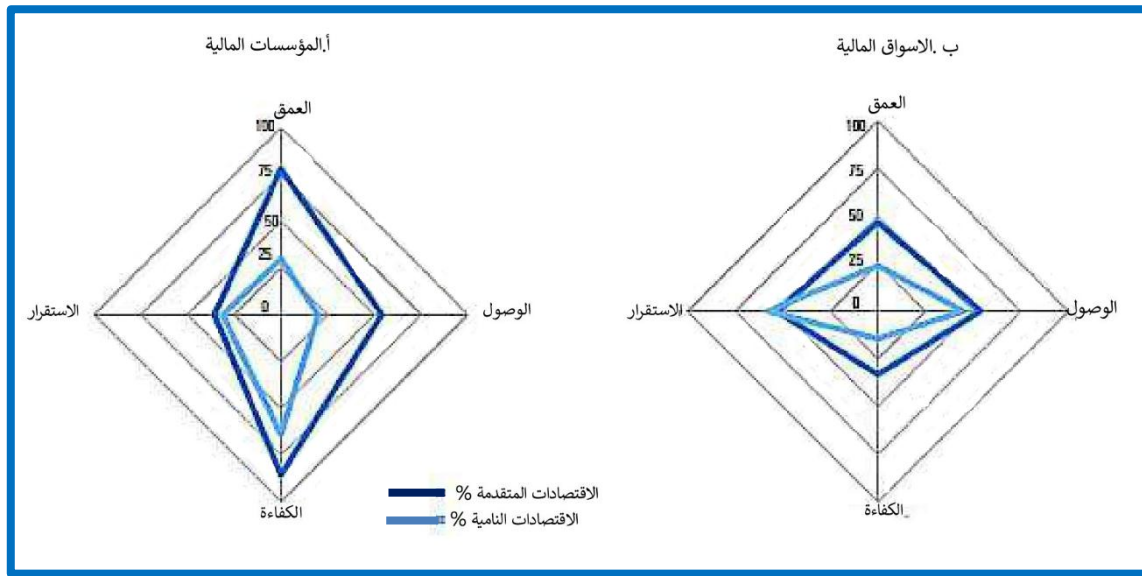
يعزى تعدد الأبعاد التي يمكن من خلالها قياس خصائص النظام المالي إلى أن تجارب الدول لاسيما في ضوء الأزمة المالية العالمية الأخيرة التي أثبتت أن الأزمات المالية لم تنجم فقط عن عدم الاستقرار المالي، بل ترافقت في بعض الاقتصادات بتغيرات هامة في العمق المالي، وبمستوى الشمول المالي والصعوبات والعراقيل أمام الأفراد والمؤسسات في الوصول إلى الخدمات المالية. من جانب آخر، فإن درجة العمق المالي تقيس الحجم فقط (حجم المؤسسات المالية والأسواق المالية)، وهو المؤشر الرئيسي التقليدي الذي كانت تعتمد عليه الدول في قياس درجة التطور المالي، إلا أن ذلك لا يعكس الواقع الحقيقي لدرجة التطور المالي، لأن الأنظمة المالية العميقة لا تتيح بالضرورة الوصول السريع للخدمات المالية، ولا تتسم بالضرورة بسعة الشمول المالي. كما أن النظم المالية الأكثر كفاءة ليست بالضرورة الأكثر استقرارا وهكذا تتابن الدول في خصائص النظم المالية، الأمر الذي يستلزم قياس هذه الخصائص من مختلف الجوانب. وترتبط هذه الخصائص مع التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وسياسات القطاع المالي، والعناصر الأخرى في البيئة التمكينية للتمويل¹.

¹ تقرير الاستقرار المالي لسنة 2014 لسلطة النقد الفلسطينية، جوان 2015 ، ص 22

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

وفي هذا السياق، وضع البنك الدولي (2014) في تقريره منهجية محددة لقياس خصائص النظام المالي في أي دولة، تم بموجبها تقسيم خصائص النظام المالي (المؤسسات المالية، والأسواق المالية) إلى أربعة أبعاد رئيسية، تُعرف بمصفوفة خصائص النظام المالي، وتشمل العمق المالي (حجم الأسواق والمؤسسات المالية)، والشمول المالي (سهولة الوصول والحصول على الخدمات المالية)، الكفاءة المالية، والاستقرار المالي. ويقاس كل بعدٍ من هذه الأبعاد الأربعة لكل من المؤسسات المالية والأسواق المالية.¹ ويتم ترتيب الأبعاد السابقة الذكر في مصفوفة تبين درجة تطور النظام المالي والشكل الموالي يبين ذلك:

الشكل رقم (3-1): مصفوفة قياس التنمية المالية



Source : Report Development Financial Global , 2014, p 6.

وحسب تقرير التنمية المالية العالمية الصادر عن البنك الدولي في 2014 فإن التعبير عن خصائص النظام المالي يكون من خلال مصفوفة خصائص النظام، ويشار إلى أن هناك العديد من المؤشرات البديلة لقياس كل بعد من الأبعاد الأربعة في المصفوفة، وذلك بحسب توفر البيانات لدى الدول، وهي تستخدم كمؤشرات بديلة أو مكملة لبعضها البعض، لا سيما وأن النظم المالية للدول متباينة بشكل كبير من حيث الشكل والحجم فيما يتعلق بالأبعاد الأربعة في المصفوفة. من جانب آخر، وفي سياق التطور السريع

¹ Report Development Financial Global , 2014, p 6.

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

الاقتصادات الدول، فقد أصبحت الخدمات الي تقدمها الأسواق المالية تميل إلى أن تصبح أكثر أهمية من تلك الي توفرها المصارف¹.

تعتبر الأوعية المصرفية بمثابة العمود الفقري للنظام المصرفي ولذا فان تقييم نشاطها وتحليل مستوى كفاءتها يعد مطلباً ضروريا لمعرفة مدى كفاءة السوق النقدي، إن عملية التقييم تعتمد على عدد من المؤشرات الكمية التي تحدد مستوى الأداء وتكشف عن مصادر القوة ونقاط الضعف في هذه السوق ومدى كفاءة الأوعية المصرفية في تعبئة مدخرات العائلات. وبناء على توصيات البنك الدولي الواردة في تقريره لسنة (2014) فإنه يتم قياس فعالية الأسواق النقدية باستعمال المؤشرات التالية:

1- مؤشرات الشمول المالي:

حظي موضوع توسيع فرص الوصول للتمويل والخدمات المالية أو ما يعرف بمصطلح الشمول المالي باهتمام واسع في السنوات الماضية على مستوى صانعي السياسات الاقتصادية والمالية في مختلف دول العالم. ويأتي ذلك للدور والأهمية الكبيرة لتحسين الوصول للخدمات المالية في المساهمة في خلق فرص العمل وتعزيز النمو وتحسين مستويات المعيشة. وقد تعزز هذا الاهتمام، مع إقدام الأطر والمؤسسات الدولية المعنية وفي مقدمتها مجموعة العشرين (G-20) على تبني موضوع تعزيز الشمول المالي، كواحد من المحاور الرئيسية في أجندة التنمية الاقتصادية العالمية. وقد تجسد ذلك في إصدار مجموعة من المبادئ والمعايير الدولية وإنشاء برامج وهيئات عالمية، تعنى بمتابعة هذه القضايا².

يعرف البنك الدولي (2014) الشمول المالي بأنه نسبة الأشخاص أو الشركات التي تستخدم الخدمات المالية³، كما يمكن تعريفه أيضا أنه مدى قدرة الأفراد ومؤسسات الأعمال على الحصول على الخدمات المالية والمصرفية واستخدامها بفعالية وبتكلفة معقولة⁴. ويقصد به أيضا، إتاحة الخدمات المالية الرسمية لمختلف فئات المجتمع بما في ذلك الحسابات المصرفية والتوفير، خدمات الدفع والتحويل، خدمات التأمين، وخدمات التمويل والائتمان وفي ظل غياب هذه الخدمات، قد يلجأ البعض إلى قنوات غير رسمية لتوفيرها،

¹ تقرير الاستقرار المالي لسنة 2014 لسلطة النقد الفلسطينية، جوان 2015، ص ص 22-23

² محمد يسر برنيز، توسيع فرص الوصول للتمويل والخدمات المالية في الدول العربية ودور المصارف المركزية، ورقة قدمت في اجتماع الدورة السادسة والثلاثين لمجلس محافظي المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية والتي عقدت في الكويت في 1 أكتوبر 2012، ص 1.

³ Report Development Financial Global , 2014, p 21.

⁴ horsten Beck and Robert cull, Banking in Africa, center for the study of African economies (CSAE), Working paper No. 16,(Oxford: CSAE, August 2013), pp.2-3.

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

وهي التي - أي هذه القنوات - عدا عن كونها غير موثوقة ولا تخضع للرقابة والإشراف ومرتفعة الأسعار نسبياً، هي كذلك قد لا تكون مناسبة لاحتياجات هؤلاء من الخدمات المالية والمصرفية.¹

يمكن أن تساعد الخدمات المالية في دفع عجلة التنمية، فهي تساعد الناس على الإفلات من براثن الفقر، إذ تكشف مجموعة متزايدة من البحوث أن هناك منافع إنمائية عديدة يمكن تحقيقها من الشمول المالي، لا سيما من استخدام الخدمات المالية الرقمية بما فيها الخدمات المالية عبر الهواتف المحمولة، وبطاقات الدفع، وغيرها من تطبيقات التكنولوجيا المالية. ورغم تفاوت الشواهد إلى حد ما، فإنه حتى الدراسات التي لم تتوصل إلى نتائج إيجابية تشير غالباً إلى إمكانية تحقيق نتائج أفضل من خلال إيلاء اهتمام كبير للاحتياجات المحلية.²

وفيما يلي مؤشرات الشمول المالي لكل من الأسواق المالية والمؤسسات المالية:

أ- الكثافة المصرفية والانتشار المصرفي:

تعني الكثافة المصرفية عدد البنوك المتاحة لخدمة السكان، هناك عدة نماذج تناولت عملية انتشار البنوك بطريقة أو بأخرى فمثلاً نموذج كاميرون Cameron الذي وضع عام 1967 حيث ينص أن لكل 10.000 شخص فرع واحد لبنك، مبدأ هذا النموذج مبني على عرف دولي حيث يتم قياس عدد الفروع ببساطة من خلال المعادلة التالية:

$$\text{المصرفية} = \frac{\text{عدد فروع البنوك}}{\text{عدد السكان}} \times 10.000$$

إذا كان يساوي 1 فهو العدد المثالي للتوزيع، وإذا كان أكبر من 1 فهناك انحراف موجب بمعنى هناك انتشار كبير للمصارف، وقد يكون هذا الانتشار أكبر من الحاجة إليه مما يشكل عبئاً كبيراً من حيث التكلفة على المصارف، وبالتالي انخفاض ربحية البنك، أما إذا كان أقل من 1 فهناك انحراف سلبي بمعنى انتشار البنوك حسب هذا النموذج غير كافية وبالتالي لا تصل الخدمة المصرفية إلى شريحة معينة من الناس ممن هم في حاجة إلى هذه الخدمة.³

¹ محمد يسر برزني، مرجع سبق ذكره، ص 1.

² آسلي ديميرجوتش-كونت وآخرون، قياس مستوى الشمول المالية وثورة التكنولوجيا المالية، قاعدة بيانات المؤشر العالمي للشمول المالي بمجموعة البنك الدولي، 2017، ص 1.

³ جميل سالم الزيدانين، أساسيات في الجهاز المالي، المنظور العملي، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، ط 1، 1999، ص 12.

الفصل الثالث: ميكانزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

ب- عدد مستخدمي ماكينات الصراف الآلي: وهو مؤشر يوضح مدى توفير الخدمات المالية التي تعتمد على التكنولوجيا والتقنية الحديثة في تسهيل المعاملات المالية، وواحدة من العوامل التي تعمل على دفع الافراد إلى انجاز معاملاتهم المالية خارج الجهاز المصرفي هي ضعف انتشار ماكينات السحب الآلي.

ج- عدد الحسابات البنكية التي يمتلكها البالغون (فوق 15 سنة) بالمؤسسات المالية لكل 1000 من السكان : ويظهر هذا المؤشر مدى الاقبال على المؤسسات المصرفية كوسيلة لتعبئة المدخرات وتوفيرها لتمويل الاستثمارات المختلفة، وكلما تزايد عدد هؤلاء المودعين والمقترضين كلما كان ذلك مؤشرا على المزيد من الوعي المصرفي.¹

2- مؤشرات العمق المالي :

يُعرّف العمق المالي، في أبسط صوره، بأنه حجم أو نشاط القطاع المالي في الاقتصاد، ويُقاس تقليدياً بنسبة ودائع المصارف التجارية إلى الناتج المحلي الإجمالي. ويُستعمل مصطلح "التعميق المالي" للإشارة إلى توسيع قاعدة القطاع المالي وزيادة دوره في تمويل النشاط الاقتصادي. ويستند هذا المفهوم إلى الرؤية التقليدية التي ترى في تطور المؤسسات المالية الوسيطة رافعة للنمو الاقتصادي، من خلال تعبئة المدخرات وتحويلها إلى استثمارات منتجة. غير أن هذه الرؤية تفترض ضمناً وجود قطاع مالي متطور قادر على أداء وظائف الوساطة بكفاءة.

في الاقتصادات النامية، يكتسب العمق المالي بعداً إضافياً، إذ يرتبط بتخفيف تجزئة الأسواق المالية وتمكينها من تحديد أسعار أكثر دقة ومواءمة مع ندرة الموارد. وقد أوضح كلٌّ من Shaw و McKinnon أن تحقيق معدلات فائدة حقيقية موجبة يُعد خطوة أساسية في هذا المسار، إذ تُحفّز تلك المعدلات الادخار المالي وتُسهم في توسيع نطاق الوساطة المالية وتعزيز تمويل الاقتصاد.²

ويرتبط مفهوم العمق المالي كذلك بثلاثة أبعاد رئيسية (Mukundi, 2013, p.2):³

¹ نخلة أحمد أبو العز، تقييم أداء القطاع المالي في أفريقيا، مجلة دراسات، المجلد الحادي والعشرون، العدد الثاني أبريل 2020، 31.

² جواوي علي، ضيف أحمد، أثر العمق المالي على النمو الاقتصادي في الجزائر للفترة (1990-2018)، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 12 / العدد: 3 (2021)، (524-542)، ص 529

³ Mukundi, Alex, 2013, The Relationship between Financial Deepening and Gross Domestic Product In Kenya: A Case Of Nse Listed Financial Institutions, School of Business, University of Nairobi, p2.

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

✓ مدى قدرة القطاعات الاقتصادية والوكلاء الماليين على استخدام مختلف الأسواق المالية في اتخاذ قرارات الادخار والاستثمار، بما في ذلك الأدوات ذات الاستحقاقات الطويلة، وهو ما يعكس سهولة الوصول إلى التمويل.

✓ قدرة الوسطاء الماليين والأسواق على تعبئة رؤوس الأموال وتحقيق أحجام تداول مرتفعة دون تقلبات حادة في أسعار الأصول، بما يجسد كفاءة النظام المالي وعمقه.

✓ تنوع الأصول وتوزيع المخاطر عبر أدوات مالية متعددة، مما يُعزز فرص التحوط ويزيد من استقرار النظام المالي ككل.

غير أن الأسواق المالية في الدول النامية ما تزال تُظهر تباينًا واسعًا في العوائد الحقيقية نتيجة تجزئتها وضعف الشفافية وارتفاع تكاليف المعاملات. ويُعزى ذلك إلى قصور الهياكل الارتكازية المادية والتنظيمية والمعلوماتية. ومع تطور النظام المالي، تضيق فجوة العوائد تدريجيًا، بفضل تحسن كفاءة السوق وظهور آليات تنظيمية ومؤسسات داعمة مثل وكالات تقييم الائتمان، وهيئات تنظيم الأوراق المالية، وتطبيق تكنولوجيا المعلومات في نشر الأسعار وتحليلها.

علاوة على ذلك، فإن نجاح السياسة النقدية يعتمد بدرجة كبيرة على مستوى تطور وعمق النظام المالي. ووجود بنية مالية غير متطورة، تتسم بضعف تنوع الأدوات المالية، وقلة الوساطة المالية، وعدم كفاءة قنوات انتقال السياسة النقدية، من شأنها أن تحدّ من فعالية تدخلات البنك المركزي. ومن ثم، يجب أن يتوفر هذا الأخير على إطار مؤسسي متين، وأدوات تقنية ملائمة، ونظام مصرفي قادر على نقل الإشارات النقدية بسلاسة نحو الاقتصاد الحقيقي¹.

إن تعميق النظام المالي يتطلب، إلى جانب الإصلاحات الداخلية للقطاع، إصلاحات اقتصادية كلية أوسع، تشمل تحرير معدلات الفائدة وأسعار الصرف، وإزالة الرقابة المركزية على الأسعار والتجارة. فهذه الإجراءات مجتمعة تُمكن المؤسسات المالية من إدارة المخاطر بكفاءة أكبر، ولا سيما مخاطر السيولة وتقلب الأسعار، بما يُسهّم في بناء قطاع مالي أكثر مرونة وقدرةً على دعم مسار التنمية الاقتصادية.

¹ ZAKANI Abdessamad, AMEUR Ahmed Houmane, Évaluation de la profondeur du système financier marocain : un préalable essentiel à l'adoption de la stratégie de ciblage d'inflation, African Scientific Journal , Vol : 03, Numéro 30 Juin 2025,(1010-1033), p1012.

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

ومع تقدم عملية التنمية، تزايد الحاجة إلى أسواق مالية متطورة تتداول فيها أدوات أكثر تعقيداً مثل المشتقات المالية والسندات والأسهم، مما يستدعي بدوره قاعدة مؤسسية وتقنية متقدمة. وهكذا، يُصبح العمق المالي ليس مجرد توسع في حجم المعاملات، بل تحولاً هيكلياً في وظيفة النظام المالي نحو تعزيز الكفاءة، وإدارة المخاطر، ودعم النمو الاقتصادي المستدام.

وتتمثل مؤشرات العمق المالي فيما يلي: ¹

أ- نسبة ائتمان القطاع الخاص إلى الناتج المحلي:

تعرف هذه النسبة بأنها الائتمان الذي تقدمه البنوك والمؤسسات المالية الأخرى للقطاع الخاص مقسوماً على الناتج المحلي الإجمالي ويستخدم هذا المؤشر في قياس نمو القطاع المصرفي ومستوى الوساطة المالية فهذا المؤشر يقيس بدقة الكمية الفعلية للأموال الموجهة إلى القطاع الخاص أكثر من أي مقياس آخر وترتبط نسبة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي مباشرة بالاستثمار والنمو وتفسر الزيادة في هذه النسبة بزيادة الخدمات وتحسن في الوساطة المالية والنمو في إجمالي الودائع.

إن معظم الائتمان الممنوح للقطاع الخاص الموجه نحو القطاعات الاقتصادية الإنتاجية سواء السلع منها أو الخدمية ويضمن لها توفير السيولة اللازمة لذلك فإن ارتفاع نسبة الائتمان الموجه للقطاع الخاص من إجمالي الناتج المحلي، يشير إلى تعزيز مؤشرات العمق المالي وتقوية الروابط بين القطاع المصرفي والاقتصاد الحقيقي. ولقد أثبتت التجارب الدولية أن الزيادة الكبيرة في نمو هذا الائتمان يسهم في وقوع الأزمات المالية.

وقد أوصت لجنة بازل بضرورة عدم زياده فجوة الائتمان عن اثنين بالمئة من منحنى النمو طويل الاجل تشير البيانات المحتسبة لفجوة هو من أبسط المؤشرات التي تقيس نسبة التنقيب في الاقتصاد وتقدم النقود خدمات هامة تخص المدفوعات والادخار حيث يقدم النقد بمعناه الضيق ام واحد خدمات المدفوعات التي يجب ان تزداد انسجاما مع المعاملات الاقتصادية التي يجب ان تزيد بسرعه اكبر عن تحقيق العنق المالي الاذاعات بالنسبة للناتج المحلي الاذاعات الماليه بمفهومها الواسع تتضمن اوراق ماليه مثل السندات الحكوميه وأسهم الشركات وكذلك الحقوق على المؤسسات غير المصرفية وتمثل نسبة الودائع المصرفية كنسبه من الناتج المحلي

¹ ليث سامي العبيدي، اتجاهات مؤشرات العمق المالي لعينة من الدول العربية: دراسة مقارنة، جامعة الموصل كلية الإدارة والاقتصاد، الدبلزم العالي العلوم المالية والمصرفية، 2020، ص13-17

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

الاجمالي الودائع لدى البنوك او الادخار حيث يعني ارتفاع هذه النسبة مقدار اكبر من الاستثمارات وبالتالي زياده النمو الاقتصادي .

ب- نسبة كل من النقود بالمعنى الواسع M2 الى الناتج المحلي الإجمالي (نسبة ودائع

القطاع الخاص إلى الناتج المحلي) :

وهما مترابطان من خلال تعريف النقود بأنها عملة في التداول مضافا إليها الودائع، والأخيرة هي المصدر الرئيسي لتمويل الائتمان. ومن المعلوم أيضا أن العمق المالي يتزايد مع التطور الاقتصادي، ويبقى السؤال عن محددات تغير العمق المالي مطروحا للبحث وفي اهتمامات متخذي قرارات السياسة النقدية والائتمانية.¹

ب - نسبة أصول القطاع المصرفي إلى الناتج المحلي الإجمالي: وهي النسبة التي تعكس حجم القطاع المصرفي في الاقتصاد

ج- نسبة أصول المؤسسات المالية غير المصرفية إلى الناتج المحلي الإجمالي: وهي النسبة التي تعكس حجم القطاع المالي غير المصرفي في الاقتصاد.

د- نسبة رأس المال السوقي للأسواق المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي : ويقاس المؤشر عن طريق قسمة راس المال السوقي خلال فترة زمنية معينة تكون في العادة سنة على الناتج المحلي الإجمالي لنفس الفترة لتوضيح مدى مساهمتها في الاقتصاد.

3- مؤشرات الكفاءة المالية:

يعتبر صافي هامش الفائدة من أهم العوامل التي تقيس الكفاءة التشغيلية للبنوك، وذلك من حيث دورها الوسيط المتمثل بإدارة المدخرات وتخصيص القروض. يمكن أن يكون ارتفاع هامش سعر الفائدة مثبطا للاستثمار وبالتالي قد ينجم عنه تباطؤ في النمو الاقتصادي. لذا يبرز الاهتمام في العديد من الدول بتحليل هيكل ومكونات هامش سعر الفائدة وآثارها على القطاع المصرفي. في هذا السياق، اختلفت الدراسات بخصوص تحديد مستوى هامش سعر الفائدة الأمثل، إلا أن بعض الدراسات أظهرت أن هامش سعر الفائدة المرتفع المتمثل بانخفاض أسعار الفائدة على ودائع العملاء وارتفاع سعر الفائدة على القروض الممنوحة

¹ أحمد أبريهي علي، المصارف والائتمان والعمق المالي بين العراق والتجربة الدولية، البنك المركزي العراقي، جانفي 2018، ص23.

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

سيؤدي إلى تراجع المدخرات وزيادة تكلفة الإقراض على المقترضين المحتملين مما يؤدي إلى انخفاض الاستثمار.¹

ويتم حساب هامش سعر الفائدة بالفرق بين سعر الفائدة الذي تتقاضاه البنوك على القروض المقدمة للعملاء وسعر الفائدة الذي تدفعه البنوك التجارية أو البنوك المماثلة على الودائع تحت الطلب، أو الودائع لأجل، والودائع الادخارية.²

4- مؤشرات الاستقرار المالي:

الاستقرار المالي هو عبارة عن الظروف التي يكون فيها النظام المالي والذي يتكون من الوسطاء الماليين والأسواق المالية والبنية الأساسية للأسواق قادرا على تحمل الصدمات والاختلالات المالية، ويضمن استمرار عمليات الدفع والتسوية في الاقتصاد؛ ومنه تقليل احتمال تعطل وظيفة الوساطة المالية؛ التي إذا ما تعطلت تؤدي إلى ضعف كبير في المدخرات وضياع فرص تحويلها إلى استثمارات مرجحة.

أبسط وأقصر تعريف للاستقرار المالي هو تجنب وقوع الأزمات المالية، ويمكن تعريفه أيضا أنه " العمل على التأكد من قوة وسلاسة عمل جميع مكونات النظام المالي، مما ينضوي على غياب التشنجات والتوترات في هذا الجهاز بما ينعكس سلبا على الاقتصاد". وأيا ما كان تعريف الاستقرار المالي فهو يرتبط بالنظام المالي ومكوناته والأنشطة المرتبطة به، وعلى رأس ما يولى له الأهمية والعناية؛ أسواق المال والبنوك التجارية، ومن أهم الجهات المسؤولة عن تحقيق ذلك البنوك المركزية من خلال السياسات النقدية والمالية التي تنتهجها.³

أ.درجة التركيز : ويوضح طبيعة السوق الذي يحكم عمل الصناعة المصرفية، ويعبر عنه بما يعرف بمؤشر درجة التركيز Concentration Rate، والذي يحسب باستخدام مقياس Herfondahl-

¹ رامي يوسف عبيد، العوامل المؤثرة في صافي هامش الفائدة لدى القطاع المصرفي في الدول العربية، صندوق النقد العربي 2020، ص 5.

² صندوق النقد الدولي، الإحصاءات المالية الدولية، وملفات البيانات.

³ أحمد مهدي بلواقي، البنوك الإسلامية والاستقرار المالي : تحليل تجريبي مناقشة نتائج ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد الدولي، مجلة جامعة

الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 21، العدد 2، ص ص (17-96)، 2008، ص ص 71-72.

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

Hirschman Index (HHI).¹ ويتم حسابه من خلال مربع الحصة السوقية للبنك من إجمالي موجودات البنوك، وفق المعادلة التالية :²

$$H = \sum_{i=1}^n \left(\frac{X_i}{\sum(X_i)} \right)^2$$

حيث أن :

H : تمثل مؤشر Herfindahl ؛
 n : تمثل عدد البنوك؛
 X : تمثل إجمالي موجودات البنك؛
 i : تمثل البنك الواحد.

ب. مؤشر **Z-Score**: يتم احتسابه باستخدام المعادلة التالية:³

$$Z - Score = (ROA_i + (E / TA_i)) / \sigma (ROA_i)$$

حيث :

ROA : تمثل العائد على الموجودات
 $\sigma(ROA)$: الانحراف المعياري للعائد على الموجودات
 E / TA_i : حقوق المساهمين إلى الموجودات
 i : تمثل البنك الواحد

ج. مؤشر السيولة : تعتبر نسبة الأصول السائلة إلى إجمالي الأصول من أهم النسب التي تقيس قدرة البنوك على الوفاء بالتزاماتها بالاعتماد على أصول عالية الجودة وقابلة للتسييل بشكل أسرع من الأصول الأخرى.⁴

المطلب الثالث: قياس فعالية النظام المالي في الجزائر

توصلنا في الفصل السابق من هذه الدراسة إلى أن معدلات الفائدة في سوق الجملة لا تنفذ (تنتقل) إلى سوق التجزئة في الجزائر، وهذا ما عرقل نقل ذبذبات السياسة النقدية وجعل قناة سعر الفائدة عقيمة، وعند البحث في الأدبيات الاقتصادية اتضح أن هذه الحالة تسمى بالالتصاق الطويل، وحسب خبراء صندوق النقد الدولي فإن درجة نفاذية المعدل التوجيهي

¹ أحمد أبريهي علي، المصارف والإئتمان والعمق المالي بين العراق والتجربة الدولية، البنك المركزي العراقي، جانفي 2018، ص 9.

² رامي يوسف عبید، تجارب أنظمة الإنذار المبكر لدى المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية (التميز بالأزمات المالية)، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2019، ص 53.

³ رامي يوسف عبید، تجارب أنظمة الإنذار المبكر لدى المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية، مرجع سبق ذكره، ص 53.

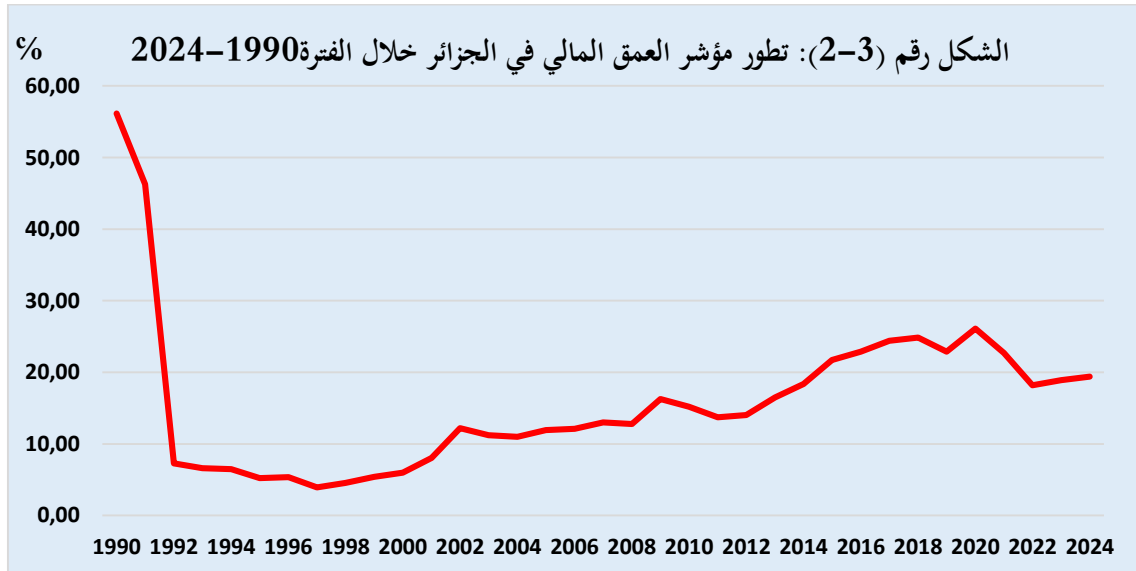
⁴ تقرير الاستقرار المالي للدول العربية 2019، ص 59.

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

للسياسة النقدية إلى النظام المصرفي متعلقة بخصائص هيكل النظام المالي. وبعد دراستنا في بداية هذا الفصل لمختلف مؤشرات قياس كفاءة النظام المالي حسب صندوق النقل الدولي، سنعمل على قياس هذه المؤشرات وفق السياق الجزائري، بهدف الوقوف على أهم سمات وخصائص هيكل النظام المالي الجزائري.

1- العمق المالي في الجزائر :

ظهر مؤشر العمق المالي مقاسا بنسبة الائتمان الممنوح من المصارف للقطاع الخاص إلى إجمالي الناتج المحلي متذبذبا خلال مجال الدراسة وعرف منحى تصاعدي من سنة 1992 إلى 2020 والتي سجلت أعلى نسبة خلال مجال الدراسة بـ 26.10 %، في إشارة إلى تزايد درجة التشابك بين القطاع المصرفي والنشاط الاقتصادي، وبالتالي دعم وتعزيز النمو الاقتصادي، لا سيما على ضوء ما أثبتته العديد من الدراسات من وجود علاقة قوية ومعنوية بين الائتمان الممنوح للقطاع الخاص (المحرك الرئيسي للنشاط الاقتصادي) والنمو الاقتصادي. وتطور مؤشر العمق المالي في الجزائر يظهر من خلال الشكل الموالي رقم (2-3) :



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على احصائيات البنك الدولي (أنظر الملحق رقم 5)

يبين الشكل رقم (2-3) تطور مؤشر الشمول المالي في الجزائر خلال الفترة 1990-2024، ويظهر بوضوح أن هذا المؤشر عرف اتجاهاً عاماً متذبذباً مع مراحل من التحسن المتقطع تلتها فترات من التراجع، مما يعكس الطبيعة غير المستقرة لمسار التحول المالي في الجزائر. ففي بداية السلسلة الزمنية، كانت مستويات

الفصل الثالث: ميكانزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

الشمول المالي مرتفعة نسبياً (تفارب 60%)، وهو ما يعكس الطابع المعبأ للاقتصاد في ظل النظام الاشتراكي الذي كان يوظف كل إمكاناته المالية والبشرية لخدمة أهداف التنمية والتشغيل، رغم محدودية الأدوات المالية وتدني درجة الانفتاح آنذاك. فقد كانت الدولة تتحكم في مجمل القنوات التمويلية، مما ضمن درجة معينة من الشمول المالي عبر الجهاز المصرفي العمومي الموجه.

غير أنّ هذا الاتجاه عرف انكساراً حاداً خلال تسعينيات القرن الماضي، حيث تراجع المؤشر إلى حدود 6.5% سنة 1995، وهو أدنى مستوى خلال كامل الفترة، نتيجة للأزمة الاقتصادية والمالية التي أعقبت انهيار أسعار النفط وتفاقم المديونية الخارجية، إلى جانب التحولات السياسية والاجتماعية الحادة التي شهدتها البلاد. وعلى الرغم من أن هذه الفترة شهدت بداية ما عُرف بـ"الإصلاحات الهيكلية" و"الانتقال نحو اقتصاد السوق"، إلا أن الواقع أظهر أن هذه الإصلاحات كانت جزئية وغير فعالة، إذ ركزت على الجوانب الشكلية دون إعادة هيكلة حقيقية للجهاز المالي. فالبنوك بقيت خاضعة للهيمنة العمومية، والقطاع المالي ظل موجّهاً أكثر نحو تمويل الدولة والمؤسسات العمومية، ما حال دون تحقيق انفتاح فعلي أو تعميق المالي. وبالتالي، فإن ما سُمّي بـ"إصلاحات التسعينيات" لم يؤدّ إلى تحديث جوهري للنظام المالي، بل أسفر عن تراجع في الوظيفة التنموية للقطاع المالي وتقلص في قدرته على تعبئة الادخار وتوسيع التمويل الإنتاجي.

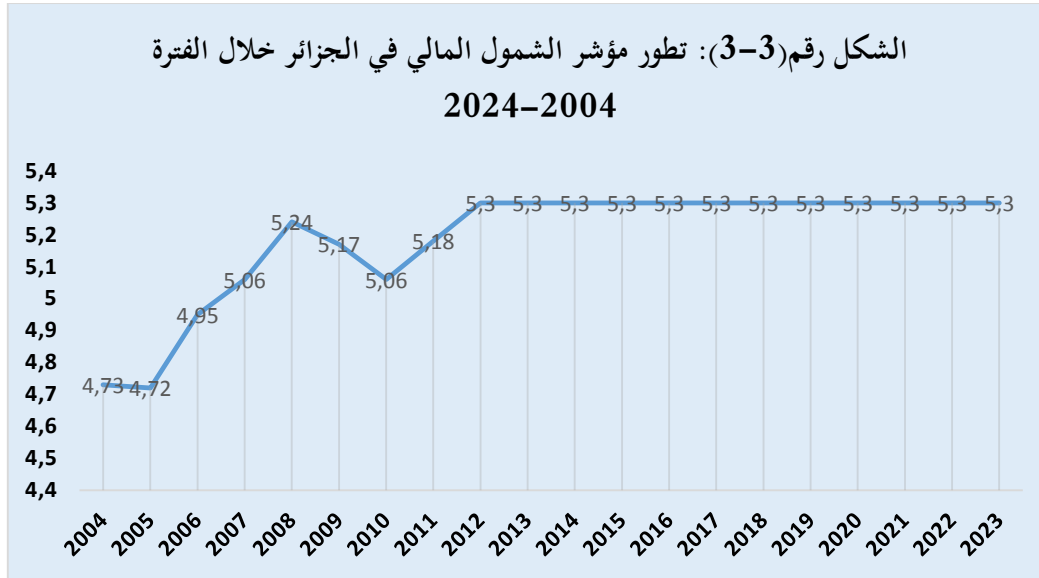
ومع بداية الألفية الجديدة، بدأ المؤشر يعرف تحسناً تدريجياً ليلعب مستويات تفوق 12% في منتصف العقد الأول من القرن الحادي والعشرين، مدفوعاً بارتفاع عائدات النفط والبحبوحة المالية التي شهدتها الجزائر خلال تلك المرحلة. غير أن المفارقة اللافتة هي أن اقتصاد السوق والوفرة المالية لم يحققا ففزة موازية في حجم الائتمان الموجه للاقتصاد، حيث ظل الأداء المالي ضعيفاً ومحدود الأثر على القاعدة الاجتماعية، ما يدل على أن المشكل لم يكن في الموارد بل في كفاءة التسيير وعمق الإصلاح. فقد بقيت الخدمات البنكية محدودة الانتشار، واستمر عزوف جزء كبير من السكان والمؤسسات الصغيرة عن التعامل مع الجهاز المصرفي الرسمي، في ظل انتشار واسع للنقد المتداول خارج القنوات البنكية.

وفي السنوات اللاحقة، خاصة بعد أزمة النفط سنة 2014، عرف المؤشر تذبذباً جديداً إلى غاية 2024 نتيجة الضغوط المالية وانكماش الائتمان بسبب جائحة كورونا، ورغم الإصلاحات الرقمية والمصرفية الحديثة، مثل تعميم أنظمة الدفع الإلكتروني، وإطلاق منتجات مصرفية جديدة موجهة للأفراد والمؤسسات الصغيرة إلا أن هذا المؤشر بقي يتراوح بين 18.35% سنة 2014 و 19.40% سنة 2024.

الفصل الثالث: ميكانزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

2- الشمول المالي في الجزائر:

يظهر من خلال الشكل الموالي رقم (3-3) تطور مؤشر الشمول المالي مقاسا بعدد الفروع لكل 100 ألف بالغ في الجزائر خلال الفترة 1980-2024:



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي

يظهر من خلال الشكل رقم (3-3) أنه ابتداءً من عام 2011 تقريباً، استقر المؤشر عند حدود 5.1 إلى 5.3 فروع لكل 100 ألف بالغ، دون أي تطور ملموس. هذا الثبات يدل على ضعف ديناميكية التوسع المالي رغم التحولات الكبرى التي عرفها الاقتصاد الجزائري، لا سيما خلال مرحلة البحبوحة المالية (2005-2014) ثم أزمة ما بعد انهيار أسعار النفط (2014-2016) وجائحة كوفيد-19 لاحقاً.

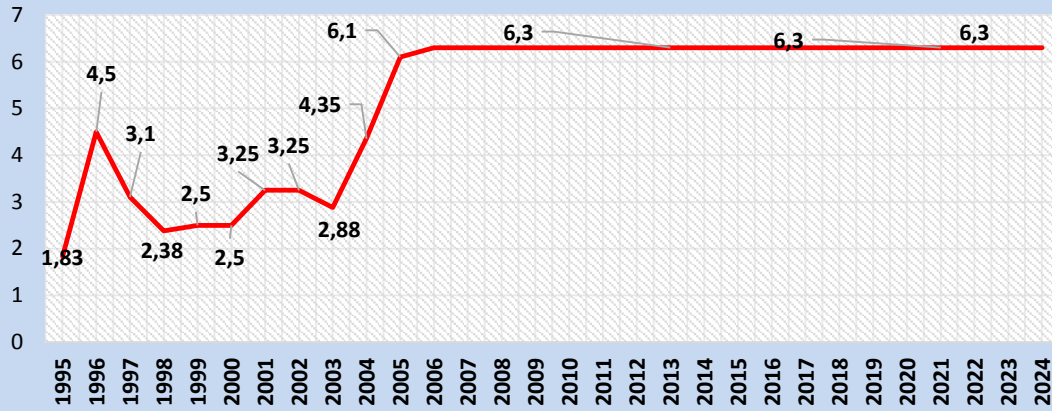
يُبرز استقرار المؤشر عند مستويات منخفضة أن الشمول المالي في الجزائر لا يزال ضعيفاً بنسبة .

3- الكفاءة المالية في الجزائر :

أظهر مؤشر الكفاءة المالية للمؤسسات المالية في الجزائر مقاسا بالهامش بين معدلات الفائدة على القروض ومعدلات الفائدة على الودائع ثباتاً مطلقاً منذ سنة 2006 إلى غاية 2024 عند عتبة 6.30، هذا ما يدل على أن البنك المركزي لم يعمل على زيادة كفاءة العمل المصرفي خلال هذه الفترة. والشكل الموالي رقم (3-4) يظهر تطور مؤشر الكفاءة المالية في الجزائر:

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

الشكل رقم (3-4) تطور مؤشر الكفاءة المالية في الجزائر خلال الفترة 1995-2024



المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات البنك الدولي (أنظر الملحق رقم 5)

يُظهر الشكل رقم (3-4) منحنى هامش معدل الفائدة في الجزائر خلال الفترة 1995-2024 مساراً متبايناً يعكس التحولات الهيكلية التي عرفها الجهاز المصرفي الوطني. فعلى المستوى الكمي، بدأ الهامش عند 1.8% سنة 1995 ثم ارتفع تدريجياً ليصل إلى نحو 6.3% مع استقرار طويل نسبياً في العقد الأخير. ويُترجم هذا المسار تفاعلاً مع مراحل الإصلاح المالي والتحول الاقتصادي التي مرت بها الجزائر، والتي لم تُحدث رغم عمقها المعلن نقلة نوعية في كفاءة النظام المالي.

في النصف الثاني من التسعينيات، اتسمت المرحلة الأولى بانخفاض الهامش النسبي وتقلبه، نتيجة التحرير الجزئي لأسعار الفائدة عقب تطبيق برامج التعديل الهيكلي عقب إملاءات صندوق النقد الدولي. غير أن هذا الانخفاض لم يكن دلالة على كفاءة مصرفية مرتفعة، بل على استمرار الطابع الإداري للتسعير وضعف المنافسة بين البنوك. فمعظم المؤسسات المالية كانت عمومية، تعتمد على تمويلات موجهة وتعمل في بيئة يغيب عنها الابتكار المالي، مما جعل الأسعار لا تعكس واقع المخاطر أو كلفة الوساطة.

أما في بداية الألفية الجديدة، فقد شهد هامش الفائدة ارتفاعاً واضحاً، حيث انتقل من نحو 3% إلى أكثر من 6% بحلول 2010. ويُفسر هذا الارتفاع بعوامل عدة، أبرزها تحسين السيولة في الجهاز المصرفي بفضل العائدات النفطية، وتباطؤ وتيرة الإصلاح البنكي الذي أبقى على تركّز السوق المصرفية في أيدي عدد محدود من المؤسسات.¹ في هذه المرحلة، لم يكن توسع الهامش ناجماً عن ديناميكية تنافسية أو عن تحسين

¹ وهذا ما أشار إليه تقرير صندوق النقد الدولي أكتوبر 2025، الذي يرى أن هناك مؤسسة واحدة يتركز عليها السوق المصرفي، وهي المؤسسة التي تتعامل معها مؤسسة سونطراك، طبعا كإشارة للبنك الخارجي الجزائري.

الفصل الثالث: ميكانزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

الكفاءة التشغيلية، بل الربحية البنكية ظلت مدفوعة بالعوامل الربعية لا بتحسين الحقيقي في جودة الخدمات أو إدارة المخاطر.

منذ عام 2011 وحتى 2024، استقر الهامش عند مستوى يقارب 6.3%، رغم التغيرات الاقتصادية الكبرى التي مست الاقتصاد الوطني، كهبوط أسعار النفط سنة 2014، والأزمات الصحية والمالية اللاحقة. ويُعد هذا الاستقرار المفرط دليلاً على جمود بنيوي في الجهاز المصرفي، حيث لم تعد آلية تحديد أسعار الفائدة تستجيب لتغيرات العرض والطلب على السيولة - وهذا ما ختمنا به الفصل الثاني من هذه الأطروحة - ، لتوجهات بنك الجزائر. إن هذا الثبات يعكس استمرار هيمنة البنوك العمومية وضعف المنافسة¹ - ولتأكيد ذلك سنعمل على تحليل مؤشر المنافسة في المراحل القادمة من هذه الدراسة- كما يعكس قصور أدوات السياسة النقدية في التأثير عبر قناة أسعار الفائدة، وهي القناة المفترض أن تنقل السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي.

بناءً على ذلك، فإن منحني هامش معدل الفائدة الذي يوضحه الشكل رقم (3-4) في الجزائر لا يُظهر فقط تطوراً كمياً، بل يكشف عن محدودية التحول في كفاءة النظام المالي خلال ثلاثة عقود من الإصلاحات. فرغم الانتقال الشكلي نحو اقتصاد السوق، ظل النظام البنكي يعمل ضمن منطق شبه إداري، هذا ما يظهر الخلل البنوي واختلالات في مسارات التحول الشكلي والتكيف الناقص في الجزائر -وللتأكد من ذلك وجب علينا البحث في المراحل اللاحقة من هذه الدراسة عن ذلك-، حيث يُحافظ على مستويات مرتفعة من الهوامش دون مبرر تنافسي أو إنتاجي. وبذلك، يمكن القول إن استقرار الهامش عند مستوى مرتفع يعكس ضعف الكفاءة السعريّة، وتدني كفاءة الوساطة المالية، وهو ما يعطل جزئياً انتقال أثر السياسة النقدية من البنك المركزي إلى الاقتصاد الحقيقي.

4-الاستقرار المالي في الجزائر:

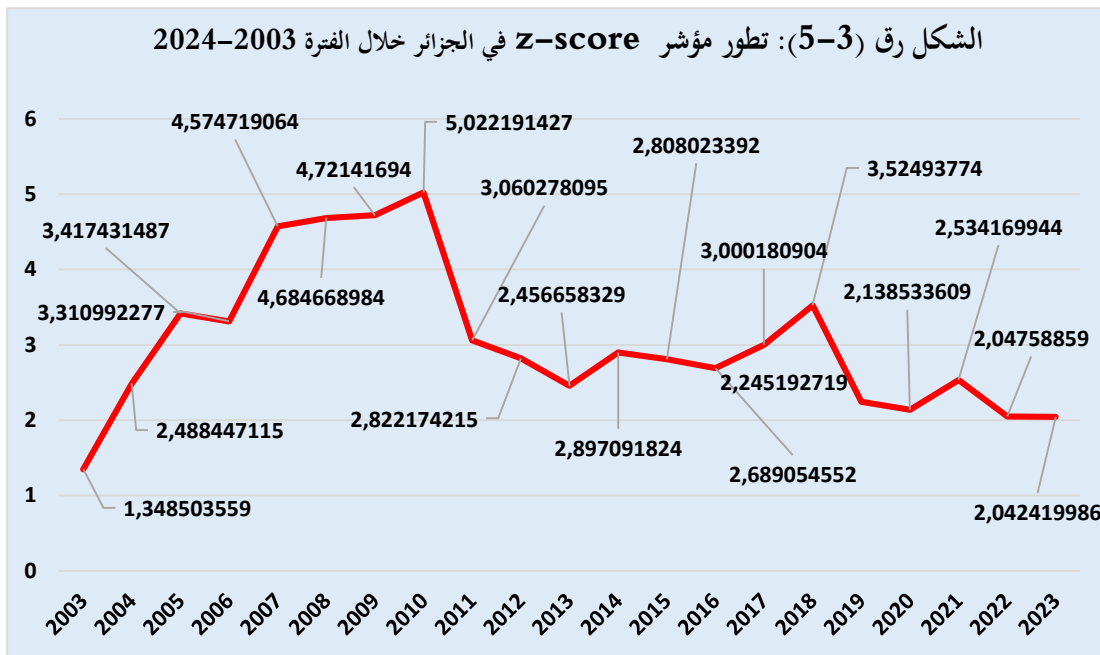
تم في عام 2010 استحداث مهمة جديدة لبنك الجزائر والمتمثلة في الرقابة على الاستقرار المالي. كما تم حسب تعميم بنك الجزائر رقم 07-04 النص بشكل صريح على انشاء لجنة الاستقرار المالي. وحسب المادة 3 من التعميم المذكور، فإن لجنة العمل الخاصة بمراقبة الاستقرار المالي تقوم بإرسال التقارير

¹ وهذا ما أشار إليه Simon T Gray and Nick Talbo ، في الكتيب الذي يدرس تطوير الأسواق المالية في الفصل الذي يشرح كيف تؤثر هيمنة السوق على بث السياسة النقدية في الصفحة 10 وما يليها.

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

مباشرة إلى محافظ بنك الجزائر حول تطور مؤشرات الاستقرار المالي للقطاع البنكي. فيما يخص معايير بازل III، فإن تطبيق القطاع المصرفي لمتطلبات الإفصاح الخاصة ببازل هو إلزامي، ذلك حسب ما نصت عليه المادة 36 من النظام 01-03. كذلك بنك الجزائر قام خلال هذا العام بإصدار نظام 03-18 والمتعلق بالحد الأدنى لرأسمال البنوك والمؤسسات المالية العاملة في الجزائر وهذا دعما لجهود الاستقرار المالي من أجل مواجهة المخاطر البنكية¹.

كما رأينا في المطلب السابق، يستخدم $Z\text{-Score}$ البنكي لقياس الاستقرار المالي أو احتمال إفلاس البنوك، والشكل الموالي رقم (3-5) يبين تطورات هذا المؤشر في الجزائر خلال الفترة 2002-2024:



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (06)

من خلال الشكل رقم (3-5) نلاحظ أن مؤشر الاستقرار المالي في الجزائر عرف تذبذبات واضحة في الاستقرار المالي للبنوك، مع انعكاس مباشر على قدرة النظام المالي على دعم السوق النقدية.

✓ في سنة 2003، سجل المؤشر $Z = 1.34$ ، وهو ضمن منطقة الإعسار، نتيجة الصدمة العنيفة لإفلاس بنك الخليفة، مما أدى إلى فقدان الثقة في النظام المصرفي وضعف قدرة البنوك على امتصاص المخاطر، وتقييد قدرتها على تفعيل أدوات السوق النقدية.

¹ تقرير الاستقرار المالي للدول العربية 2019، ص 16.

² الملحق رقم (06) يظهر ب كيفية حساب هذا المؤشر بالاعتماد على البيانات الواردة في النشرات الإحصائية الربع سنوية لبنك الجزائر

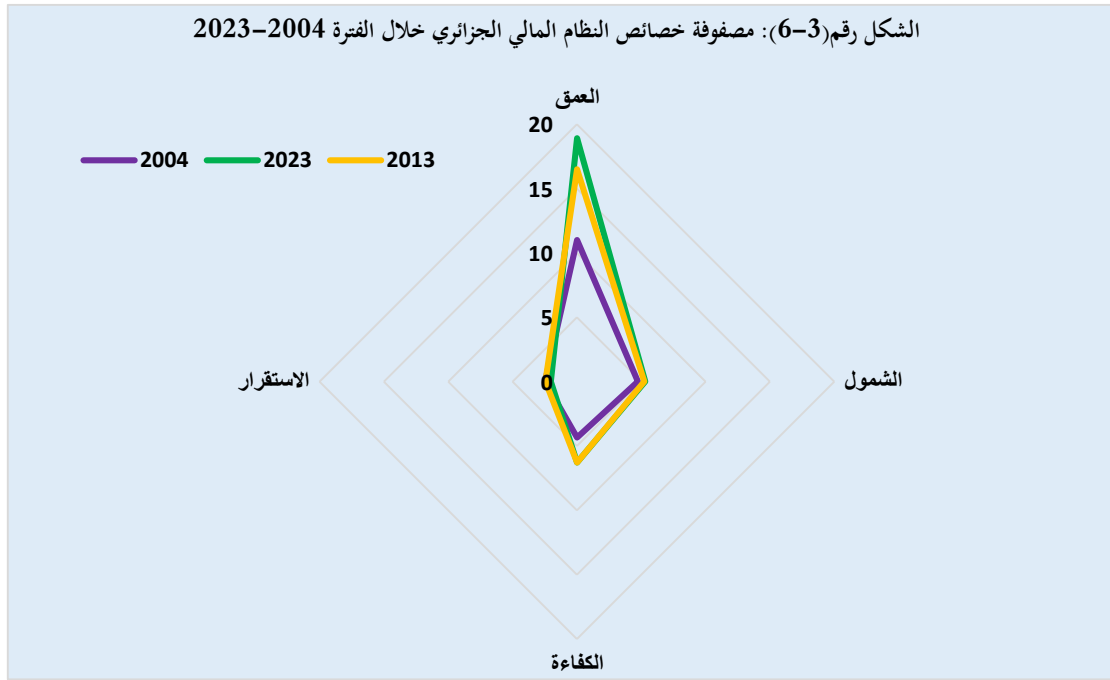
الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

- ✓ خلال الفترة 2004-2005، ارتفعت القيم تدريجيًا إلى (2004) 2.48 و(2005) 3.41، ضمن المنطقة قليلة المخاطر، وهو ما يعكس تحسن الربحية البنكية ارتفاع (ROA)، وزيادة رأس المال والودائع النفطية، ما منح البنوك القدرة على تعزيز التمويل وتفعيل السوق النقدية بفعالية أكبر.
- ✓ بين 2006 و2010، سجل المؤشر ذروة (2010) 5.022 ضمن المنطقة الآمنة جدًا، مدعومة بتحسين هيكل رأس المال والسيولة، وهو ما مكّن النظام المصرفي من امتصاص صدمات محتملة، وتوفير قاعدة مالية قوية لتفعيل الأدوات النقدية بشكل مستقر.
- ✓ بعد 2010، شهد القطاع هبوطًا ملحوظًا، إذ سجل (2011) 3.06، واستمر بين 2.45 و2.89 (2012-2016) ضمن المنطقة الرمادية متوسطة المخاطر. ويعزى هذا الانخفاض إلى عمليات مسح ديون "أونساج" المخصصة للشباب في 2013 تحضيرًا للعهد الرئاسية، ما أدى إلى انخفاض ROA، إضافة إلى صدمات النفط الخارجية، وهو ما أثر سلبيًا على قدرة البنوك على دعم السوق النقدية بنفس القوة السابقة.
- ✓ ابتداءً من 2017، بدأ المؤشر في التعافي 3.52 وما يليه حتى 2023 ضمن المنطقة قليلة المخاطر، مما يعكس نجاح السياسات التنظيمية للبنك المركزي في تعزيز رأس المال والاحتياطيات، وتحسين قدرة البنوك على امتصاص الصدمات، ودعم السوق النقدية بفعالية أكبر.

5- مصفوفة خصائص النظام المالي الجزائري المتعلقة بالمؤسسات المالية:

بعد حساب مختلف المؤشرات المالية وفقًا لمنهجية تقرير التنمية العالمية لسنة 2013 الصادر عن البنك الدولي تحصلنا على المصفوفة التالية :

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على الملحق رقم (05)

يُظهر الشكل (3-6) المصفوفة الخاصة بالمتغيرات البنكية (العمق، الشمول، الكفاءة، والاستقرار المالي) للفترة 2004-2023 أن التطور في المنظومة المالية الجزائرية ظل محدودًا وغير متوازن. فبينما ارتفع العمق المالي من 10.99 في 2004 إلى 18.9 في 2023، وهو ما يعكس توسعًا نسبيًا في حجم الأنشطة المالية والنقدية، فإن المؤشرات الأخرى -خصوصًا الشمول المالي (من 4.73 إلى 5.3) والاستقرار المالي (من 2.49 إلى 2.04) - ظلت شبه راكدة.

أما سنة 2013 فتبدو كمحطة وسطى تُظهر ملامح البنية البنكية الجزائرية كما استقرت عليها في العقد اللاحق، إذ تكاد مصفوفتها تتطابق تقريبًا مع مصفوفة 2023. هذا التشابه الزمني يعكس جمودًا مؤسسيًا وهيكلًا، حيث لم تشهد المنظومة البنكية تطورًا نوعيًا في بنيتها الداخلية رغم التحولات الاقتصادية والمالية الكبرى التي عرفت البلاد.

بالمقارنة مع النموذج المرجعي للبنك الدولي لتصنيف الأنظمة البنكية¹، تُظهر الجزائر خصائص أقرب إلى مصفوفة الدول المتخلفة أو النامية، حيث يُسجل ضعف واضح في مؤشري الشمول والاستقرار المالي مقابل تطور نسبي في العمق، مما يدل على نظام مالي يعتمد على الحجم لا على الكفاءة الوظيفية.

¹ نماذج البنك الدولي للدول المتقدمة والدول السائرة في طريق النمو يشرحها الشكل رقم (3-1) أنظر الملحق السابق .

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

وعليه، فإن المصفوفة الجزائرية تبرز محدودية مساهمة الجهاز المصرفي في تفعيل السوق النقدية وتحقيق الاستقرار المالي طويل الأمد، وهو ما يستدعي إصلاحات هيكلية معمّقة لرفع كفاءة النظام وتحسين قدرته على امتصاص الصدمات ودعم التنمية.

المبحث الثاني : مشاكل ومعوقات البنية التحتية للسوق النقدية الجزائري

يُشكل النظام المالي الأساس الذي تقوم عليه فعالية السوق النقدية، إذ توفر البنية المالية المتينة الإطار الضروري لنقل السياسات النقدية من البنك المركزي إلى البنوك التجارية، ومن ثم إلى الاقتصاد الحقيقي. وبعد دراسة خصائص النظام المالي الجزائري وفق مصفوفة تقييم النظام المالي الموصى بها من طرف صندوق النقد الدولي، يظهر أن درجات مرتفعة من الاستقرار البنكي وكفاية رأس المال والقدرة على إدارة المخاطر تشكل عناصر أساسية لتحديد مدى قوة السوق النقدية. غير أن تحليل هذه الخصائص يكشف أن السوق النقدية تواجه مجموعة من التحديات التي تعيق أداءها، سواء على مستوى الاقتصاد الكلي، من خلال تقلبات السيولة والتضخم...، أو على مستوى النظام المصرفي، عبر تركيز رأس المال وارتفاع القروض المتعثرة وضعف الكفاءة التشغيلية، أو على مستوى السوق نفسها، بما في ذلك محدودية العمق المالي وضعف تنوع أدوات السوق الثانوية. وبذلك، يشكل هذا المبحث دراسة محورية لتحديد أبرز مشاكل السوق النقدية، في سياق مساعي تعزيز فعاليتها وتفعيل دورها كأداة أساسية للسياسة النقدية واستقرار الاقتصاد الجزائري.

المطلب الأول : المشاكل متعلقة ببنية الاقتصاد الكلي

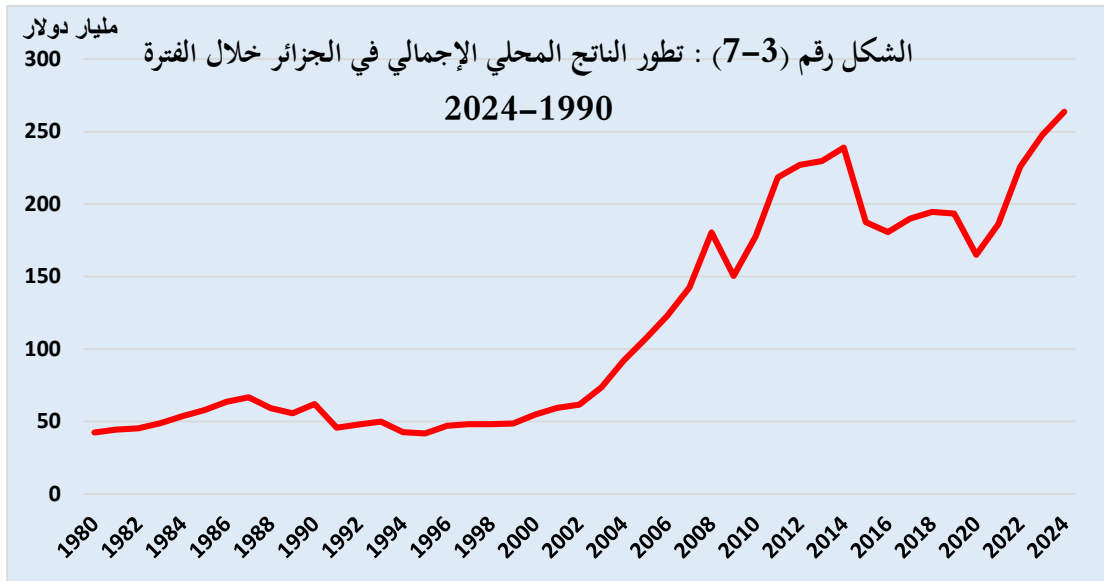
يُشكل الاقتصاد الكلي الإطار الذي تعمل ضمنه السوق النقدية، إذ تحدد تقلباته في السيولة، التضخم، ونمو الناتج المحلي الإجمالي مدى قدرة السوق على أداء وظائفها. وتشير البيانات وتحليلات النظام المالي إلى أن الاقتصاد الجزائري يواجه مجموعة من التحديات. ومن هذا المنطلق، يعد فهم المشاكل الاقتصادية الكلية خطوة أساسية لتحديد نقاط القصور في السوق النقدية، ووضع السياسات اللازمة لتعزيز فعاليتها ودعم الاستقرار المالي على المستوى الوطني.

1- ضعف حجم النشاط الاقتصادي الجزائري:

يعدُّ إنتاج القيمة الاقتصادية عاملاً محورياً من عوامل التقدم، ففي نهاية المطاف من الصعب على الحكومة تحسين رفاه قطاعات مختلفة من المجتمع في غياب النمو الاقتصادي، ولهذا السبب يبقى الناتج المحلي الإجمالي

الفصل الثالث: ميكانزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

مقياس التقدم الوطني الأكثر استعمالاً. لقد أثبت الناتج المحلي الإجمالي مع تركيزه على القيمة المضافة، أهميته كإطار محاسبي للنشاط الاقتصادي وكحلقة وصل بين منظوري الاقتصاد الجزئي والاقتصاد الكلي؛ كما أنه راسخ ومفهوم ويقدم مجموعة متعارف عليها من القياسات التي ترصد التقدم عبر الزمن وتعد المقارنات بين البلدان، ومن هنا تنبع أهمية بقاء الناتج المحلي الإجمالي في بؤرة اهتمام واضعي السياسات وقادة الدول¹. ومن هنا سنقوم بدراسة الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر عن مستوى النشاط الاقتصادي في الجزائر. لقد عرف هذا المؤشر في الجزائر تطوراً خلال فترة الدراسة والشكل البياني رقم (3-7) يبين تلك التطورات على النحو الموالي:



المصدر : من إعداد الطالبة اعتماداً على بيانات البنك الدولي (أنظر الملحق رقم 7)

من خلال الشكل البياني رقم (3-7)، نلاحظ أن الناتج المحلي الإجمالي الجزائري عرف تطوراً ملحوظاً إذ اتخذ منحى تصاعدياً خلال فترة الدراسة، ليتضاعف من 42.34 مليار دولار في سنة 1980 إلى حوالي 263.62 مليار دولار في سنة 2024. كما يظهر على المنحنى أهم نقاط الانعطاف، لا سيما سنة 1986، بالإضافة إلى سنتي 2009 و2015، وهي الفترات التي تعرض خلالها الاقتصاد الوطني لصدمات خارجية قوية، شهد الناتج خلالها تراجعاً نسبياً. هذه الملاحظة تعكس تبعية الاقتصاد الوطني لقطاع المحروقات وحساسيته لتقلبات أسعار النفط العالمية.

¹ نحو رؤية أشمل للأداء الوطني، مساهمة مجموعة بوسطن الاستشارية في موضوع ما وراء الناتج المحلي الإجمالي نحو جودة الحياة، القمة العالمية للحكومات 2019، مجموعة بوسطن الاستشارية، ص 8.

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

خلال الفترة 1980-1993 يُظهر المنحنى تذبذباً في قيمه، كما يُظهر المنحنى انخفاضاً متدرجاً بعد ذروة منتصف الثمانينيات، وذلك انعكاساً لتقلبات أسعار النفط العالمية والقيود الاقتصادية الداخلية والأزمة الحانقة لسنة 1986. هذا الانحدار يشير إلى هشاشة الاقتصاد الجزائري أمام الصدمات الخارجية واعتماده المفرط على الموارد النفطية.

خلال الفترة 1994-2003 يتسم المنحنى في هذه المرحلة بالثبات النسبي مع وجود صعود وهبوط محدودين، ما يعكس تأثير الأوضاع السياسية والأمنية على النشاط الاقتصادي، بما في ذلك تأثير العشرية السوداء على الاستثمارات والإنتاج في القطاعات غير النفطية.

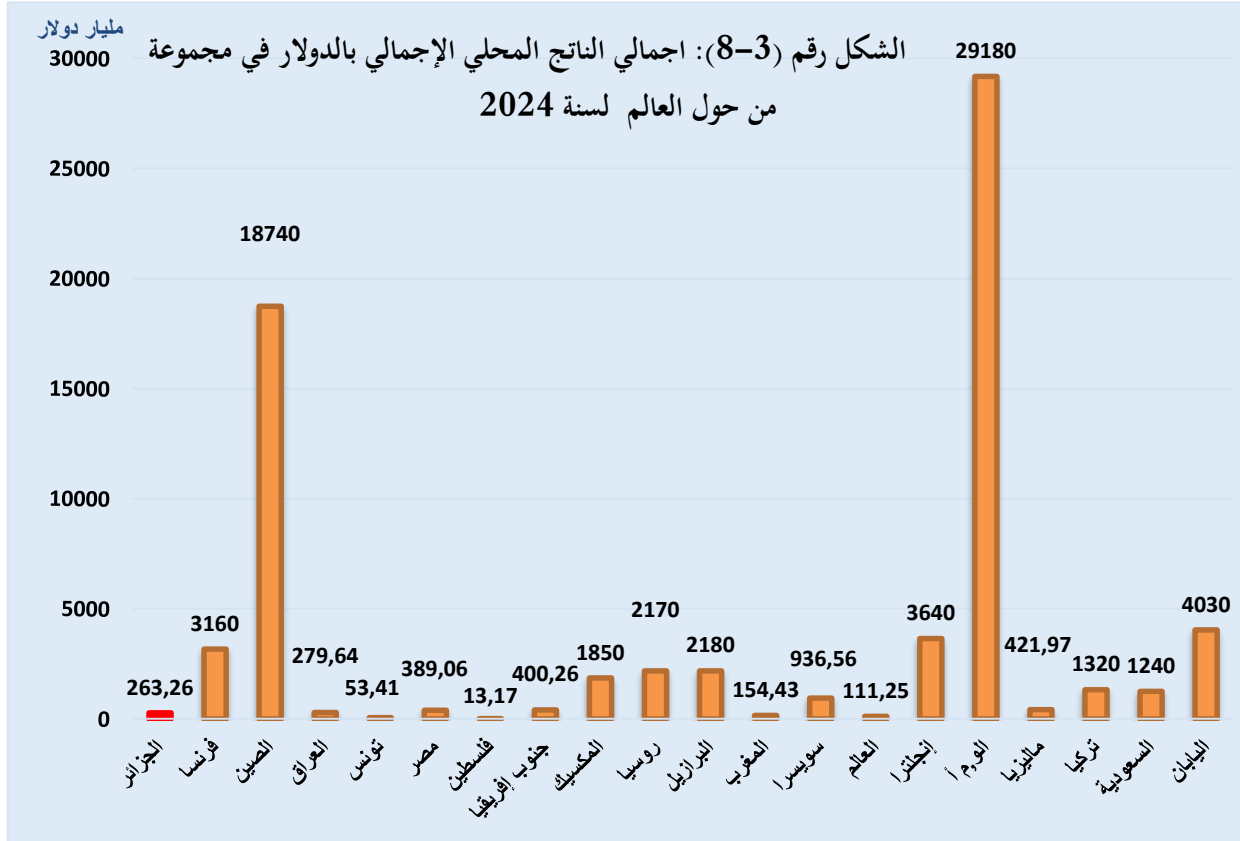
خلال الفترة 2003-2014، شهد الناتج المحلي الإجمالي الجزائري ارتفاعاً ملحوظاً من حوالي 73 مليار دولار سنة 2003 إلى أكثر من 180 مليار دولار بحلول 2014، وهو ما يعكس مرحلة الانفراج الاقتصادي بعد ركود طويل. وعلى الرغم من هذا النمو، واجه الاقتصاد الجزائري عدة صدمات، أبرزها الأزمة المالية العالمية سنة 2008، التي أدت إلى تباطؤ النشاط الاقتصادي نتيجة تراجع الطلب العالمي على النفط، وأزمة 2014 التي شهدت انخفاضاً حاداً في أسعار المحروقات، مما انعكس مباشرة على الناتج المحلي الإجمالي وكان وقع هذه الأزمة كبير على الاقتصاد الوطني، وقامت الحكومة باتخاذ جملة من الإجراءات لمواجهة هذه الأزمة يتعلق الأمر بتسقيف النفقات العمومية ورفع الدعم الجزئي عن مجموعة كبيرة من السلع خاصة الاستهلاكية منها وضبط الواردات من خلال الاستيراد المشروط في محاولة لها لحماية الاحتياطي من العملة الصعبة إضافة إلى جملة من الإجراءات الأخرى التي ساهمت نوعاً ما في التخفيف من آثار هذه الأزمة ليعود بعدها الناتج المحلي الإجمالي إلى وضعه الطبيعي للارتفاع.

خلال الفترة 2015-2024 تميزت هذه المرحلة بتقلبات واضحة في الناتج المحلي الإجمالي، إذ شهد تراجعاً في بعض السنوات وارتفاعاً في أخرى، وهو ما يعكس تأثير الاقتصاد بتقلبات أسعار النفط العالمية بعد 2014. كما أدت جائحة كورونا سنة 2020 إلى تباطؤ مؤقت في النشاط الاقتصادي المحلي. ومع ذلك، أظهر الاقتصاد الجزائري مرونة نسبية، إذ تمكن الناتج المحلي الإجمالي من التعافي لاحقاً إلى مستويات مرتفعة بين 225 و263 مليار دولار خلال سنتي 2023 و2024. وقد صاحب هذا التعافي جهوداً كبيرة بذلتها الحكومة لتعزيز الإقلاع الاقتصادي من خلال دعم الاستثمار في القطاعات غير النفطية، تنفيذ إصلاحات مالية وتشجيع المشروعات الصغيرة والمتوسطة، وتحسين مناخ الأعمال لتعزيز التنويع الاقتصادي وتقليل

الفصل الثالث: ميكانزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

الاعتماد على المحروقات، وهو ما يؤكد أن الاقتصاد الوطني قادر على مواجهة الصدمات إلى حد كبير إذا توفرت السياسات الملائمة.

للقوف على مدى كفاية مستوى وحجم النشاط الاقتصادي في الجزائر وجب علينا مقارنة هذا المؤشر مع نظيره في مجموعة من الدول الأخرى، والشكل رقم (8.3) يبين حجم الناتج المحلي الإجمالي بالدولار لمجموعة من دول العالم لسنة 2024:



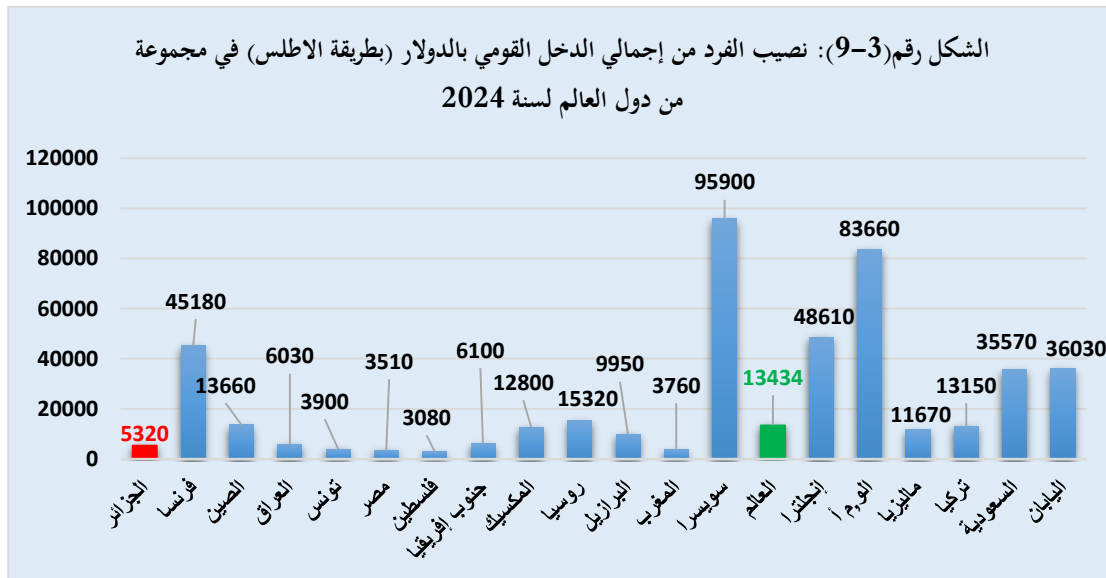
المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على بيانات البنك الدولي

يُشير الشكل رقم (8-3) إلى التفاوت الكبير في الناتج الإجمالي لمجموعة من الدول خلال سنة 2024. تبرز الاقتصادات الكبرى مثل الولايات المتحدة الأمريكية (29.18 تريليون دولار) والصين (18.74 تريليون دولار) كقوى اقتصادية ذات قدرة إنتاجية عالية وبنية تحتية مالية متطورة، مما يمنحها مرونة كبيرة في مواجهة الصدمات الاقتصادية العالمية. تأتي اليابان (4030 مليار دولار) وفرنسا (3,160 مليار دولار) في مرتبة اقتصادات متقدمة الحجم، تتمتع بمستوى مرتفع من العمق المالي وتنوع اقتصادي نسبي.

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

في هذا الإطار، يظهر الناتج الإجمالي للجزائر (263.26 مليار دولار) في موقع متوسط ضمن المجموعة، أعلى من بعض الدول العربية المتوسطة مثل تونس (53.41 مليار دولار) والمغرب (154.43 مليار دولار)، لكنه يبقى أقل بكثير مقارنة بالاقتصادات العالمية الكبرى. يعكس هذا الحجم الاقتصادي التحديات الهيكلية للنظام المالي الجزائري، والتي تتجلى في اعتماد كبير على عائدات المحروقات، محدودية التنوع الاقتصادي، وحساسية عالية للصدمات الخارجية.

يبقى مؤشر الناتج المحلي لا يمنحنا مقارنة عادلة باعتبار تباين عدد السكان في كل دولة لذلك تم اعتماد مؤشر آخر وهو نصيب الفرد من إجمالي الدخل القومي بالدولار بطريقة الأطلس¹، والشكل الموالي رقم (3-9) بين تطوره في دول من العالم خلال سنة 2024 :



المصدر : من إعداد الطلبة اعتمادا على بيانات البنك الدولي

¹ يُعدّ نصيب الفرد من إجمالي الدخل القومي من أهم المؤشرات المعتمدة لقياس مستوى الرفاه الاقتصادي ومقارنة مستويات المعيشة بين الدول. المؤشر يقدمه البنك الدولي كما يلي : " نصيب الفرد من إجمالي الدخل القومي (نصيب الفرد من إجمالي الناتج القومي سابقا) هو إجمالي الدخل القومي، محولا إلى دولارات أمريكية باستخدام طريقة الأطلس لدى البنك الدولي، مقسوما على عدد السكان في منتصف العام. وإجمالي الدخل القومي هو عبارة عن مجموع القيمة المضافة لكل المنتجين المقيمين مضافا إليه أية ضرائب على المنتجات (مطروحا منها إعانات الدعم) لا تكون متضمنة في تقييم الإنتاج زائدا صافي عائدات الدخل الأولي (تعويضات الموظفين والدخل العقاري) من الخارج. ويجري عادة تحويل إجمالي الدخل القومي محسوبا بالعملة المحلية إلى دولارات أمريكية بسعر الصرف الرسمي من أجل المقارنات بين الاقتصادات، ولكن يوجد سعر بديل يُستخدم حينما يتبين أن سعر الصرف الرسمي يختلف اختلافاً كبيراً بشكل غير عادي عن السعر الذي يتم تطبيقه فعليا في المعاملات الدولية. وللتغلب على تذبذبات الأسعار وأسعار الصرف، يستخدم البنك الدولي طريقة أطلس خاصة للتحويل. وتعتمد هذه الطريقة عامل تحويل يستخدم متوسط سعر الصرف لسنة معينة والسنتين السابقتين، مع مراعاة الفروق في معدلات التضخم بين البلد المعني، وحتى سنة 2000، وبلدان مجموعة الخمس (فرنسا وألمانيا والمملكة المتحدة واليابان والولايات المتحدة). وابتداء من عام 2001 فصاعدا، تشمل هذه البلدان على منطقة اليورو، واليابان، والمملكة المتحدة، والولايات المتحدة ".

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

يُظهر الشكل رقم (3-9) تفاوتًا واضحًا في نصيب الفرد من الدخل القومي بين الدول محل المقارنة، وهو ما يعكس التباينات الكبيرة في مستويات التنمية الاقتصادية والقدرات الإنتاجية والهيكل المالي لكل اقتصاد.

ففي سنة 2024، بلغ نصيب الفرد في الجزائر حوالي 5,320 دولارًا، وهو مستوى يضعها ضمن فئة الاقتصادات متوسطة الدخل الدنيا وفق تصنيف البنك الدولي. ويُلاحظ أن هذا المستوى لا يزال منخفضًا مقارنة بالدول المتقدمة مثل الولايات المتحدة الأمريكية (حوالي 83,660 دولارًا)، وسويسرا (95,900 دولارًا)، وفرنسا (45,180 دولارًا)، بل وحتى أقل من بعض الاقتصادات الصاعدة كتركيا (13,150 دولارًا) وماليزيا (11,670 دولارًا).

تُبرز هذه المقارنة أن ارتفاع نصيب الفرد لا يرتبط دائمًا بحجم الناتج الإجمالي للدولة، بل يتأثر أيضًا بعدد السكان وطبيعة النشاط الاقتصادي المهيمن. فسويسرا، على سبيل المثال، تمتلك أعلى نصيب للفرد رغم أن اقتصادها الكلي أصغر بكثير من الصين أو الولايات المتحدة. ويُعزى ذلك إلى قوة قطاعها المالي المتطور الذي يُعد من بين الأكثر كفاءة في العالم، وإلى قيمة مضافة عالية للفرد الواحد في قطاعات الخدمات المصرفية، والتأمين، وإدارة الثروات. ويؤكد هذا الواقع أن العمق المالي والتنوع القطاعي يمكن أن يحققا مستويات معيشية مرتفعة حتى في اقتصادات صغيرة الحجم.

أما في حالة الجزائر، فيعكس مستوى الدخل الفردي الحالي محدودية التنوع الاقتصادي واعتماد الاقتصاد على المحروقات، ما يقلص من قدرة النظام المالي على تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار المنتج. كما يبرز قصور البنية المالية في تحويل الثروة النفطية إلى إنتاجية مستدامة للفرد، وهو ما ينعكس مباشرة على مستوى الدخل القومي.

من منظور النظام المالي، يشير هذا التحليل إلى أن رفع الدخل الفردي في الجزائر يتطلب توسيع قاعدة التمويل، تعزيز الشمول المالي، وتطوير الأدوات المصرفية والاستثمارية، بما يتيح للنظام المالي أداء دوره التنموي بفعالية أكبر، ويساهم في تحويل الاقتصاد نحو مسار أكثر تنوعًا واستقرارًا.

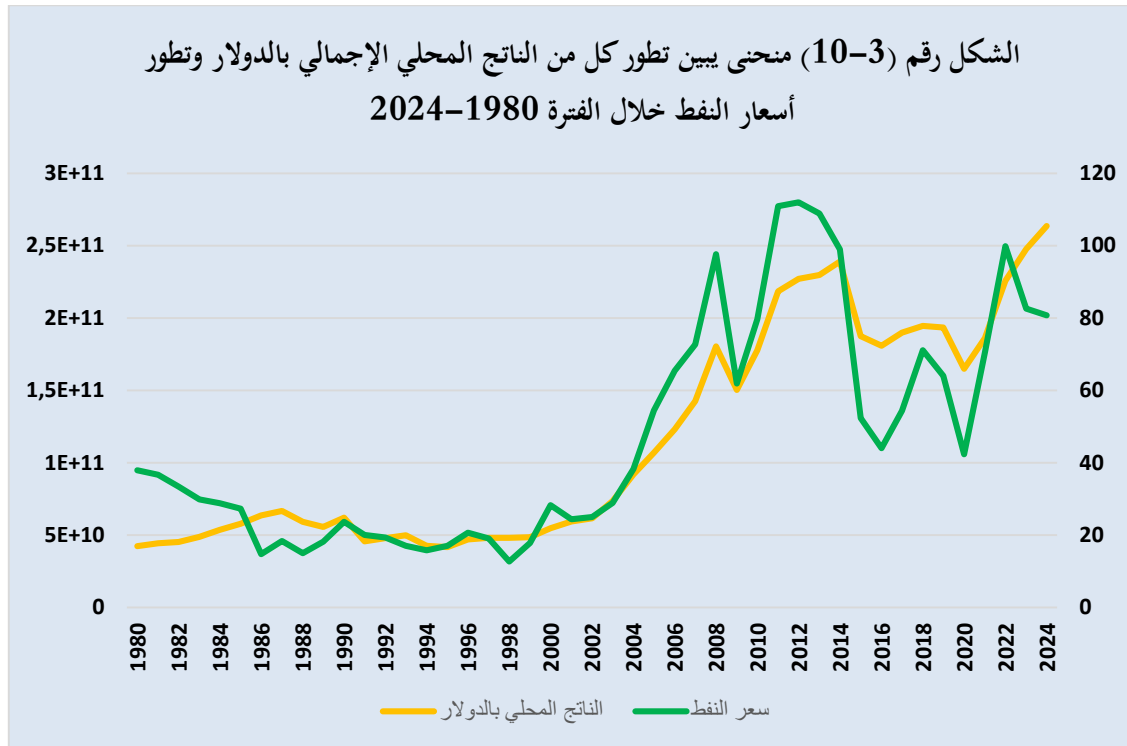
يُظهر الشكل أن الفجوة في نصيب الفرد من الدخل القومي بين الجزائر والدول ذات الأنظمة المالية المتقدمة ليست فقط نتيجة لاختلاف الحجم الاقتصادي، بل تعكس تفاوت العمق المالي والكفاءة في

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

استخدام الموارد. وبالتالي، فإن تعزيز النظام المالي الجزائري وتطوير أدواته يُعدّ شرطاً أساسياً لرفع الدخل الفردي وتحقيق نمو شامل ومستدام.

2- تبعية الاقتصاد الوطني للمحروقات :

من خلال تحليل الناتج المحلي الإجمالي في العنصر السابق اتضح جلياً أن الاقتصاد الوطني يعاني من تبعية للمحروقات فكلما انخفضت أسعار هذه الأخيرة انخفض معها الناتج والعكس. والشكل رقم (3-10) يوضح ذلك:



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي (أنظر الملحق رقم 07)

يُظهر المنحنى المزدوج لتطور أسعار النفط والناتج المحلي الإجمالي في الجزائر خلال الفترة (1980-2024) تطابقاً ملحوظاً في الاتجاه العام بين السلسلتين الزمنيّتين، ما يعكس تبعية شبه تامة للاقتصاد الجزائري لتقلبات السوق النفطية العالمية. فكل ارتفاع في أسعار النفط يقابله تحسّن واضح في الناتج المحلي الإجمالي، في حين أن تراجع الأسعار يؤدي عادةً إلى تباطؤ أو انكماش في النشاط الاقتصادي.

علاوة على ذلك، شهد الاقتصاد الجزائري، على سبيل المثال، انتعاشاً قوياً خلال الطفرة النفطية منتصف العقد الأول من الألفية، عندما تجاوز سعر البرميل تسعين دولاراً وارتفع الناتج المحلي الإجمالي إلى مستويات

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

غير مسبوق. غير أن هذا النمو لم يكن ناتجًا عن توسع إنتاجي حقيقي بقدر ما كان انعكاسًا مباشرًا لزيادة العائدات البترولية.

ثم جاءت الصدمة النفطية الثانية ابتداءً من سنة 2014، لتكشف هشاشة النموذج الريعي؛ إذ انخفض متوسط الأسعار إلى ما دون النصف خلال فترة قصيرة، وهو ما ترافق مع ركود اقتصادي إمتد بين سنتي 2014 و2020، تراجع خلاله الناتج المحلي بنسب محسوسة.

وبحسب تقرير بنك الجزائر (2018)، بلغ انكماش نشاط قطاع المحروقات في تلك المرحلة نحو 6%-، وساهم سلبًا في النمو الإجمالي، ما يعكس الطبيعة الريعية الصرفة للاقتصاد الوطني. أما بعد سنة 2021، فقد أدى تحسن أسعار النفط إلى استعادة تدريجية للنمو، حيث تجاوز الناتج المحلي حدود 250 مليار دولار سنة 2024، مع استقرار الأسعار حول 80 دولارًا للبرميل تقريبًا.

هذا الارتباط الوثيق بين مسار الأسعار والناتج يبرز هيمنة قطاع المحروقات على الدورة الاقتصادية الجزائرية، ويؤكد أن النمو الاقتصادي ما يزال تابعًا لتقلبات سعر البرميل أكثر من كونه قائمًا على التنوع والإنتاجية. وبالتالي، فإن أي تراجع في الأسعار الدولية ينعكس مباشرة على مؤشرات الاقتصاد الكلي، مما يضع السياسة النقدية أمام تحديات كبيرة في امتصاص الصدمات والحفاظ على الاستقرار النقدي. وتؤكد هذه النتيجة هشاشة النموذج الاقتصادي الجزائري وصعوبة تحقيق توازن مستدام في ظل غياب قاعدة إنتاجية متنوعة.

من زاوية أخرى، فإنّ الانخفاضات الحادة في أسعار النفط — كما حدث ابتداءً من سنة 2014 — لا تقتصر آثارها على تراجع الناتج المحلي الإجمالي فحسب، بل تمتدّ إلى اضطراب السيولة المصرفية داخل الجهاز البنكي. فمع تقلص الإيرادات البترولية وتراجع التدفقات النقدية نحو الخزينة، تتقلص الودائع الحكومية وينكمش العرض النقدي في السوق ما بين البنوك، ما يُثير مخاوف من شلل في المبادلات في هذه الأخيرة، على غرار ما شهده الاقتصاد الأمريكي خلال أزمة 2008، حين أدى نقص الثقة والسيولة إلى شبه توقف في الإقراض بين المؤسسات المالية.

هذا وقد درسنا في الفصل السابق تأثير تقلبات أسعار النفط على السيولة المصرفية في الجزائر من خلال الشكل (2-7)، ومن ثمّ، تم الاستنتاج بأن السيولة المصرفية في الجزائر هي مؤشر ريع اقتصادي، يعتمد اعتمادًا شبه كلي على مستوى أسعار النفط، مما يجعل النظام المالي الجزائري حساسًا لأي تقلبات في السوق العالمية للنفط.

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

3- ارتفاع حجم الاقتصاد الموازي في الجزائر :

يعتبر الاقتصاد الموازي من المشاكل الرئيسية التي تعيق مسار التنمية وتفعيل مختلف الأسواق، قبل البث في تحليل تطور الاقتصاد الموازي في الجزائر لا بد من عرض مفهومه أولاً. فحسب صندوق النقد الدولي (2002)، « يسمى اقتصاد الظل أيضاً بالاقتصاد الخفي، الاقتصاد غير الرسمي، أو الاقتصاد الموازي، وهو لا يشمل الأنشطة غير المشروعة فقط بل يشمل أيضاً أشكال الدخل التي لا يبلغ بها والمتحصلة من إنتاج السلع والخدمات المشروعة، سواء من المعاملات النقدية أو المعاملات التي تتم بنظام المقايضة. ومن ثم فإن اقتصاد الظل يشمل جميع الأنشطة الاقتصادية التي لا تخضع للضريبة بشكل عام إذا ما أبلغت بها السلطات الضريبية¹ ». والشكل الموالي يبين رؤيا للاقتصاد غير الرسمي من منظور صندوق النقد الدولي:

الشكل رقم (3-11) : أنواع الأنشطة الاقتصادية الخفية

نوع النشاط	المعاملات النقدية	المعاملات غير النقدية
الأنشطة غير المشروعة	الاتجار في السلع المسروقة؛ والاتجار في المخدرات وتصنيعها؛ والدعارة؛ والقمار؛ والتهريب؛ والاحتيال.	مقايضة المخدرات والسلع المسروقة أو المهربة. إنتاج المخدرات أو زراعة النباتات المخدرة للاستعمال الشخصي. السرقه للاستعمال الشخصي.
الأنشطة المشروعة	التهرب الضريبي	تجنب دفع الضرائب
دخل الأعمال الحرة الذي لا يتم الإبلاغ به. الأجور والمرتبات والأصول التي يحصل عليها الفرد من الأعمال غير المبلغ بها والتي تتصل بالخدمات والسلع المشروعة.	التخفيضات والمزايا الإضافية التي تمنح للموظفين.	تبادل الخدمات والسلع المشروعة.
جميع الأعمال التي يقوم بها الفرد بنفسه والمساعدة التي يحصل عليها من جيرانه.		

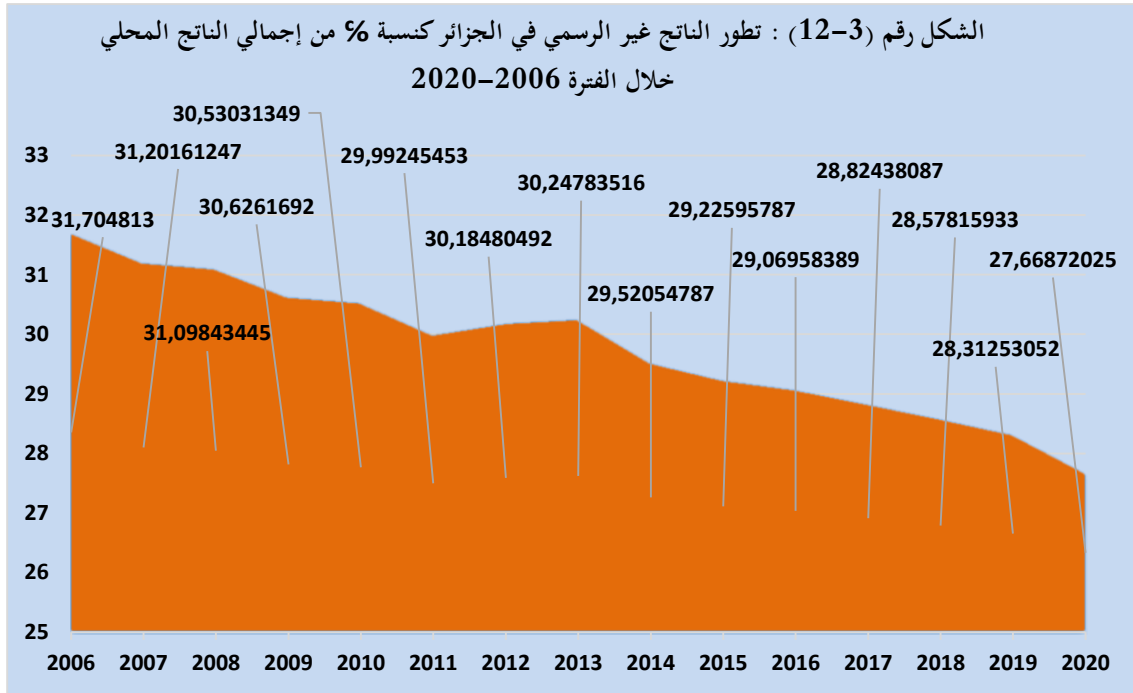
هيكل الجدول مأخوذ من دراسة Lippert and Walker, *The Underground Economy: Global Evidence of its Size and Impact*. Vancouver, B.C., The Frazer Institute, 1997.

المصدر: فريدريك شنايدر، دومينيك إنستي، الإختباء وراء الظلال : نمو الاقتصاد الخفي، سلسلة قضايا اقتصادية، صندوق النقد الدولي، العدد 30، مارس 2002، واشنطن، ص2.

¹ فريدريك شنايدر، دومينيك إنستي، الإختباء وراء الظلال : نمو الاقتصاد الخفي، سلسلة قضايا اقتصادية، العدد 30، مارس 2002، صندوق النقد الدولي، واشنطن، ص2.

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

بعد تعرفنا على مفهوم الاقتصاد غير الموازي سنحلل تطور الاقتصاد الموازي في الجزائر كنسبة من الناتج المحلي خلال الفترة 2006-2020:



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات صندوق النقد الدولي

يُظهر الشكل رقم (3-12) أن نسبة الاقتصاد الموازي في الجزائر شهدت انخفاضًا تدريجيًا من حوالي 31.7% في 2006 إلى نحو 27.7% في 2020، مع تذبذبات طفيفة بين السنوات. يمثل هذا الانحدار النسبي إشارة إلى الجهود الحكومية الرامية إلى تقليص حجم النشاط الاقتصادي غير الرسمي عبر تحسين الرقابة وتعزيز السياسات الضريبية.

مع ذلك، يظل الاقتصاد الموازي يشكل جزءًا كبيرًا من النشاط الاقتصادي الكلي، ما له تداعيات مباشرة على النظام المالي. فارتفاع النشاط غير الرسمي يحد من قدرة البنوك على توسيع القاعدة الائتمانية وتحويل المدخرات إلى استثمارات رسمية، ويضعف العمق المالي، كما يؤدي إلى تآكل الإيرادات الضريبية ويحد من قدرة الدولة على التمويل التنموي.

التذبذبات الطفيفة في بعض السنوات تشير إلى أن الاقتصاد الموازي يتأثر بالأزمات الاقتصادية والسياسات قصيرة الأجل، مثل تغير أسعار النفط أو التدخلات النقدية الطارئة، ما يعكس حساسية هذا القطاع تجاه العوامل الاقتصادية الكلية.

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

عطفًا على ما سبق؛ إن ارتفاع مستويات أنشطة الاقتصاد غير الرسمي بوجه عام يعني ضعف نواتج عملية التنمية. إذ تعاني البلدان التي لديها اقتصادات غير رسمية كبيرة من انخفاض نصيب الفرد من الدخل وارتفاع مستويات الفقر، وزيادة التفاوت في الدخل، وتأخر الأسواق المالية، وضعف الاستثمارات، وهي بلدان أبعد ما تكون عن تحقيق أهداف التنمية المستدامة¹. يؤثر النشاط غير الرسمي تأثيرًا بالغًا على السرعة التي يمكن للاقتصاديات أن تحقق بها النمو والتنمية وتوفير الفرص الاقتصادية الكريمة لسكانها. فتحقيق التنمية المستدامة يتطلب خفض النشاط غير الرسمي²، كما أن الاقتصادات التي تشكل فيها أنشطة الاقتصاد غير الرسمي نسبة كبيرة، فإن الموارد التي تخصصها الحكومة لمكافحة حالة الركود العميق ودعم التعافي اللاحق تكون أقل مما هي عليه في الاقتصادات الأخرى.

4- ارتفاع معدلات التضخم وانخفاض القدرة الشرائية :

ويعتبر التضخم أحد العوامل المؤثرة على أداء القطاع المالي. فقد أكدت الأدبيات الاقتصادية التجريبية على وجود علاقة سالبة بين التضخم وتطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي. فزيادة معدل التضخم يؤثر تأثيراً سلبياً على أداء القطاع المالي قبل أن يؤثر على النمو الاقتصادي (هيوبنز وسميث 1999). وفي هذا المجال أشارت دراسة أزيادي وسميث (1996) إلى أهمية المستوي الحرج أو الحدي للتضخم في العلاقة بين التضخم وأداء القطاع المالي، حيث أوضحت هذه الدراسة أن الأثر السالب للتضخم على أداء القطاع المالي سوف يكون أكبر في حالة إذا كان معدل التضخم السائد أكبر من المعدل الحرج للتضخم. ومن ثم إذا أظهرت النتائج وجود أثر سالب للتضخم على أداء القطاع المالي، فإن تطور القطاع المالي سوف يكون له أثراً سلباً على النمو الاقتصادي³.

في الخطوة الموالية؛ ستعتمد الدراسة على مؤشر معامل تحويل القدرة الشرائية بدلاً من مؤشر التضخم التقليدي، نظرًا لكونه أداة أدق لقياس الفوارق في مستويات الأسعار والقوة الشرائية بين الاقتصادات. فبينما

¹ بيان صحفي من الموقع الرسمي للبنك الدولي 2021/11/05 ، بعنوان تضخم الاقتصاد غير الرسمي قد يبطئ التعافي من تداعيات جائحة كورونا في البلدان النامية ، تم الإطلاع على الموقع بتاريخ 2021/06/02 على الساعة : 20:20.

<https://www.albankaldawli.org/ar/news/press-release/2021/05/11/widespread-informality-likely-to-slow-recovery-from-covid-19-in-developing-economies>

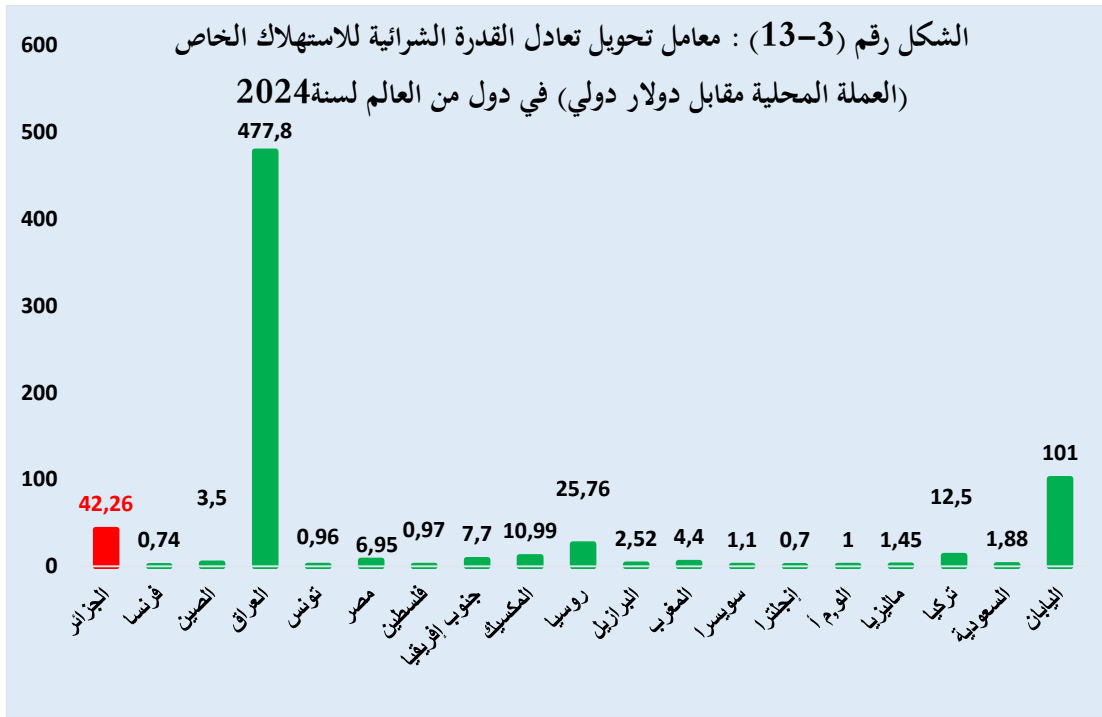
² كورين ديليشا ولياندرو ميدينا، ما هو الاقتصاد غير الرسمي ، مجلة التمويل والتنمية الصادرة عن صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2020، ص

³ مجدي الشوربجي، أثر التضخم على أداء القطاع المالي في دول حوض البحر الأبيض المتوسط، مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية، المجلد الثامن - العدد الثاني - يونيو 2006، ص 9

الفصل الثالث: ميكانزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

يعكس مؤشر التضخم تطور الأسعار داخل الدولة عبر الزمن، يُظهر معامل القدرة الشرائية الاختلافات الدولية في لحظة زمنية محددة، من خلال تحديد عدد الوحدات من العملة المحلية اللازمة لاقتناء السلع والخدمات نفسها التي يمكن شراؤها بدولار واحد في الولايات المتحدة¹. ويتيح هذا المؤشر تقييمًا أوضح للقيمة الحقيقية للعملة المحلية وقدرة المواطنين الشرائية مقارنة بغيرهم.

لذلك، يُعد اعتماد معامل تحويل القدرة الشرائية منهجًا مناسبًا لتحليل مستوى الأسعار النسبي وتقدير التباين في القدرة الشرائية بين الجزائر وبعض الاقتصادات المقارنة، لما يوقّره من منظور شامل يتجاوز حدود التغيرات الزمنية للأسعار إلى دراسة الاختلافات البنيوية بين الاقتصادات. والشكل الموالي يبين قيم هذا المؤشر في مجموعة من الدول خلال سنة 2024 :



المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على بيانات البنك الدولي

يُظهر الشكل (3-13) أن معامل تحويل القدرة الشرائية في الجزائر بلغ 38.94، أي أن المستهلك الجزائري يحتاج إلى ما يقارب 39 دينارًا جزائريًا للحصول على نفس السلع والخدمات التي يشتريها المستهلك الأمريكي بدولار واحد. هذه الفجوة الكبيرة تعكس اختلالًا جوهريًا في القوة الشرائية للدينار الجزائري، إذ تشير إلى ضعف القيمة الفعلية للعملة المحلية أمام الدولار من حيث قدرتها على تمويل الاستهلاك الداخلي.

¹ هذا التعريف المعتمد من طرف البنك الدولي الوارد في التفاصيل المرافقة لبيانات بنك المعلومات

الفصل الثالث: ميكانزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

وفي المقابل، يلاحظ أن المعامل في تونس يبلغ 0.82 نقطة وفي المغرب نحو نقاط 4، ما يعني أن مستويات الأسعار في هذين البلدين أقرب نسبياً إلى الأسعار الأمريكية، وأن الضغوط التضخمية فيهما أقل حدة من الجزائر.

ومن المعروف اقتصادياً أن ارتفاع معامل تحويل القدرة الشرائية يرتبط عكسياً مع القوة الشرائية المحلية؛ فكلما ارتفع هذا المعامل، دلّ ذلك على أن السلع والخدمات أغلى نسبياً بالعملة المحلية، وأن مستوى الأسعار الداخلي مرتفع مقارنة بمرجعية الدولار.

بناءً على ذلك، يمكن القول إن الجزائر تواجه ضغوطاً تضخمية هيكلية ناتجة عن عدة عوامل، منها:

- ✓ اعتماد مرتفع على الواردات يجعل الأسعار المحلية حساسة لتقلبات سعر الصرف.
 - ✓ ضعف تنوع القاعدة الإنتاجية ما يؤدي إلى محدودية العرض المحلي.
 - ✓ سياسات الدعم النقدي والتمويل بالعجز التي ساهمت في زيادة الكتلة النقدية دون مقابل إنتاجي كافٍ.
- كل هذه العوامل تُترجم ميدانياً في تدهور القدرة الشرائية للمواطن الجزائري، حيث أصبحت السلع الأساسية والخدمات الاستهلاكية تشكّل عبئاً متزايداً على الدخل الحقيقي للأسر، وهو ما تؤكدُه القيم المرتفعة لمعامل تحويل القدرة الشرائية مقارنة بدول الجوار. المطلب الثاني: المشاكل متعلقة بالمنظومة المصرفية

المطلب الثاني: المشاكل متعلقة بالمنظومة المصرفية

على ضوء ما تمّ عرضه في المطلب السابق من اختلالات بنيوية يعاني منها النظام المالي الجزائري على مستوى الاقتصاد الكلي، من الضروري الانتقال إلى تحليل مشكلات النظام المالي المرتبطة بالجهاز المصرفي نفسه. وتُعدّ هذه نقطة مفصلية في مسار الإصلاح المالي، إذ إنّ تحقيق أي نجاعة للسياسات الاقتصادية والنقدية يظلّ مرهوناً بقدرة الجهاز المصرفي على أداء وظائفه بكفاءة، لاسيما في ما يتعلّق بتعبئة المدخرات، وتخصيص الموارد، وتمويل الاقتصاد الحقيقي. من هنا، يأتي هذا المطلب لتحليل أبرز أوجه القصور التي تعيق تطور الجهاز المصرفي الجزائري، وتحدّ من فعاليته في دعم التحول المالي المنشود.

1- ضعف الشمول والانتشار المصرفي وصعوبة وصول الخدمات المالية في الجزائر:

واحدة من العوامل التي تعمل على دفع الأفراد إلى انجاز معاملاتهم المالية خارج الجهاز المصرفي وخارج سوق النقود الرسمي هي صعوبة الوصول للخدمات المصرفية. ويتم قياس ذلك من خلال مؤشر

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

الشمول (الانتشار المصرفي). ووقد تم دراسته سابقا. وللوقوف على مدى كفاية الفروع البنكية وسهولة الوصول إلى الخدمات المصرفية في الجزائر، قارنا هذا المؤشر بنظيره في مجموعة من الدول الأخرى. وقد عرضنا هذا سابقا في الفصل الثاني عند تحليل بنية المتدخلين في السوق النقدية الجزائرية من خلال الشكل رقم (2-2). بما يسمح بتقييم موقع الجزائر نسبياً من حيث انتشار الخدمات المصرفية وشمولها الجغرافي والسكاني، واستنتجنا أن الجزائر تعاني من قصور ونقص حاد في عدد الفروع البنكية لكل 100 ألف بالغ، خاصة مع ثبات هذا المؤشر منذ 2012 عند 5.3 وهو أقل بكثير من المتوسط العالمي .

من زاوية السياسة النقدية، فإن محدودية الشمول المالي بهذا الشكل تضعف فعالية آلية انتقال السياسة النقدية. فالاقتصاد الذي يضم نسبة كبيرة من السكان خارج المنظومة البنكية يجد صعوبة في تلقي أثر تغيرات أسعار الفائدة أو أدوات السوق النقدية. بمعنى آخر، كلما كان الشمول المالي أوسع، كانت السياسة النقدية أكثر فعالية في التأثير على الاستهلاك والادخار والاستثمار.

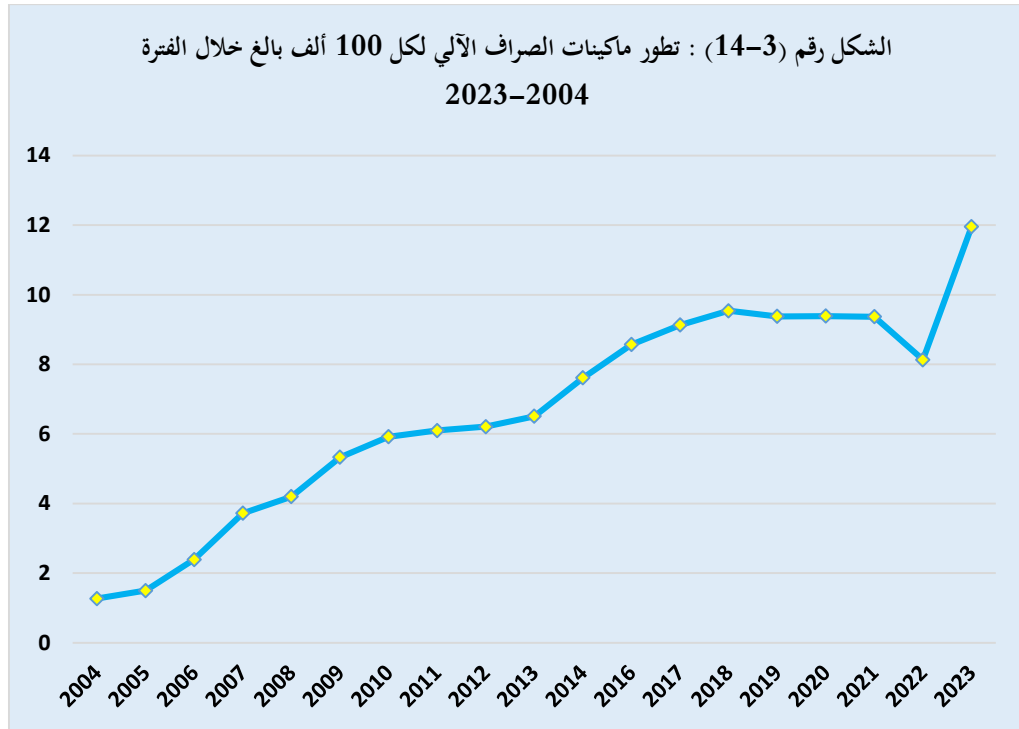
لكن في الحالة الجزائرية، يظل جزء معتبر من السكان والمؤسسات الصغيرة يتعامل نقداً خارج القنوات الرسمية، ما يجعل الاقتصاد الموازي يحدّ من نفاذ السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي.

يمكن القول إن استقرار مؤشر الشمول المالي الجزائري حول 5 فروع لكل 100 ألف بالغ خلال عقدين يعكس إخفاق الإصلاحات البنكية في تحقيق توسع حقيقي في قاعدة الخدمات المالية. كما يشير إلى أن التطور الكمي للفروع لم يواكبه تحول نوعي في الأدوات أو في الابتكار المالي.

2- نقص حداثة الجهاز المصرفي الجزائري :

واحدة من العوامل التي تعمل على دفع الأفراد إلى إنجاز معاملاتهم المالية خارج الجهاز المصرفي هي ضعف انتشار ماكنات السحب الآلي إذ نلاحظ أنها تكون منخفضة بالمقارنة مع بعض الدول العربية، وبالتالي فإن انخفاض نسب الانتشار المصرفي في مساحات الجزائر سوف يؤثر بشكل سلبي على الشمول المالي. والشكل الموالي رقم (3-16) يبين تطور مؤشر من مؤشرات حداثة الجهاز المصرفي وهو عدد ماكينات الصراف الإلي لكل 100 ألف بالغ في الجزائر خلال الفترة 2004-2023 :

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

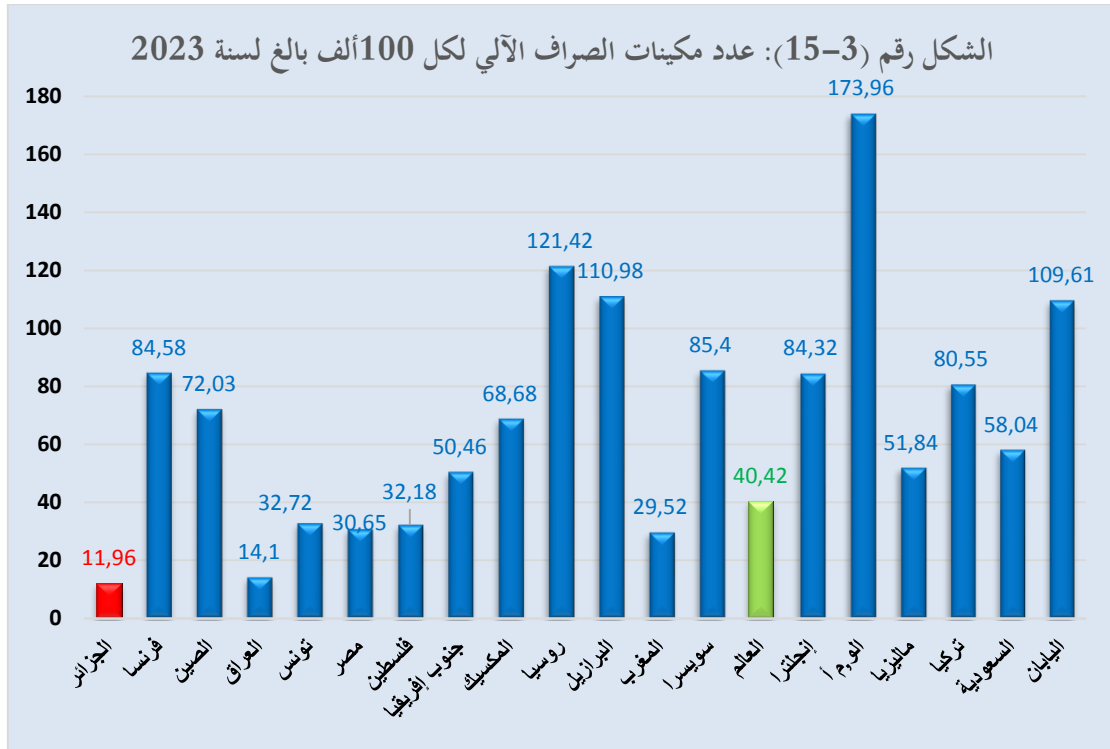


المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي

نلاحظ من خلال الشكل رقم (3-14) أن عدد الصرافات الآلية في ارتفاع مستمر خلال الفترة الممتدة من 2004-2019 إذ بلغت 1.27 صراف لكل 100 ألف بالغ في سنة 2004، في 2019 وصل هذا المؤشر إلى 9.54 صراف لكل 100 ألف بالغ .

لنقف على مدى كفاية الصرافات الآلية وسهولة الوصول للخدمات المصرفية في الجزائر وجب علينا مقارنة هذا المؤشر في الجزائر مع نظيره في مجموعة من الدول الأخرى، والشكل رقم (3-15) يبين عدد الصرافات الآلية لكل 100 ألف بالغ في مجموعة من دول العالم خلال سنة 2019 على النحو التالي :

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

من خلال الشكل رقم (3-15) يتضح جلياً أن عدد الصرافات الآلية لكل 100 ألف نسمة في الجزائر خلال سنة 2023 منخفض جداً مقارنة بالدول الأخرى، إذ بلغ (11.96 صرافاً لكل 100 ألف بالغ)، ويكاد يكون هذا الرقم من بين الأدنى عالمياً، حتى فلسطين حققت نتائج أفضل . كما أن هذا العدد يقارب ثلث المتوسط العالمي البالغ (40.42 صرافاً لكل 100 ألف بالغ). في المقابل، سجلت الدول والولايات المتحدة مستويات مرتفعة جداً من الصرافات لكل 100 ألف بالغ، وكانت لها أعلى قيمة ضمن العينة بنصيب (173.96 صرافاً لكل 100 ألف بالغ)، أي ما يعادل نحو 14 مرة عدد الصرافات في الجزائر. ويبرز هذا المستوى المتدني لمحدودية الشمول المالي وضعف البنية التحتية البنكية في الجزائر، مما يعكس تباطؤ تطور الوساطة المالية وتراجع فعالية قنوات انتقال السياسة النقدية نحو الاقتصاد الحقيقي.

3- ضعف المنافسة واحتكار العمل المصرفي :

تستطيع السلطات النهوض بأسواق نقد نشطة بتحفيز المصارف والمؤسسات المالية الأخرى حتى تتاجر مع بعضها البعض وتطور منحى مردود للسوق. وستكون الحوافز الرئيسية هي إدارة منحى المردود والتسعير، بيد أن المصارف المملوكة للدولة لا تكون محفزة تجارياً دائماً، وبدلاً من ذلك فإنها تستجيب لمتطلبات السياسة الحكومية . فهي أقل احتمالية لأن تتجاوب مع الحوافز (أو لإزالة مثبطات الحوافز) وتدير سيولتها بشكل

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

نشط، وفي الجزائر، تستفيد البنوك العمومية من ضمان حكومي ضمني، مما يشوه السوق ، حيث تقوم المصارف العمومية بجذب التجزئة والودائع الأخرى بأسعار قليلة، وتقرض غالبا بأسعار قليلة، لقطاعات تنطوي على المخاطرة وتدعى "قطاعات ذات أولوية"، أما البنوك الخاصة فتكافح للحصول على ودائع بأسعار تنافسية وتقرض للقطاع الخاص الأكثر كفاءة. وفي حالة في فائض في السيولة، فسيسحب المصرف المركزي السيولة من السوق ولكنه في الواقع العملي يتعامل فقط مع البنوك العمومية، أما المصارف الخاصة فإن استطاعت أن تقترض أي شيء فعليها أن تقترض غالبا بأسعار جزائية. إن مثل هذا الهيكل للسوق النقدية يعمل ضد تطوير سوق السيولة بين المصارف، ويعمل ضد النقل الفعلي للسياسة النقدية عبر قنوات الأسعار¹

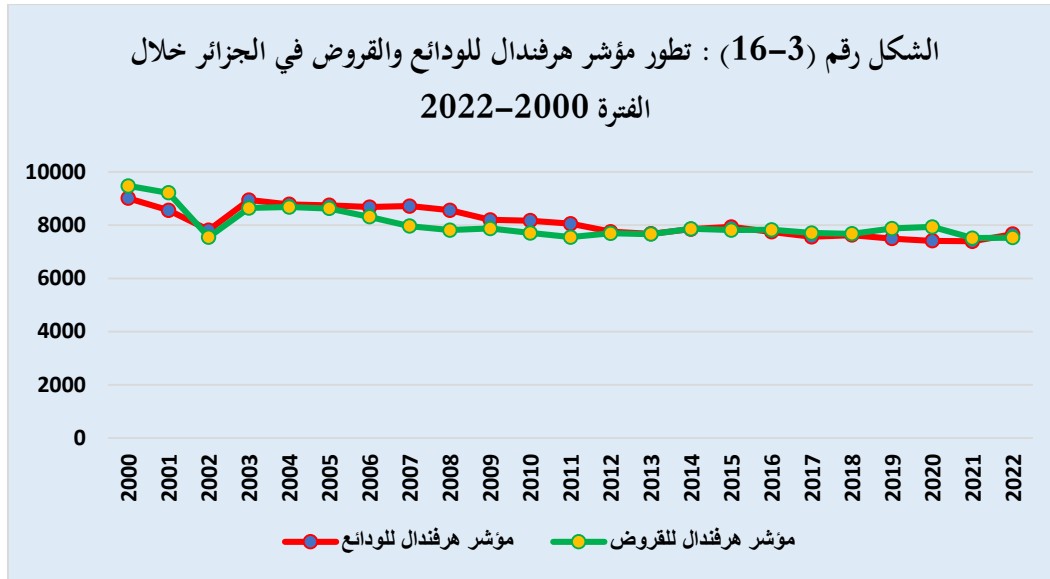
عندما يغير البنك مركزي سعره السياسي ومن ثم سعر الفائدة على تعاملاته مع البنوك التجارية فإنه يتوقع أن يؤثر التغيير على الأسعار التي تتعامل بها البنوك مع زبائنها وإذا لم يكن هناك تنافس كاف فإن المصارف المهيمنة لا تنقل تغيير سعر الفائدة بالكامل فيما لا يملك الزبائن خيارا في تحريك أعمالهم. وبما أن السوق النقدية الجزائرية تعاني من فائض سيولة هيكلي. في هذه الحالة، إذا حاول البنك المركزي زيادة الفائدة فهو الذي سيدفع من خلال عمليات تصريف السيولة، أو الحكومة هي التي ستدفعها من خلال إصدار الدين ولكن لا يحتمل أن يؤثر هذا على سلوك ومصرفات الحكومة بل إن الحكومة قد تضع ضغوط على البنك المركزي للحد من زيادة أسعار الفائدة وعلاوة على ذلك لن تحتاج المصارف التجارية لزيادة فوائد الودائع لجذب أموال كافية لشراء الأوراق المالية المتوفرة ما دامت تملك أساسا سيولة زائدة.

عملا بتوصيات بنك إنجلترا (2006) سنقوم بحساب مؤشر هيرفندال هيرشمان لمعرفة درجة المنافسة بين البنوك العمومية والخاصة لنستنتج بعدها درجة تشوه السوق. بناءً على القانون الخاص بمؤشر هيرفندال من المبحث السابق تم التوصل لحساب² مؤشر المنافسة للبنوك العمومية والبنوك الخاصة في الجزائر لمعرفة درجة المنافسة بين القطاعين العام والخاص، والنتائج المتوصل إليها مبينة في المنحنى التالي :

¹ Simon T Gray and Nick Talbot, p19.

² طريقة حساب مؤشر هيرفندال موضحة في الملحق رقم بناء على الإحصائيات المنشورة في تقارير بنك الجزائر.

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على الملحق رقم (07)

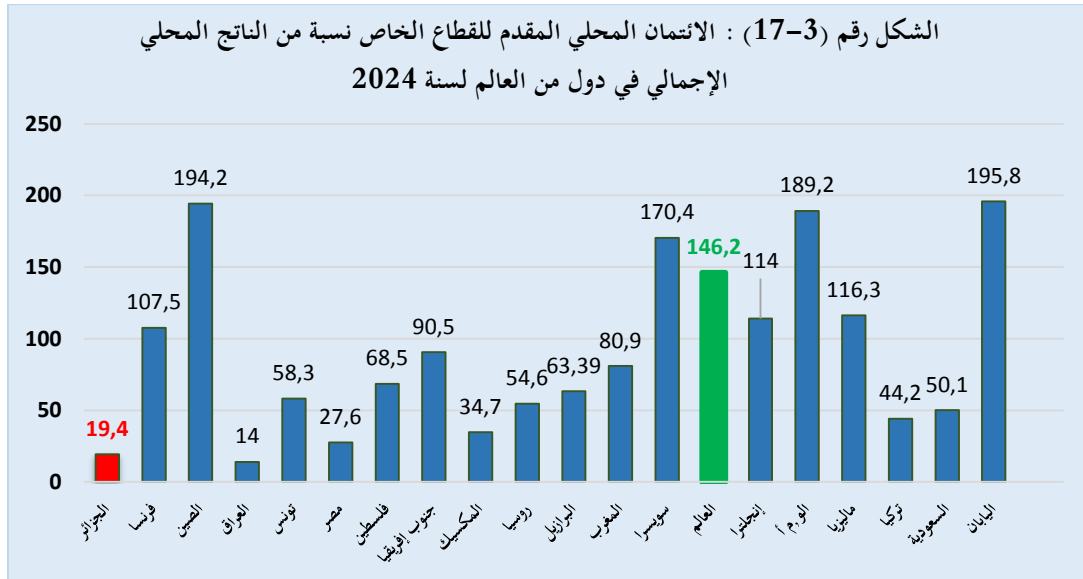
يُظهر الشكل السابق أن القطاع المصرفي الجزائري يتسم بدرجة عالية من التركيز، حيث تجاوزت قيمة مؤشر هيرفيندال-هيرشمان (HHI) عتبة (1800) نقطة خلال جميع سنوات الدراسة، ما يعكس وجود منافسة احتكارية تميل لصالح البنوك العمومية. ويُعزى هذا الوضع إلى هيمنة البنوك العمومية على النشاط المصرفي، إذ تمثل العدد الأكبر من المؤسسات الفاعلة في السوق وتستحوذ على الحصة السوقية الأكبر مقارنةً بالبنوك الخاصة العاملة في الجزائر.

إن هذا المستوى المرتفع من التركيز البنكي وما يصاحبه من ضعف في المنافسة الفعلية يؤدي إلى تشويه ديناميكية السوق النقدية، إذ تحدّ هيمنة البنوك العمومية من كفاءة آليات تحديد أسعار الفائدة وتوزيع السيولة بين البنوك. ونتيجة لذلك، يتعطل جزئيًا الانتقال السلس للسياسة النقدية من البنك المركزي إلى الاقتصاد الحقيقي، مما يقلل من فعالية أدواتها في توجيه النشاط الائتماني والاستثمار.

4- ضحالة السوق المصرفية والنقدية الجزائرية :

من خلال مؤشر العمق المالي الذي تمت دراسته في المبحث السابق، نستنتج أن السوق المصرفية والنقدية الجزائرية قليلة العمق المالي. وتدعى الأسواق المالية التي تفتقد إلى خاصية العمق بأسواق ضحلة لأنها تتميز بوجود عدد ضئيل من أوامر الشراء والبيع ولأن فارق الأسعار بين هذه الأوامر يكون واسعًا. ولمعرفة مدى كفاية درجات العمق المالي في الجزائر سنقارن هذا المؤشر مع مجموعة من الدول والتي يظهرها الشكل الموالي :

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية



المصدر : من إعداد الطالبة بناء على بيانات البنك الدولي

يُظهر الشكل رقم (3-17) مستوى متدنياً نسبياً لمؤشر العمق المالي في الجزائر، إذ لم يتجاوز 19.4 نقطة سنة 2024، أي ما يعادل تقريباً سبع المتوسط العالمي. وتبدو الجزائر متقدمة بشكل طفيف فقط على العراق (14 نقطة)، في حين تسجل دول أخرى ذات ظروف اقتصادية صعبة مثل فلسطين مستوى أعلى من الجزائر، وهو ما يعكس محدودية تطور القطاع المالي الجزائري مقارنةً حتى بالاقتصادات الصغيرة أو الهشة. كما تبقى الفجوة واسعة مع نظيراتها المغاربية، حيث بلغ المؤشر في تونس نحو 58.3 نقطة وفي المغرب حوالي 80.9 نقطة، أي ما يعادل ثلاثة إلى أربعة أضعاف المستوى المسجل في الجزائر. أما اليابان فقد حققت أعلى قيمة للمؤشر (195.8 نقطة) تليها الصين بـ (194.2 نقطة) ثم الولايات المتحدة الأمريكية بـ (189.2 نقطة)، ما يعكس نضجاً مؤسسياً وعمقاً مالياً مرتفعاً في نظامها المصرفي والمالي.

تبرز المقارنة أن النظام المالي الجزائري يتسم بضخامة واضحة مقارنة بالمستويات الإقليمية والعالمية، وهو ما يعكس ضعف قدرة القطاع المالي على تعبئة المدخرات وتحويلها إلى استثمارات إنتاجية فعّالة. وينتج عن هذا الوضع انخفاض في حجم التداول ونشاط السوق، إذ لا تتحرك الأسواق الضحلة إلا استجابةً لتقلبات كبيرة في أسعار الأوراق المالية، على خلاف الأسواق العميقة التي تتميز بقدرتها على امتصاص الصدمات السعريّة دون تعييرات جوهرية في الأسعار بين صفقة وأخرى.

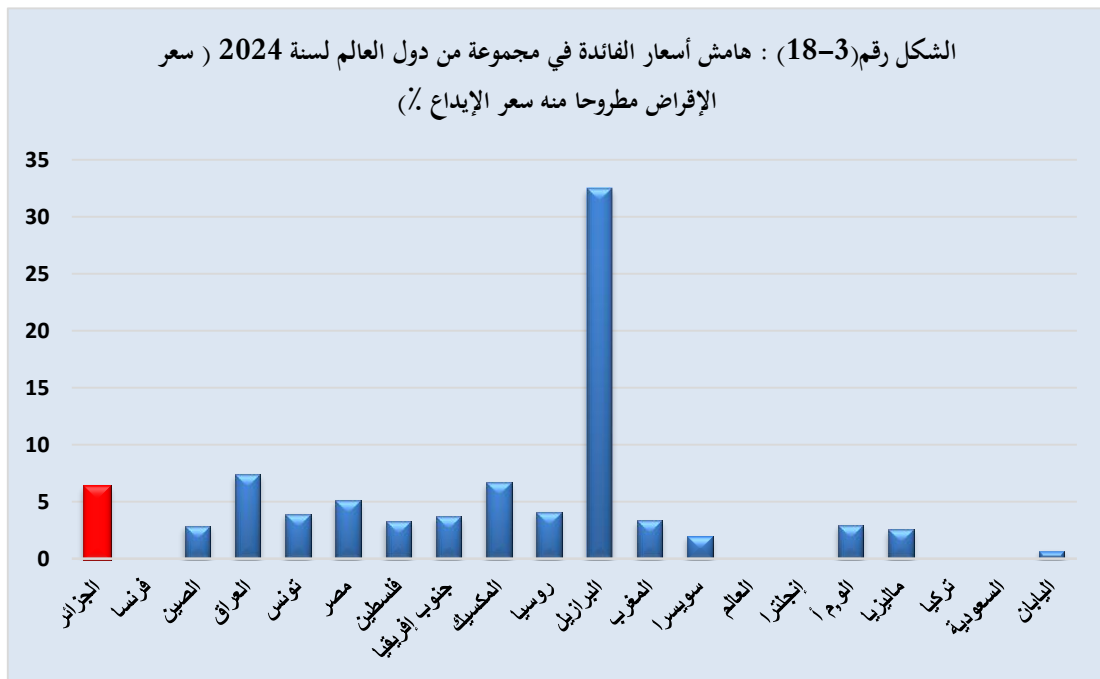
الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

ويترتب على ذلك أن الوسطاء الماليين وصانعي السوق في الأسواق الضحلة يتحملون مخاطر أعلى، ما يدفعهم إلى توسيع هامش الربح بين سعري العرض والطلب، بينما يضيق هذا الهامش في الأسواق العميقة بفضل ارتفاع مستوى السيولة وتعدد المتعاملين.

ومن ثمّ، فإن تحقيق خاصية العمق المالي يتطلب توافر بنية تحتية فعّالة للاتصال وتداول المعلومات، تتيح للمشاركين الوصول السريع إلى بيانات السوق وتنفيذ الصفقات بكفاءة، بما يعزز الشفافية والسيولة والاستقرار المالي في نهاية المطاف.¹

5- انخفاض كفاءة البنوك التجارية الجزائرية وارتفاع هامش سعر الفائدة :

تمت دراسة مؤشر الكفاءة المالية مقاسا بهامش معدل الفائدة في المبحث السابق ولمعرفة مدى كفاءة تشغيل البنوك التجارية الجزائرية سنقارن هذا المؤشر مع مجموعة من الدول وقيم هذا المؤشر في هذه الدول خلال سنة 2019 موضحة في الشكل الموالي رقم (3-18) :



المصدر: من إعداد الطالبة إعتقادا على إحصائيات البنك الدولي

عطفًا على ما سبق من دراسة لتطور مؤشر كفاءة القطاع المصرفي في الجزائر الذي أظهره الشكل رقم(3-4)²، ننتقل الآن إلى تحليل مدى كفاية النتائج المحققة مقارنة بمجموعة من الدول .وقد استخدمنا هنا هامش

¹ محمد أمين عزت الميادني، مصدر سبق ذكره.

² أنظر الصفحة () من هذه الأطروحة

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

أسعار الفائدة، المتمثل في الفرق بين سعر الإقراض وسعر الإيداع، كمؤشر عملي يعكس كفاءة السوق المصرفي في توجيه الموارد وتحديد تكلفة التمويل.

يوضح الشكل رقم (3-18) المقارن أن الجزائر تسجل هامشًا مرتفعًا نسبيًا (6.3٪) مقارنة بدول مثل اليابان (0.7٪)، سويسرا (2٪)، وماليزيا (2.6٪)، إضافة إلى دول¹ التي لا يُظهر الشكل (3-18) قيمًا لها، والتي غالبًا ما تقل هوامشها عن 3.91٪. هذا الارتفاع النسبي في هامش الفائدة يشير إلى نقص الكفاءة النسبية للقطاع المصرفي الجزائري، حيث يشير الهامش الكبير إلى ارتفاع تكلفة الائتمان أو محدودية المنافسة بين البنوك، وهو ما يعكس قصورًا في قدرة القطاع على تحويل المدخرات إلى استثمارات بكفاءة عالية مقارنة بالأنظمة المصرفية الناضجة

المطلب الثالث: مشاكل متعلقة بالبنك المركزي والسياسة النقدية

على ضوء الاختلالات البنوية التي كشف عنها المطلبان السابقان على مستوى الاقتصاد الكلي والنظام المصرفي، من الضروري الانتقال إلى تحليل مشكلات السوق النقدية وأسواقها الثانوية. إذ تؤثر محدودية العمق المالي، ضعف تنوع الأدوات، وكفاءة التداول في الأسواق الثانوية مباشرة على قدرة السوق على الأداء الفعال، وبالتالي على فعالية السياسة النقدية في توجيه النشاط الاقتصادي وتحقيق الاستقرار المالي. يهدف هذا المطلب إلى دراسة هذه المشاكل لتحديد نقاط الضعف ووضع أسس لتعزيز أداء السوق النقدية ودعم استقرار النظام المالي الوطني.

1- غياب سوق ثانوية نشطة

من الناحية المؤسسية، لم تُطور الجزائر بعد إطارًا تنظيميًا ومؤسسيًا متكاملًا يسمح بتفعيل السوق الثانوية للسندات الخاصة. فالسوق الثانوية محدودة النشاط، وتُستخدم سندات الخزينة في الغالب كأدوات للسياسة النقدية وليس كوسائل استثمارية، إذ يتم تداولها بين البنوك عبر السوق ما بين البنوك بإشراف البنك المركزي، وليس ضمن سوق مالية تنافسية تضم مستثمرين متنوعين.

تلعب أسواق الدين الحكومية دورًا حيويًا في النظام المالي والاقتصاد بشكل عام. من خلال توفير معيار لتسعير الأصول المالية، تضمن أسواق الدين الحكومية المحلية الجيدة الأداء انتقال السياسة النقدية إلى الاقتصاد

¹ كل هذه الدول تقريبًا تظهر على موقع البنك الدولي في المنطقة الأولى أين معدل الهامش على الإقراض أقل من 3.91

الفصل الثالث: ميكانزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

الأوسع وتسهل تطوير أسواق السندات والشركات والأسواق الأخرى. وبالتالي، تعد الأسواق العميقة والسائلة من الركائز الأساسية للنظام المالي، خاصة إذا حافظت على سيولتها في أوقات الضغط المالي. بالمقابل، فإن الأسواق الأقل سيولة تميل إلى نقل الصدمات السلبية بسرعة أكبر.

تُشير دراسة CGFS (2019) إلى نظرة شاملة على العوامل المهمة لتطوير أسواق دين حكومية ثانوية عميقة وسائلة. تتراوح هذه العوامل بين الأساسية، مثل سيادة القانون والأطر القانونية والقضائية الفعالة، والتقنية، مثل القدرة على إعادة شراء الدين أو استبدال الأوراق المالية غير السائلة بأوراق سائلة¹.

هناك عاملان رئيسيان لتطوير أسواق دين حكومية سائلة ومرنة في الاقتصادات الناشئة² :

✓ قاعدة مستثمرين واسعة ومتنوعة

✓ أسواق تحوط عميقة

2- ضعف قاعدة المستثمرين والمشاركين في السوق :

تعد قاعدة المستثمرين المتنوعة شرطاً أساسياً لسيولة الأسواق، إذ تجعل اختلاف الاحتياجات الاستثمارية والمعتقدات والاستراتيجيات من غير المرجح أن يقوم جميع المشاركين بالشراء أو البيع في نفس الوقت. أظهرت الأدبيات الحديثة أن المستثمرين طويلين الأجل مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين يمكن أن يساهموا في استقرار الأسواق. ومع ذلك، فإن هؤلاء المستثمرين نادراً ما يبيعون أوراقهم المالية قبل استحقاقها، لذلك يجب أن يكملهم المتداولون قصيرو الأجل، بما في ذلك بعض المستثمرين المرفعين والمتداولين عاليي التردد. لجمع هؤلاء اللاعبين المختلفين معاً، يلزم وجود وسطاء في السوق، خصوصاً صانعي السوق في البنوك وبيوت السمسرة، الذين تتمثل مهمتهم الأساسية في تسهيل التداول وتقاسم المخاطر بين المستثمرين. يمكن أيضاً تحقيق تنويع قاعدة المستثمرين عبر الحدود. فالمستثمرون الأجانب لا يضيفون فقط موارد إضافية، بل غالباً ما يواجهون ظروفًا واحتياجات تداولية وتوقعات مختلفة عن المستثمرين المحليين، مما يعني أن دخولهم يمكن أن يعزز سيولة السوق وعمقه³.

¹ <https://www.bis.org/publ/cgfs62.pdf>

² Bernardus Doornik and Jon Frost, Towards liquid and resilient government debt markets in EMEs, BIS Quarterly Review, March 2024, (59-73), p59

³ ibid, p 62

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

وبناء على تحليل قاعدة المتدخلين في السوق النقدية الجزائري في الفصل السابق يمكن أن نجزم أن السوق النقدية الجزائرية تفتقر لصناع السوق والمستثمرين عبد الحدود ما يظهر قصور هيكلي في بنية السوق وفي قاعدة المشاركين.

3- تبني البنك المركزي الجزائري لسياسة نقدية غير نشطة:

عند تصميم إطار العمليات النقدية، سيحتاج المصرف المركزي لاعتبار ما إذا كان يرغب في تولي موقف سلبي أو موقف نشط نحو إدارة السيولة. وقد قررت بعض البنوك المركزية من بينها الجزائر تبني مقارنة سلبية ربما لعدم القدرة على التنبؤ بدقة بوض الخريئة كلها في المنع سيولة السوق، مفضلة الإعتماد بشدة على التسهيلات القائمة كأداتها الأولى في إدارة السيولة. فيما تفضل بنوك مركزية أخرى استخدام مقارنة أكثر نشاطا حيث تستخدم عمليات السوق المفتوح كأداة رئيسة لإدارة سيولتها فيما تستخدم التسهيلات القائمة كمجرد آلية " صمام أمان " للسيولة. ويمكن رؤية الفرق في المقاربات جزئيا من خلال عرض منفذ سعر الفائدة- فيما يتعلق بنقاط الأساس- بين تسهيلات الإيداع والإقراض. ومن المرجح أن ترى المقاربة السلبية منفذا ضيقا حيث تقلل الكلفة على المشاركين في السوق في التعامل مع المصرف المركزي (لكونه جهة مناظرة للتسليف الخالي من الأخطار) وتكون النتيجة أن معاملات التسهيلات القائمة تشكل نسبة كبيرة من مجموع معاملات البنك المركزي مع السوق. ومن ناحية أخرى قد يعمل البنك المركزي عمل السمسار النقدي بدون مدى، حيث يقرض المال بنفس السعر وفي أي وقت، ولكن حينها لن يكون للمصارف التجارية أي حافز للتعامل مع بعضها البعض حيث يمكن تلبية احتياجاتها دائما بالتعامل مع البنك المركزي. وبالمقابل المقاربة النشطة يصحبها منفذ واسع إلى حد يكفي لإعطاء المشاركين في السوق حافزا لإيجاد شريك تجاري أولا وقبل كل شيء في موقع السوق.¹

يُظهر الإطار التشغيلي للسياسة النقدية في الجزائر أنّ بنك الجزائر يعتمد، في ممارساته العملية، مقارنة غير نشطة في إدارة السيولة البنكية، رغم امتلاكه لأدوات السوق المفتوح. فبالنظر إلى قناة سعر الفائدة، يتضح أنها تؤدي دورًا محدودًا للغاية؛ إذ يبقى السعر التوجيهي ومعدلات التسهيلات الدائمة في نطاق ضيق ووتيرة تعديل منخفضة، بما لا يسمح بإرسال الإشارات السعرية الضرورية التي تدفع البنوك التجارية إلى تنشيط

¹ Simon T Gray and Nick Talbot, op cit, p 12-13

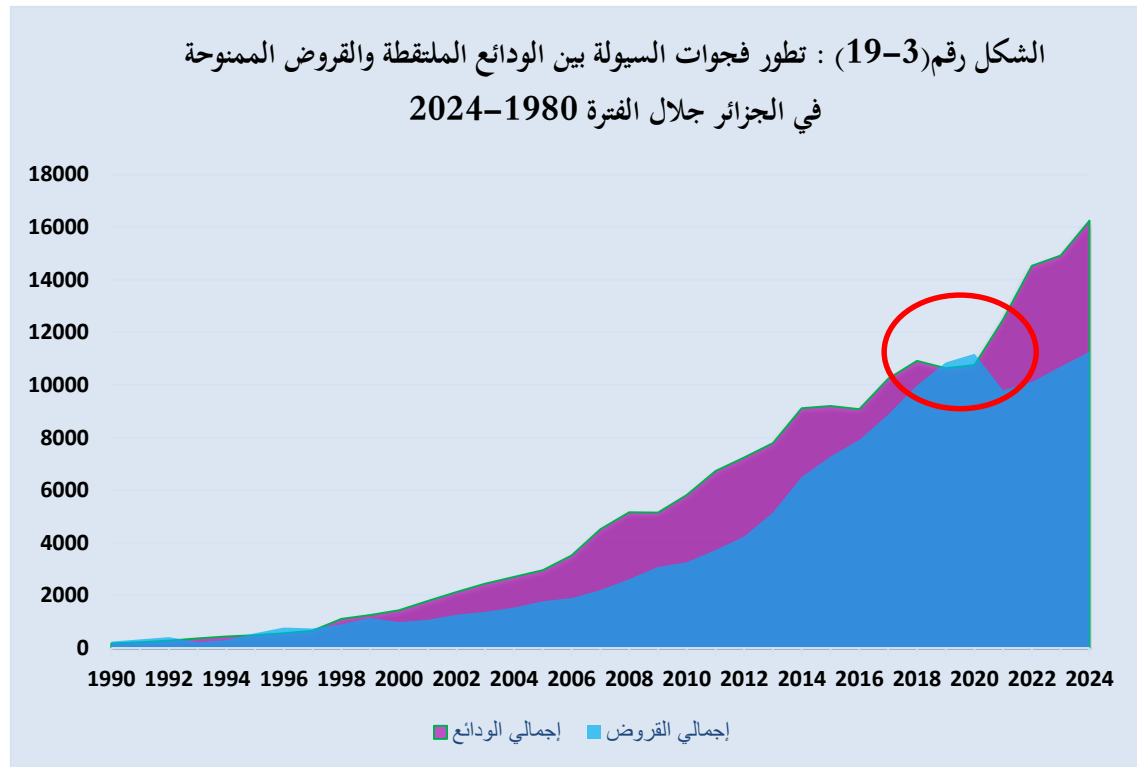
الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

تعاملاتها في سوق ما بين البنوك. ويترتب على ذلك اعتماد كبير للبنوك على التسهيلات الدائمة بدل اللجوء إلى السوق البينية.

ورغم أنّ بنك الجزائر يوظف عمليات السوق المفتوح إلا أنّ استخدامها يبقى غير كافٍ، ولا يُشكّل الأداة المحورية لإدارة السيولة كما هو الحال في المقاربات النشطة المعتمدة في البنوك المركزية المتقدمة. وبدل أن يكون السوق المفتوح هو الأداة الأساسية لتوجيه السيولة والتحكم في أسعار الفائدة قصيرة الأجل، يظل حضوره ثانوياً ومحدود التأثير في توجيه سلوك البنوك.

4- السوق النقدية تعاني من فائض سيولة هيكلي خارج أوقات الأزمات :

يُشكل فائض السيولة البنكي في الجزائر أحد أبرز التحديات الهيكلية للنظام المالي، إذ ينعكس على قدرة البنوك على تمويل التنمية الاقتصادية بشكل فعال. صحيح أن هذا الفائض لم يكن مطلقاً إذ نلاحظ أنه بداية من سنة 2001 بدأت تظهر مشكلة فائض السيولة، إختفت لسنتين متتاليتين 2019-2020 بعد جائحة كورونا، لتظهر الفجوة من جديد بين الودائع الملتقطة والقروض الممنوحة، كما يظهر الشكل الموالي:



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على تقارير بنك الجزائر (أنظر الملحق رقم 01)

الفصل الثالث: ميكانزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

يسلط هذا التحليل الضوء على أن الفجوة بين الودائع والقروض تمثل أحد التحديات الهيكلية للنظام المالي الجزائري، حيث يظهر الشكل (3-19) فائض كبير في السيولة لا يتم توجيهه بالشكل الكافي نحو تمويل التنمية الاقتصادية. في حين يفترض أن تعكس هذه الفجوة قدرة البنوك على دعم المشاريع والاستثمارات، إلا أن الواقع الجزائري يبرز أن المشكلة ليست ظرفية مؤقتة، بل هيكلية ناتجة عن ضعف آليات توجيه التمويل نحو القطاعات الإنتاجية، بالإضافة إلى محدودية التنسيق بين السياسة النقدية والأهداف التنموية للدولة. دراسة هذه الفجوة تتيح فهم أبعاد هذا الخلل وتحديد السياسات المطلوبة لتحويل فائض السيولة إلى أداة فعالة لدعم النمو.

عطفا على تحليل السيولة في الفصل الثاني وبالعودة إلى الشكل رقم (2-7)، يتضح جليا أن فائض السيولة المصرفية في الجزائر يتأثر بشدة بتغير الودائع المصرفية نتيجة تغير الودائع الملتقطة من مؤسسة سونطراك والتي بدورها تتحدد بفعل تغير أسعار النفط في الأسواق العالمية هذا ما يؤكد وجود اختلالات هيكلية في الاقتصاد الوطني.

وعند هذا المستوى من الدراسة، يتضح أن السيولة في الجزائر تواجه مشكلة مزدوجة. أولاً، هناك فائض هيكلية في السيولة ناتج عن عزوف البنوك عن الإقراض وتحفظها على الموارد المتاحة، مما يعيق توجيه التمويل نحو الأنشطة الاقتصادية والإنتاجية. ثانياً، هناك فائض مرتبط بأسعار النفط، إذ تؤدي التقلبات في أسعار النفط إلى تدفق ودائع كبيرة خلال فترات الارتفاع، لكنها غالباً لا تُستغل بشكل فعال في دعم الاقتصاد الحقيقي. هاتان المشكلتان تؤكدان أن وفرة السيولة وحدها لا تكفي لضمان أداء اقتصادي فعال، بل تحتاج إلى آليات توجيهية وسياسات نقدية أكثر فاعلية.

5- بنك الجزائر خارج سوق ما بين البنوك:

لقد استنتجنا من العنصر السابق أن السوق النقدية الجزائرية تعاني من فائض سيولة هيكلية، هذه السيولة المفرطة وغير المستغلة من قبل البنوك الجزائرية أقصت البنك المركزي من سوق ما بين البنوك ما شل حركة هذه السوق بشكل شبه تام. هذا ما جعل بنك الجزائر خارجها لسنوات عديدة. وهذا ما ظهر بوضوح من خلال الشكل (2-17) أين كانت كل العمليات عمليات امتصاص للسيولة خلال الفترة 2001-2015، والمتمعن في الشكل يستنتج أن بنك الجزائر يكون داخل السوق فقط في فترات الأزمات (2016-).

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

2017) (2019-2020)، بمجرد التعافي من الأزمات يعود البنك المركزي خارج السوق من جديد وهذا يظهر خلل في ميكانيزمات عمل السوق.

يعتبر فائض السيولة مشكلة بالنسبة للبنوك؛ فعند وفرة السيولة لديها، لن تقتصر هذه الأخيرة من بعضها البعض ولن يكون هناك مجال لسوق ما بين البنوك ليتطور وسيكون البنك المركزي خارج هذه السوق، هذا الهيكل يؤدي إلى تباطؤ المتاجرة، ومن ثم يضعف وظيفة الوساطة في سوق النقد وبموجب هذا الهيكل، ينخفض حافز المقرضين للقيام بالمعاملات لأن سعر الاستدعاء قد بقي قريبا جدا من الصفر، مما يجعل الأمر صعبا لتغطية تكاليف التعاملات بتلك الهوامش من الفائدة. ومن منظور المقرضين، فإن الحاجة لجمع الأموال من السوق النقدية قد قلت؛ والسبب الرئيسي لذلك هو أن عمليات البنك المركزي المتعلقة بتزويد الأموال للسوق هي التي قدمت الوسائل الأولية للتمويل، عن طريق استعمال التسهيلات الائتمانية.

تفضل أغلب البنوك المركزية أن تشتغل بنقص هيكل في السيولة رغم أن أغلبها في التطبيق العملي يواجه فائضا، يجبر النقص النظام البنكي على الاقتراض من البنك المركزي حتى يتمكن الأخير من فرض مستوى أسعار الفائدة التي يرغب فيها، ليس للنظام البنكي أي خيار سوى المشاركة في عمليات إقراض البنك المركزي حيث أنه هو الممون المحتكر للنقد الاحتياطي اللازم. وتستطيع البنوك أن تعرض أسعارا أقل لعمليات السوق المفتوح، ولكنها ستحتاج عندها لاستخدام الاقتراض من التسهيلات القائمة لتغطية النقص المتبقي. وحيث أن هذا سيكون بسعر فائدة جزائي، فعلى الأرجح أن لا يستمر مثل هذا السلوك. وبالمقارنة، إذا كان لدى القطاع البنكي فائض في السيولة، فلا يحتاج لمشاركة البنك المركزي في عمليات سحب السيولة من مثل مزادات الودائع أو بيع الأوراق المالية بل يبقونها في حساب جار لدى البنك المركزي.

كما أن هناك مضامين ميزانية، فإذا كان هناك نقص في السوق فإن البنك المركزي يأخذ فائدة لقاء إقراضه للبنوك، ولكن إذا كان هناك فائض، فعلى البنك المركزي أن يدفع فائدة من جراء سحب السيولة الزائدة. وهذا قد يجعل البنك المركزي غير راغب لإحكام وقفته السياسية عند الضرورة كما أن هناك دائما كلفة على سحب الفائض أو التحول من فائض هيكل إلى عجز؛ بمعنى أن الكلفة هي نظير قرارات سياسية سابقة أو حالة للتمويل الحكومي أو إدارة سعر الصرف. إن فهم السبب الأساسي للفائض قد يساعد في تحديد من يتحمل كلفة معالجته.¹

¹ Simon T Gray and Nick Talbot, Monetary operations, op cit ,p36

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

6- غياب الأسواق المساندة :

تعتمد فعالية الأسواق النقدية أيضًا على وجود وحجم الأسواق المساندة، مثل أسواق الريبو (repos) والمشتقات المالية: (derivatives):¹

✓ تسمح صفقات الريبو للمستثمرين بالاقتراض مقابل حيازاتهم من الأوراق المالية عند الحاجة إلى السيولة النقدية، بدلاً من بيعها مباشرة. كما تدعم توفير السيولة بشكل مباشر من خلال السماح لتجار الأوراق المالية بتمويل مخزونات التداول، وإعادة استخدام الأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمرون طويلو الأجل للتداول، وزيادة الرفع المالي لمحففظهم.

✓ تتيح المشتقات المالية للمستثمرين تعديل تعرضهم لمخاطر سعر الصرف والفائدة دون الحاجة إلى التداول المباشر في السوق الأساسية للسندات.

كما تبرز أهمية تقنيات تسيير المخاطر في السوق النقدية، مثل أدوات التحوط، نظم المقاصة والتسوية، وآليات مراقبة التعرضات المالية، إذ تعمل هذه التقنيات على خفض المخاطر التشغيلية والائتمانية، تحسين التنبؤ بالاحتياجات النقدية، وضمان استقرار العرض والطلب على السيولة قصيرة الأجل. وبهذا، تساهم هذه الأدوات في تعزيز الاستقرار المالي وكفاءة السوق النقدية، بما يدعم فعالية عمليات البنوك والمؤسسات المالية في إدارة السيولة والمخاطر المرتبطة بها.

7- انخفاض سرعة دوران النقود في الجزائر:

تعتبر سرعة دوران النقود مؤشر للسوق النقدية باعتبار أن له أهمية كبيرة ليس فقط في التنبؤ بالطلب الحقيقي على النقود ولكن أيضاً لدوره في شرح العلاقة بين المؤشرات النقدية وغيرها من مؤشرات الاقتصاد الكلي وآثارها على تحقيق الأهداف الوسيطة والنهائية للسياسة النقدية²

يمثل انخفاض سرعة دوران النقود في الجزائر إحدى المشكلات المحورية التي تعيق فعالية سوق النقود، فهو ليس مجرد انعكاس لضعف التداول النقدي، بل عامل أساسي يحدد قدرة السوق على تحقيق وظائفه الحيوية. فالنقود التي تبقى راکدة في الحسابات المصرفية أو خارج قنوات الاستثمار قصيرة الأجل لا تسهم في تحريك المعاملات المالية بين البنوك والشركات والأفراد، مما يؤدي إلى تقييد السيولة المتاحة في السوق النقدي. ونتيجة

¹ Bernardus Doornik and Jon Frost, op cit,p 64.

² احمد شادلي وآخرون، العوامل المؤثرة في سرعة دوران النقود، صندوق النقد العربي العدد 2021/80 ، ص 1

الفصل الثالث: ميكانزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

لذلك، تصبح أسعار الفائدة أقل مرونة تجاه تغيّرات العرض والطلب، وتقل قدرة البنوك على تلبية احتياجات التمويل قصيرة الأجل، ويضعف ما يُعرف بآلية انتقال السياسة النقدية إلى الاقتصاد الفعلي. كما ينعكس هذا التباطؤ بشكل مباشر على العمق المالي والشمول المالي (وهذا ما وقفت عنده الدراسة في المبحث السابق)، إذ تحد من استفادة قطاعات واسعة من التمويل والخدمات المصرفية، مما يجعل السوق أقل ديناميكية وأكثر عرضة للاختناقات السيولة. وبذلك، يمكن التأكيد على أن انخفاض سرعة دوران النقود يشكل محوراً أساسياً في عدم فعالية سوق النقود في الجزائر، حيث يُحبط قدرة النظام المالي على توجيه الموارد بكفاءة ويحد من تأثير السياسة النقدية في تحفيز النشاط الاقتصادي.

8- سوق السندات القابلة للتفاوض معطلة:

من أهم النتائج المتوصل إليها من خلال الفصل الثاني أن سوق السندات القابلة للتفاوض في الجزائر يُحتزل في سوق سندات الخزينة القابلة للتداول، وهذا يعكس محدودية هيكل السوق المالي والنقدي الجزائري، ويُظهر في الوقت نفسه غياب التنوع في الأدوات المالية الضرورية لتفعيل قنوات التمويل غير المصرفي. وهذا ما وقفت عنده الدراسة في الفصل السابق.

نتيجة ذلك، يُمثل انحصار السوق في سندات الخزينة القابلة للتفاوض أحد معوقات تطور الأسواق النقدية والمالية في الجزائر، لأنه:

- يقلّص من فرص تنويع أدوات التمويل؛
- يحدّ من قدرة البنك المركزي على تحسين كفاءة آليات انتقال السياسة النقدية عبر أسعار الفائدة؛
- ويجعل السوق النقدية أقل مرونة في امتصاص الصدمات وتمويل الاقتصاد الحقيقي.

المبحث الثالث : السوق النقدية الفعالة؛ محددات التطوير وآليات التفعيل في السياق

الجزائري

تفعيل السوق النقدي في الجزائر ليس مجرد خيار إصلاحي ذي طبيعة تقنية، بل هو ركيزة أساسية لبناء منظومة مالية قادرة على دعم النمو الاقتصادي وتحقيق التنمية المستدامة. فوجود سوق نقدي فعال وذو عمق يسمح بتوجيه السيولة نحو الأنشطة الإنتاجية، ويُحسّن من فعالية السياسة النقدية في التأثير على المتغيرات الكلية،

الفصل الثالث: ميكانزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

مما يجعل إصلاحه جزءًا لا يتجزأ من مشروع تحديث الاقتصاد الوطني وتحويله نحو نموذج تنموي قائم على الكفاءة والابتكار.

المطلب الأول: السوق النقدي الجزائري بين التبنّي الشكلي والتكيف الناقص

منذ السنوات الأولى للاستقلال، وجدت الجزائر نفسها أمام ضرورة ملحة لإعادة بناء مؤسساتها الاقتصادية والمالية من الصفر، في ظل فراغ تشريعي ومؤسسي خلفته مرحلة الاستعمار. ولأن عملية الإصلاح كانت تقتضي وجود نموذج جاهز يُحتذى به لضمان سرعة التأسيس وفعالية الإطار القانوني، فقد كان من الطبيعي أن تتجه الجزائر نحو تبني المنظومة الفرنسية التي كانت الأقرب تاريخيًا، معرفيًا، ولغويًا. وهكذا، تم نسج الهيكلة القانونية للنظام المصرفي الوطني على الأسس نفسها التي يقوم عليها النظام المصرفي الفرنسي، حيث تأسس بنك الجزائر بوصفه نظيرًا مؤسسيًا لبنك فرنسا، وتمت صياغة القوانين الأولى للنقد والائتمان وفق المرجعية القانونية اللاتينية ذات الطابع الفرنسي.

وحتى بعد إصلاحات التسعينيات، ظلّ التشريع المالي الجزائري يستمد جزءًا كبيرًا من منطقته المؤسسي من النموذج الفرنسي، سواء فيما يتعلق بتنظيم البنوك وآليات الرقابة أو في تكييف أدوات السياسة النقدية. ومع ذلك، لم يُترجم هذا التشابه البنوي في المرجعية القانونية إلى مسار تطوري مماثل في أداء السوق النقدي، حيث تمكنت فرنسا من بناء سوق نقدي عميق وفعال ضمن منظومة مالية متكاملة، بينما بقي السوق الجزائري محدود التفاعل وخاضعًا بدرجة كبيرة لتدخل السلطة العمومية. ويُعد هذا التباين، رغم وحدة المرجعية، مبررًا جوهريًا لاختيار الحالة الفرنسية كنقطة مقارنة لتحليل مسار تفعيل السوق النقدي الجزائري.

شهدت ثمانينيات القرن الماضي تحولًا عالميًا عميقًا نحو التحرير المالي بقيادة تاتشر وريغان، إذ اتجهت الاقتصادات الكبرى إلى تعزيز كفاءة أسواقها النقدية وتوسيع نطاق الأدوات المتداولة فيها، في إطار بناء أنظمة مالية أكثر مرونة وقدرة على امتصاص الصدمات. وقد شكّل هذا التحول فرصة لكل من فرنسا والجزائر لإعادة النظر في أنظمتها المالية. غير أنّ المسارين اللذين سلكهما البلدان اختلفا جذريًا: فبينما استطاعت فرنسا تحويل التحرير المالي إلى مشروع مؤسسي متكامل أعاد هيكلة السوق النقدي والمالي برمته، واجهت الجزائر صعوبات بنيوية حالت دون تحقيق الأهداف المرجوة من الإصلاحات، لتبقى سوقها النقدية محدودة الفاعلية وضعيفة الارتباط بالاقتصاد الحقيقي.

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

في فرنسا، تميّز الإصلاح المالي بأنه جزء من رؤية استراتيجية متكاملة، حيث جرى تحديث الإطار القانوني والمؤسسي بالتوازي مع تطوير الوساطة والأدوات والبنية التحتية للتسوية والمقاصة. وقد أنشئت أسواق مالية متقدمة مثل سوق العقود الآجلة (MATIF) وسوق الخيارات (MONEP) عام 1986، مما مكّن الفاعلين الماليين من إدارة المخاطر والتحوط ضد تقلبات أسعار الفائدة. هذا التطور جعل من السوق النقدي الفرنسي حلقة مركزية في المنظومة المالية، قادرة على تأمين انتقال فعال لإشارات السياسة النقدية إلى النظام المصرفي ومنه إلى الاقتصاد الحقيقي. كما رُسخ دور البنك المركزي في تنظيم السوق المفتوح عبر شبكة من المتعاملين الأوليين، ما وقرّ الشفافية والسيولة الدائمة في التعاملات القصيرة الأجل¹.

أدى إصلاح السوق المالي الفرنسي إلى إنشاء سوق موحد لرؤوس الأموال يمتد من عمليات اليوم بيوم (*au jour le jour*) إلى التمويلات طويلة الأجل، ويقوم هذا السوق على هيكل ثلاثي مترابط يشمل: السوق النقدية (Le Marché Monétaire)، سوق الأوراق المالية (Le Marché des Valeurs Mobilières)، وسوق العقود المالية الآجلة (MATIF) - ورغم امتلاك كل سوق لخصائصه وأدواته وآلياته التشغيلية الخاصة، فإن تصميم هذه الأسواق يضمن التكامل والترابط العضوي، مما يتيح للمستثمرين إجراء عمليات تحويل ومراجعة بين مختلف الآجال والأدوات بسهولة. ومن أبرز عناصر التوحيد اعتماد تعريف موحد لمعدل العائد الفعلي (Actuarial Yield)، الذي يسمح بمقارنة الأدوات المالية المختلفة على أساس متجانس، وإجراء عمليات مراجعة مباشرة بين آجال متنوعة، والانتقال من أداة مالية لأخرى دون فقدان الاتساق في احتساب العائد. كما يمكّن السوق المالي الجديد الفاعلين الاقتصاديين من تلبية ثلاث حاجات رئيسية هي: التمويل، من خلال توفير السيولة والموارد طويلة الأجل؛ الاستثمار، عبر توظيف الفوائض المالية في أدوات متنوعة؛ والتحوط، من خلال إدارة المخاطر باستخدام الأدوات المشتقة وسوق العقود الآجلة. وبذلك أصبح السوق أكثر كفاءة، حيث يوفر شفافية أكبر في أسعار الفائدة، تنوعاً في الأدوات المالية، ومرونة عالية في التنقل بين الآفاق الزمنية المختلفة².

في المقابل، اتخذ مسار الإصلاح في الجزائر منحى مغايراً، إذ جاء التحرير المالي نتيجة إملاءات خارجية فرضها صندوق النقد الدولي في إطار برامج التكيف الهيكلي مطلع التسعينيات، لا بوصفه نابغاً من إرادة

¹ <https://d1n7iqsz6ob2ad.cloudfront.net/document/pdf/5385b33807024.pdf>, p2

² Noel Gauthier, LES NOUVEAUX MARCHÉS FINANCIERS ET LEURS INSTRUMENTS SOURCES DE PROFITS POUR LES ENTREPRISES, PUBLI-UNION, PARIS, 2^e éd, p 25

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

داخلية لإعادة بناء النظام المالي على أسس تنافسية. ورغم إدخال تعديلات قانونية ليبرالية على الورق، فإن جوهر الاقتصاد ظل محكومًا بذهنية تدخلية وبيروقراطية موروثه عن النظام الاشتراكي. فقد أقره قانون النقد والقرض سنة 1990، ما أفقد السوق النقدية ديناميكيته الطبيعية. كما لم يُستكمل إطار تنظيمي واضح لعمليات إعادة الشراء (Repos) أو بعقود موحدة تضمن الأمان القانوني للمعاملات، وهو ما وصفه مركز الدراسات المصرفية في بنك إنجلترا (CCBS) بأنه ضعف في "الأساس المؤسسي للسوق النقدي"، يمنعها من أداء دورها التنظيمي.

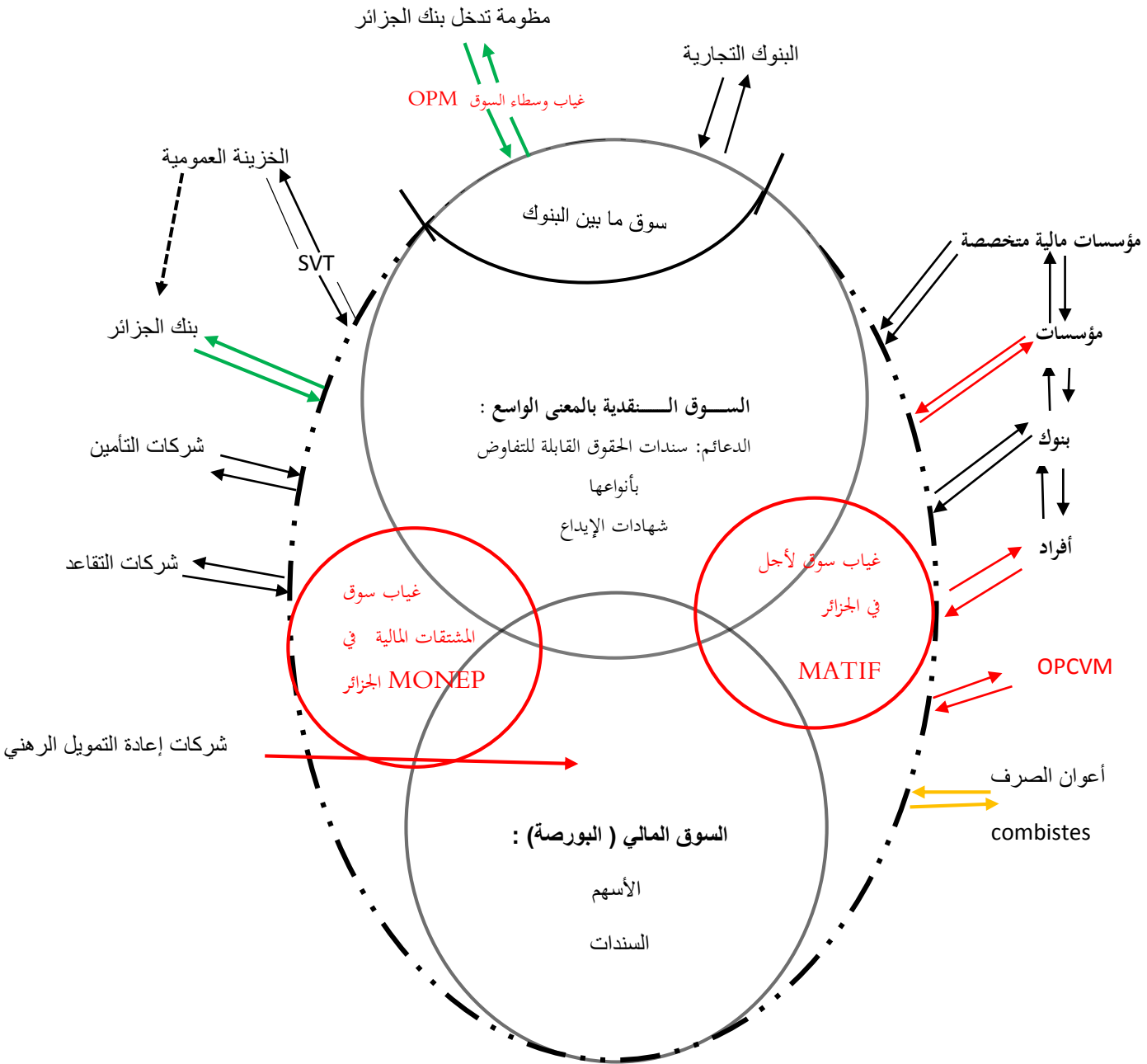
وفي حين أسست فرنسا شبكة متكاملة من الوسطاء الماليين وصنّاع السوق الذين يربطون البنك المركزي بالبنوك والمؤسسات الاستثمارية، ظل هذا الدور غائبًا في الجزائر. فالبنك المركزي هو الذي يتدخل لتوزيع السيولة بدل أن ينظم آلية توزيعها عبر الوسطاء. هذا الغياب البنوي للوساطة المتخصصة يضعف المنافسة ويجعل السوق النقدي مجرد قناة إدارية محدودة، في حين يُعد وجود المتعاملين الأوليين في فرنسا أساسًا لبناء الثقة في عمليات السوق المفتوح وضمان سيولة مستمرة. وفقًا لمعايير CCBS، فإن غياب هذه الشبكة يعني أن السوق يفقد عمقه، وتتحول إدارة السيولة إلى عملية احتكارية خاضعة للسلطة النقدية أكثر مما هي استجابة لتفاعل قوى العرض والطلب.

يضاف إلى ذلك ضعف تنوع الأدوات المالية القابلة للتداول في السوق الجزائري، إذ تفتقر البنوك إلى شهادات إيداع قابلة للتداول، ولا توجد سوق نشطة لأذون الخزينة، كما لا يسمح الإطار القانوني للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بإصدار أوراق تجارية. هذه الفجوة تجعل من السوق النقدي فضاءً محدود الأدوات، لا يُمكن من بناء منحى عائد مرجعي يُستعمل في تسعير القروض والودائع، خلافًا لفرنسا حيث يشكل منحى العائد القصير الأجل مرجعًا رئيسيًا للسياسة النقدية. وقد أكد CCBS أن غياب أدوات قصيرة الأجل يُضعف وظيفة السوق النقدي كآلية لاكتشاف الأسعار Price Discovery ويؤدي إلى جمود في توزيع السيولة.

يوفر الشكل رقم (3-23) إطارًا تحليليًا يمكن من خلاله النظر إلى النظام المالي الجزائري من منظور كلي، بما يتيح تقييم بنيته ووظائفه الأساسية بشكل شامل. ومن خلال هذا العرض الكلي، يصبح بالإمكان تحديد أبرز أوجه القصور التي تعيق فعالية النظام المالي، والشكل الموالي يشرح ذلك :

الفصل الثالث: ميكانزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

شكل رقم (3-20): البنية التنظيمية للسوق النقدية الجزائرية ومكانتها في سوق رؤوس الأموال



— أحمر يدل على تعامل ضعيف أو منعدم

— تدخل البنك المركزي في إطار السياسة النقدية

— تحكم السوق الموازي

Source : Noel Gauthier, LES NOUVEAUX MARCHÉS FINANCIERS ET LEURS INSTRUMENTS
SOURCES DE PROFITS POUR LES ENTREPRISES , PUBLI-UNION, PARIS , 2^e éd, en agissant

الفصل الثالث: ميكانزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

ومن خلال الشكل (3-20) تبرز مسألة غياب أسواق الأجل وآليات تسيير المخاطر في الجزائر كأحد أبرز أوجه القصور. ففي فرنسا، مثل إنشاء أسواق الأجل والمشتقات المالية نقلة نوعية أتاحت للمستثمرين التحوط من تقلبات أسعار الفائدة والصرف. أما في الجزائر، فلا وجود لمثل هذه الأسواق، ما يجعل البنوك عرضة للتقلبات اليومية في معدلات الفائدة والسيولة دون أدوات للتحوط. إن غياب هذه الحلقة يحرم السوق النقدي من عنصر الاستقرار الهيكلي الضروري لعمله، ويحد من قدرته على امتصاص الصدمات.

تُعد سرعة دوران النقود مؤشرًا محوريًا على حيوية السوق النقدي وكفاءته في الاقتصاد، إذ تعكس مدى قدرة النظام المالي على تحويل الموارد النقدية المتاحة إلى معاملات فعلية تحرك النشاط الاقتصادي. في الجزائر، يمثل انخفاض سرعة دوران النقود عائقًا جوهريًا أمام فعالية السوق النقدي، حيث يؤدي إلى تراكم السيولة في حسابات راكدة بدل توجيهها نحو الأنشطة الاستثمارية والتجارية قصيرة الأجل. ونتيجة لذلك، تصبح أسعار الفائدة قصيرة الأجل أقل مرونة تجاه قوى العرض والطلب، ويضعف تخصيص التمويل من قبل البنوك التجارية، ما يحد من إشارات السوق الضرورية لتوجيه الاستثمار، ويؤثر على الشمول والعمق المالي الفعلي.

في هذا السياق، تلعب الوساطة المالية دورًا حاسمًا في تعزيز سرعة دوران النقود، إذ تمثل الوسيلة التي تُحوّل المدخرات إلى تمويل فعال للنشاط الاقتصادي. وتبرز أدوات الاستثمار الجماعي مثل SICAV و OPCVM كآليات مهمة، فهي تقوم بتجميع المدخرات الفردية وتحويلها إلى استثمارات مالية قابلة للتداول، ما يعزز حركة السيولة بين البنوك والشركات والمستثمرين، ويحفز فعالية السوق النقدي وقدرته السياسية النقدية على التأثير في النشاط الاقتصادي.

إلا أن السوق النقدية الجزائرية تواجه عدة قيود بنيوية تحد من هذه الفعالية. فالاعتماد المفرط على التمويل المصرفي التقليدي، مع هيمنة البنوك العمومية وشركات التأمين محدودة النشاط، أدى إلى سوق نقدية ذات قاعدة فاعلين ضيقة ودرجة تداول منخفضة، مع سوق أولية متضخمة وسوق ثانوية شبه غائبة. كما يحد غياب صناديق استثمار نقدية مؤسسية ونقص ثقافة الاستثمار الجماعي من قدرة المستثمرين غير المصرفيين على المشاركة في تسعير أدوات الدين قصيرة الأجل، ما يضعف الطلب الهيكلي على هذه الأدوات ويبطئ حركة السيولة. هذا الواقع يجعل أسعار الفائدة محكومة بالتدخلات المباشرة للبنك المركزي بدل أن تتشكل وفق ديناميكية سوقية تنافسية، ويضعف قناة سعر الفائدة كآلية لانتقال السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي.

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

بناءً على ذلك، يمكن القول إن ضعف سرعة دوران النقود هو مشكلة محورية تحدد من فعالية السوق النقدي في الجزائر. فمعالجة هذا التباطؤ تتطلب تعزيز الوساطة المالية، وتطوير أدوات الاستثمار الجماعي مثل SICAV و OPCVM، وتوسيع قاعدة الفاعلين في السوق، ما سيؤدي إلى سوق نقدية أكثر ديناميكية، واستغلال أفضل للموارد المالية، وقدرة أعلى للسياسة النقدية على تحفيز الاستثمار والنمو الاقتصادي.

من زاوية البنية التحتية التقنية، تمتلك فرنسا نظام تسوية آنية متطوراً (TARGET2) وغرف مقاصة مركزية (CCP) تضمن تقليص مخاطر الطرف المقابل وتعزيز سرعة المعاملات¹. أما الجزائر، فرغم إدخال نظام (ARTS)، إلا أنه لا يتمتع بنفس الكفاءة التشغيلية أو الربط المؤسسي، ولا توجد مقاصة مركزية فعالة، ما يجعل التسويات بطيئة والمعاملات مكلفة. هذا الضعف في البنية التحتية لا يقل أهمية عن غياب الأدوات والوسطاء، إذ يمثل عنصراً حاسماً في بناء الثقة التشغيلية بين الفاعلين الماليين.

ولا يمكن فهم اختلال السوق النقدي الجزائري دون الإشارة إلى البيئة الماكرو-اقتصادية المغلقة، حيث تفرض القيود على الصرف قيوداً صارمة على حركة رؤوس الأموال، وتمنع البنوك من تصريف فائض السيولة نحو الخارج أو استخدام أدوات مالية دولية للتحوط. هذا الانغلاق يُفقد السوق الجزائري أحد أهم خصائص الأسواق الحديثة: التفاعل مع البيئة المالية العالمية. وعلى عكس فرنسا التي تستفيد من انخراطها في منطقة اليورو ومن السوق الأوروبية الموحدة، تظل السوق الجزائرية معزولة، ما يجعل إشارات السياسة النقدية أقل فعالية وأبطأ انتقالاً.

ويُضاف إلى هذه العوامل الإرث الذهني والإداري الذي لا يزال يُشكّل حاجزاً أمام التغيير. فالنظام المالي الجزائري ورث منطق التسيير المركزي الذي يربط التمويل بالأولويات الإدارية لا باعتبارات السوق. وبالرغم من تبني خطاب اقتصاد السوق، فإن الممارسة ما زالت محكومة بثقافة تحفظية وبيروقراطية لا تُجيد إدارة المخاطر أو العمل وفق منطق الكفاءة السوقية. هذه الذهنية، كما يشير CCBS، هي من أكثر العقبات خفاءً ولكنها الأعمق أثراً، لأنها تجعل كل إصلاح مؤسسي أو تشريعي فاقداً لأثره العملي.

¹ Information Guide for TARGET2 Users – ver. 12.0, ECB-PUBLIC, p69.

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

وفي مستوى العلاقة بين السياسة النقدية والسياسة المالية، يظهر التباين بين فرنسا والجزائر بوضوح. ففي فرنسا، تُنسّق الخزينة العامة إصداراتها مع أهداف السياسة النقدية بما يحافظ على استقرار السيولة ومعدلات الفائدة قصيرة الأجل. أما في الجزائر، فما تزال الخزينة تلجأ إلى البنك المركزي لتغطية عجزها، مما يخلط بين الوظيفتين ويجعل السوق النقدي أداة لتسيير العجز بدل أن يكون أداة لتنظيم السيولة. هذا التشابك يفرغ عمليات السوق المفتوح من مضمونها، ويحوّل السياسة النقدية إلى مجرد استجابة ظرفية للمالية العامة.

إن محمل هذه الفوارق تُظهر أن الجزائر لا تفتقر إلى الأدوات القانونية بقدر ما تفتقر إلى التسلسل المنطقي الذي يربط بين الإصلاحات. فكل حلقة من حلقات سلسلة التفعيل — من القانون إلى الوساطة، ومن الأدوات إلى البنية التحتية، ومن السلوك المؤسسي إلى التناغم الكلي — تمثل شرطا مسبقا لنجاح الأخرى. ما نجحت فيه فرنسا هو تحقيق هذا الترابط العضوي بين مختلف المكونات، بينما ظلت الجزائر تعاني انقطاعاً في السلسلة جعل إصلاحاتها جزئية وغير فعالة. وبناءً على معايير CCBS، لا يمكن تفعيل السوق النقدي الجزائري إلا من خلال مقارنة شاملة ومتصاعدة تبدأ بإصلاح قانوني ومؤسسي متين، يليه خلق وسطاء متخصصين وتنويع الأدوات المالية، وتطوير بنية تسوية فعالة، وتحرير مدروس لسوق الصرف، ثم تأهيل الكفاءات المالية وتعزيز ثقافة إدارة المخاطر.

في المحصلة، يظهر أن السوق الفرنسي تجسيد متكامل للنموذج الذي يدعو إليه بنك إنجلترا من حيث الترابط بين القانون والمؤسسة والأداة والثقافة، بينما يبقى السوق الجزائري في مرحلة تمهيدية تفتقر إلى التوازن بين النص والممارسة. فالإصلاح الجزئي لا يخلق سوقاً، والتحرير الشكلي لا يؤدي إلى كفاءة. وحدها الإصلاحات المتكاملة والمتدرجة، القائمة على منطق البناء المؤسسي وتطوير السلوكيات المالية، يمكن أن تنقل السوق النقدي الجزائري من وضعه الإداري الحالي إلى فضاء سوقي فعال يساهم في دعم النمو والاستقرار النقدي على المدى الطويل.

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

المطلب الثاني : الإطار البنوي، المؤسسي، التشغيلي لإصلاح السوق النقدية الجزائرية وفق رؤية صندوق النقد الدولي

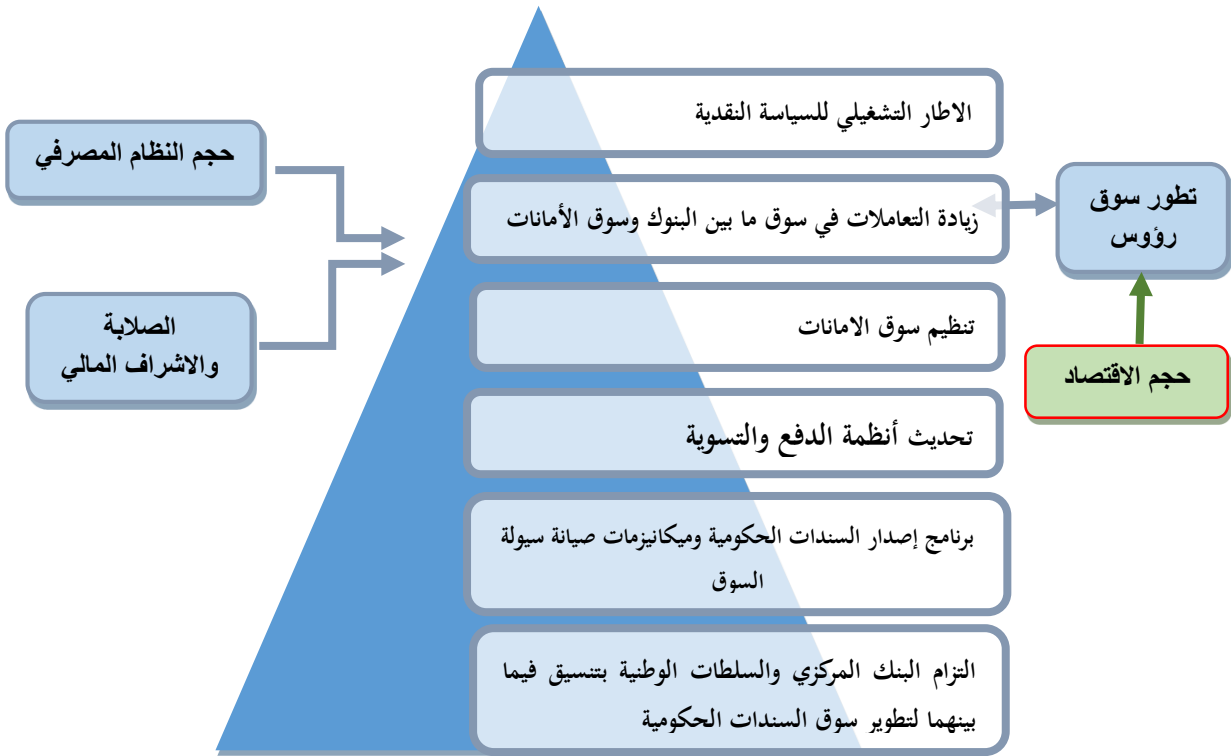
بعد أن تمت دراسة الاختلالات البنوية للسوق النقدي الجزائري، والوقوف على ملامح النظام المالي الوطني من زاويته الكلية وتحليل مكامن القصور المؤسسي والتنظيمي والتشغيلي، فإن المرحلة الراهنة تتطلب الانتقال من مرحلة التشخيص إلى مرحلة البناء الإصلاحي الموجّه نحو خدمة أهداف التنمية الاقتصادية. ويستند هذا التفعيل إلى مقاربات تدريجية معيارية قدّمها خبراء صندوق النقد الدولي (IMF) وبنك إنجلترا (Bank of England)، والتي تُعدّ مرجعاً عالمياً في بناء أسواق نقدية ناشئة تتطور بشكل هرمي لتحوّل تدريجياً إلى محرك داعم لتمويل الاقتصاد وتخفيض تكاليف رأس المال.

في سياق نفس مساعي الإصلاح التي تعمل عليها هذه الأطروحة؛ قدّم خبراء صندوق النقد الدولي، بالتعاون مع السلطات الوطنية لدول CEMAC¹، دراسةً تحليلية² تهدف إلى وضع مسار منهجي لتطوير السوق النقدية داخل هذا الاتحاد. وقد جاءت هذه الدراسة في إطار برنامج للتعاون الفني بين بعثة الصندوق والبنك المركزي لدول إفريقيا الوسطى (BEAC)، قصد تقييم كفاءة الإطار النقدي القائم، وتحسين أساليب إدارة السيولة، وبناء سوق نقدية فعّالة وقادرة على ضمان انتقال سلس لأثر السياسة النقدية وتقوم بدورها التمويلي اللازم للاقتصاد. والشكل (3-21) يُظهر أن الإصلاحات الهيكلية للسوق النقدية التي اقترحتها صندوق النقد الدولي لدول CEMAC والتي تُبنى وفق منطق هرمي تصاعدي، على النحو التالي:

¹ CEMAC هي اختصار لـ المجموعة الاقتصادية والنقدية لوسط إفريقيا، وهي منظمة دولية تتألف من ست دول أفريقية (الكاميرون، جمهورية إفريقيا الوسطى، تشاد، الكونغو، الغابون، غينيا الاستوائية) تهدف إلى تعزيز التعاون الاقتصادي والنقدي بينها، بما في ذلك إنشاء سوق مشتركة وتنسيق التنمية الاقتصادية.

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

الشكل رقم (3-21): البنية التحتية اللازمة لتفعيل السوق النقدية



Source : Zaki Dernaoui et des autre, COMMUNAUTE ECONOMIQUE ET MONETAIRE DE L'AFRIQUE CENTRALE (CEMAC) QUESTIONS GÉNÉRALES, **Rapport du FMI No. 14/305, Octobre 2014, p11.**

قدّم الشكل رقم (3-21) نموذجاً هرمياً للبنية التحتية اللازمة لعمليات نقدية فعّالة، حيث يتدرّج من الأساس المؤسسي إلى القمة المتمثلة في الإطار التشغيلي للسياسة النقدية. هذا التدرّج يُبرز منطقاً إصلاحياً متكاملًا يُؤكّد أن نجاح السوق النقدي لا يتحقق دفعة واحدة، بل يتطلّب مساراً مرحلياً متناسقاً، حيث ترتبط كل مرحلة بالمرحلة التي تليها، بما يضمن الانتقال السلس والتطور التدريجي للمنظومة بأكملها.

تبدأ قاعدة الهرم بإرساء الأسس المؤسسية والتنظيمية وتعزيز التنسيق بين الحكومة والبنك المركزي، باعتبارها شرطاً ضرورياً لضمان التوافق بين سياسات الخزينة والعمليات النقدية، وهو ما يشكل الأساس للمرحلة التالية. يلي ذلك تطوير الأدوات المالية قصيرة الأجل وتنويع المنتجات المتاحة في السوق، حيث تعتمد فعالية هذه الأدوات على متانة الإطار المؤسسي السابق. ثم تأتي مرحلة تعزيز البنية التحتية السوقية وزيادة قاعدة الفاعلين، التي تُبنى بدورها على توافر الأدوات المالية وتطورها، لتفتح المجال أمام المرحلة العليا التي يتم فيها استغلال السوق النقدية بشكل كامل كمنصة فعّالة لتنفيذ السياسة النقدية، وإدارة مستويات السيولة، والتحكّم في منحى العائد.

الفصل الثالث: ميكانزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

وبذلك، لا يقتصر الشكل الهرمي على تمثيل مراحل تقنية متسلسلة، بل يجسّد رؤية إصلاحية شاملة تُبرز أن فعالية السوق النقدية هي نتاج منظومة مؤسسية متكاملة تتطور تدريجيًا عبر مستويات مترابطة ومتراكبة، حيث يُعزز كل مستوى نجاح المستوى الذي يليه. هذا التدرج يؤكد أن تفعيل السوق النقدي ليس مجرد إدخال أدوات مالية جديدة، بل هو مسار إصلاحي هيكلي يجمع بين الأبعاد القانونية والمؤسسية والتقنية والعملياتية، مع ضمان الترابط المستمر بين مراحل الإصلاح المختلفة، والمتمثلة فيما يلي:¹

1. المستوى الأول: الالتزامات المؤسسية والتنسيق السياسي (قاعدة الهرم)

تُشكّل المرحلة المؤسسية قاعدة الهرم في أي عملية إصلاحية للسوق النقدية، إذ تحدد بوضوح القواعد بين السياسة المالية والسياسة النقدية، وتضمن الانسجام بين أهداف الخزينة العامة وبنك الجزائر. فبدون هذا الإطار، تبقى السوق النقدية عاجزة عن أداء وظيفتها الأساسية في تسعير السيولة قصيرة الأجل ونقل أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي.

يشير صندوق النقد الدولي (2014) إلى أن الانطلاق من قاعدة مؤسسية متينة، يقتضي وجود التزامات رسمية بين الحكومة والبنك المركزي، تحدّد بوضوح مجالات تدخل كل طرف، وتؤسس لتنسيق دائم حول إدارة الدين العام والسيولة. هذه الالتزامات تتيح أيضًا استقلالية نسبية للبنك المركزي، بحيث لا يتم اللجوء إلى التمويل المباشر للخزينة إلا في حالات محددة قانونيًا، وهو ما يحافظ على قدرة السوق النقدية على أداء وظيفتها². من جهة أخرى، وضوح الأدوار والتعاون بين الخزينة والبنك المركزي هو العامل الأساسي الذي يحدد فعالية السوق النقدية، وهذا التنسيق يشكل الإطار الضامن لتوزيع السيولة بشكل متوازن، ولتحقيق استقرار أسعار الفائدة قصيرة الأجل، كما يُسهّل التحكم في منحى العائد ويسمح بتوجيه السيولة نحو القطاعات الإنتاجية دون اضطراب السوق³.

إن وجود سوق سندات حكومي متطور، مهم لتنفيذ السياسة النقدية. فمن الناحية التشغيلية، وجود سوق أوراق مالية حكومية سائل وشفاف يقلل من تأثير معاملات معينة على عملية التسعير، مما يسهل انتقال الإجراءات المتخذة من قبل البنوك المركزية. تساعد أسواق السندات الحكومية على تقليل مخاطر السوق

¹ Zaki Dernaoui et des autre, COMMUNAUTE ECONOMIQUE ET MONETAIRE DE L'AFRIQUE CENTRALE (CEMAC) QUESTIONS GÉNÉRALES, **Rapport du FMI No. 14/305, Octobre 2014, p11.**

² Zaki Dernaoui et des autre, op cit, **p11.**

³ Sonja Juko, Money Markets— Role & Preconditions for Market Development, Deutsche Bundesbank, Center for International Central Bank Dialogue Structure, 2019,36

الفصل الثالث: ميكانزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

لأنها تتميز بانخفاض هوامش الأسعار بين العرض والطلب وحجم المعاملات الكبير. كما أنها تسهل استخدام السندات الحكومية كضمان ليس فقط في عمليات البنك المركزي، ولكن أيضًا بين المشاركين في السوق، وبالتالي تشجع على تطوير سوق إعادة الشراء. ومع ذلك، فإن سوق الريبو المتطور له تأثير في زيادة التداول في السندات الحكومية والحفاظ على سيولة السوق.¹ كما أن منحى المردود لهذه السوق تعتبر نقطة قياس لتسعير اعتماد القطاع الخاص.²

لهذا يمثل تعزيز التنسيق بين السلطات النقدية والسلطات المالية، قضية بالغة الأهمية، على صعيد استقرار السوق النقدية وتطور أسواق الأوراق المالية الحكومية. كما أن للتنسيق الكفء مزايا إيجابية عديدة على القطاع المالي والمصرفي. وهناك بعدان مهمان لهذا التنسيق، يرتبط الأول منهما بإدارة التدفقات النقدية للحكومة، بينما يرتبط الثاني بإدارة الدين العام.³

لدى بنك الجزائر والخزينة الوطنية أطر تشغيلية وتقليدية لإصدار الأذون والسندات، بالإضافة إلى عمليات السوق المفتوح. وفي سبيل الإصلاح ثمة حاجة ملحة لتعزيز آليات التنسيق الرسمية:⁴

- ✓ تحديد حدود التمويل النقدي للعجز العام: يجب منع التمويل المباشر للعجز إلا في ظروف استثنائية، بما يضمن استقلالية السياسة النقدية ويمنع تسييل العجز الذي يُضعف فعالية السوق؛
- ✓ إعداد برنامج مشترك لإدارة الدين والسيولة: يشمل تنسيق مواعيد إصدارات الأوراق الحكومية مع عمليات السوق المفتوح، لتفادي تقلبات مفاجئة في السيولة أو اضطرابات أسعار الفائدة؛
- ✓ آلية تبادل المعلومات الدائمة: بين الخزينة والبنك المركزي حول توقعات التدفقات النقدية، والتحصيلات الجبائية، ومتطلبات التمويل قصيرة الأجل، ما يسمح بتدخل البنك المركزي بشكل وقائي بدل أن يكون ارتجاليًا؛

¹ Fonds monétaire international, Rapport du FMI No. 14/305, Washington D.C, 11 juillet 2014, P10.

² Simon T Gray and Nick Talbot, op cit, p 4.

³ معلومات أكثر حول الموضوع يمكن الإطلاع على دراسة قدمت إلى الاجتماع السنوي السابع والعشرين لمجلس محافظي المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية والذي عقد في الدوحة بدولة قطر في سبتمبر 2003 من اعداد :

محمد يسر برنيه ، تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية، صندوق النقد العربي، 2004، ص 47-53.

⁴ نفس المرجع السابق.

الفصل الثالث: ميكانزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

✓ تعزيز الشفافية والحوكمة :من خلال نشر جداول الإصدارات الدورية، نتائج المزادات، وتقارير حول وضعية التمويل العام، وهو ما يُعيد بناء الثقة لدى الفاعلين في السوق؛

✓ إرساء لجنة مشتركة للتنسيق المالي-النقدي : تجتمع بشكل دوري لضبط التوازن بين أهداف التمويل العام واستقرار السيولة، وهو نموذج معمول به في عدة اقتصادات صاعدة.

هذا النوع من التنسيق المؤسسي المتين يخلق بيئة مستقرة، حيث تتحول السياسة النقدية من أداة ردّ فعل على الأزمات إلى أداة دعم للنمو. فهو لا يضمن فقط التحكم في السيولة قصيرة الأجل، بل يوفر بنية تحتية للثقة المالية، وهو شرط مسبق لتنمية أدوات السوق النقدية مثل الريبو وأذون الخزينة والسندات القصيرة الأجل، وبالتالي تفعيل حلقة الوصل بين التمويل والسياسة التنموية.

وفي ذات السياق يرى (إبراهيم العيسوي 2019) أنه ثمة توافقاً على أن تتمتع البنك المركزي بالاستقلال لا يحول دون تعاونه مع الحكومة¹. ولذلك أي إصلاح للسوق النقدية في الجزائر لن ينجح دون إعادة صياغة العلاقة بين الخزينة والبنك المركزي ضمن منطق الاستقلال المتعاون : استقلال في الأدوات، وتعاون في الأهداف. هذا الإصلاح المؤسسي يحول السوق النقدية من فضاء إداري خامد إلى منصة مالية ديناميكية قادرة على توجيه السيولة نحو القطاعات الإنتاجية، وهو ما يجعل التنسيق المالي-النقدي الخطوة البنيوية الأولى في مسار التنمية الاقتصادية المستدامة.

المستوى الثاني: برمجة الإصدارات الحكومية وتطوير أدوات الدين قصيرة الأجل

بعد ترسيخ القاعدة المؤسسية والتنسيق بين الخزينة والبنك المركزي، تنتقل عملية بناء السوق النقدية إلى المرحلة التطبيقية الأولى، المتمثلة في إعداد برنامج منتظم وشفاف لإصدارات أدوات الدين قصيرة الأجل . تُعد هذه الأدوات (على غرار أذون الخزينة قصيرة الأجل) العمود الفقري الذي تقوم عليه ديناميكية السوق النقدية، حيث توفر للبنوك والمؤسسات المالية مرجعية واضحة لتسعير السيولة وإدارة احتياجاتها اليومية، بينما تمنح البنك المركزي القدرة على التحكم الفعّال في سعر الفائدة قصيرة الأجل عبر عمليات السوق المفتوح.

يشدد صندوق النقد الدولي في تقريره، على أن الانتظام والشفافية في الإصدارات الحكومية يشكّلان عاملاً جوهرياً لتعزيز الثقة في السوق، وتحويل التمويل العمومي من نمط إداري تقليدي إلى مسار تنافسي

¹ إبراهيم العيسوي، استقلال البنك المركزي بين النظرية والتشريع والممارسة، مجلة حكام، العدد الأول سبتمبر 2020، (9-39) ، ص 9.

الفصل الثالث: ميكانزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

قائم على المبادئ السوقية. إن التقويم الزمني المعلن للإصدارات يمكن المشاركين في السوق من بناء توقعات دقيقة حول السيولة، ويعزز كفاءة إدارة المخاطر قصيرة الأجل، بما يتيح للبنوك تعديل استراتيجياتها الاستثمارية وفق موازين السيولة المتاحة¹.

في الجزائر، لطالما اعتمدت الخزينة على مزيج من التمويل المباشر أو شبه المباشر، مع إصدار أذون وسندات أحياناً دون انتظام كامل في التوقيت أو الإفصاح، مما يحد من قدرة السوق على تسعير السيولة بشكل فعال. لتعزيز فعالية السوق النقدية، ينبغي الانتقال إلى برنامج سنوي منظم للإصدارات، يحدد بدقة: القيمة، الأجل، وسعر الفائدة المرجعي لكل أداة.

وبناء على توصيات خبراء بنك إنجلترا للدول الناشئة (2007)، عند أي مساعي للإصلاح يجب الوعي التام، أنه يمكن أن تضعف الإدارة السيئة للمصرف المركزي للسيولة حوافز النظام المصرفي لإدارة السيولة بنشاط. وتتطلب الإدارة الناجحة للسيولة من المصرف المركزي فهماً للتدفقات بينه وبين السوق، أي تحليل التدفقات عبر ميزانية المصرف المركزي. ومن أجل ذلك تحتاج المصارف المركزية التنبؤ بالعوامل الذاتية التي تؤثر على الاحتياطات وبشكل أساسي النقد المتداول وصافي الأصول الأجنبية وصافي الإقراض للحكومة، وأن تتولى موازنة المعاملات مع المصارف حتى تكون محوزات المصارف التجارية من الاحتياطات الحقيقية قريبة من المستويات المطلوبة. ويمكن إدخال عمليات الدوزنة الحاسمة (مثلاً في نهاية فترة صيانة الاحتياط) كأداة للتعامل مع التأرجحات المتأخرة في أوضاع السيولة. ولكن إذا كان سوء التنبؤ بالعوامل الذاتية خاضع لتأرجحات كبيرة ومضطربة يشكل هذا مصدر قلق، فرما يكون من الأفضل للمصرف المركزي أن يعالج المشكلات الرئيسية. وعادة ما يكون "الإقراض الصافي للحكومة" هو الأكثر اضطراباً والأسوأ تنبؤاً من كل العوامل الذاتية، وعليه فإن إدارة النقد الجيدة للحكومة تصبح جوهرية لتحفيز النظام المصرفي على المتاجرة. وفي كثير من الدول، يطلب المصرف المركزي توقعاً بتدفقات الإنفاق والعوائد الرئيسية للحكومة محللة حسب عناصرها مع أقصى درجة من تكرار البيانات (والأفضل أن يكون يومياً وإلا فأسبوعياً على الأقل)، وتستمر على الأقل حتى نهاية فترات صيانة الإحتياط الحالية والقادمة. وعادة ما يطالب المصرف المركزي الحكومة بتقديم إشعار مسبق إذا كانت ستعيد عن هذا الجدول بمبلغ معتبر².

¹ Fonds monétaire international, Rapport du FMI No. 14/305, op cit , P 10

² Simon T Gray and Nick Talbot, op cit, p 14.

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

إن نجاح برجة الإصدارات الحكومية يتوقف على الانضباط المالي والشفافية الكاملة. أي اضطراب في مسار الدين العام أو غياب التوقعات الدقيقة حول استراتيجيات التمويل يمكن أن يضعف ثقة المستثمرين، ويقلل من جاذبية السوق، وهو ما تؤكد الأدبيات الدولية كأحد أبرز المخاطر في الأسواق الناشئة.

المرحلة الثالثة: تحديث أنظمة الدفع والتسوية

يشكّل تحديث أنظمة الدفع والتسوية، المرحلة الثالثة من تفعيل البنية التحتية للأسواق النقدية كما يظهر من خلال الشكل رقم (3-21)، وركيزة أساسية لتحويل الإطار المؤسسي إلى واقع عملي يمكن الأسواق المالية من التفاعل بكفاءة وفعالية، وضمان انسيابية السيولة، ووصول السياسات النقدية والتدخلات التمويلية إلى مآلاتها الاقتصادية الحقيقية. هذه المرحلة تتطلب تحديثاً شاملاً لأنظمة الدفع والتسوية، وهي عملية تقنية وتنظيمية شاملة تواكب أحدث التطورات الدولية لتوفير بيئة مالية آمنة، شفافة ومرنة.

تتمحور هذه المرحلة حول تطوير البنية التحتية لتشغيل أنظمة الدفع الفوري والشامل RTGS ونظم المقاصة الإلكترونية، مما يُسهّل تسوية المعاملات المالية بين البنوك والمؤسسات المالية بشكل آني، ويخفف المخاطر التشغيلية ويسرّع تداول السيولة في السوق. كما يشمل تحديث الأطر القانونية والتنظيمية لضمان سلامة العمليات ومواءمة المعايير مع قواعد الحوكمة الدولية.

في الجزائر، برغم المبادرات الحكومية التي أطلقت استراتيجية وطنية للرقمنة والشمول مالي يدعم الدفع الإلكتروني، لا تزال هناك فجوات تكنولوجية واضحة وضعف تكامل بين الأنظمة البنكية وهذا ما أظهره بوضوح الشكل رقم (3-14)¹ من المبحث الثاني من هذا الفصل، والذي يبين الضعف الحاد في حادثة الجهاز المصرفي الجزائري، والذي تم التعبير عنه بعدد ماكينات الصراف الآلي لكل 100 ألف نسمة خلال سنة 2024. فمن بين الدول؛ المختارة تفوقت الجزائر على دولة واحدة وهي العراق ب 9.3 صراف لكل 100 ألف نسمة، بعيدين جدا عن المتوسط الدولي الذي يقدر ب 39.41 صراف آلي لكل 100 ألف نسمة، وتخلفت الجزائر حتى عن دولة فلسطين التي سجلت ما يقارب 23 جهاز صراف آلي لكل 100 ألف نسمة، هذا ما يؤكد القصور الحاد والتخلف الكبير في مجال أنظمة الدفع في الجزائر، ما يؤثر على سرعة وموثوقية عمليات التسوية والدفع.

¹ أنظر المبحث السابق من هذه الأطروحة أين تمت دراسة ضعف حادثة الجهاز المصرفي الجزائري .

الفصل الثالث: ميكانزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

رغم أن الانضمام مؤخرًا لنظام الدفع والتسوية الأفريقي الموحد PAPSS يعد خطوة إيجابية نحو ربط الأسواق الوطنية بالمنظومة الإقليمية، لكنه لا يزال في بداية التطبيق ويتطلب استثمارات مكثفة في تحديث البنية التحتية الرقمية والحوكمة.¹

من خلال ما سبق؛ نستنتج أن الجزائر تواجه تحديات جوهرية تشمل بطء اعتماد الوسائل الرقمية للدفع بالمقارنة مع التقدم العالمي، ضعف الإطار التنظيمي التشريعي المحيط بأمن وحماية المعاملات المالية، وانخفاض نسبة انتشار استخدام الدفع الإلكتروني في قطاع الأفراد والشركات. بالإضافة لذلك، هناك حاجة ملحة إلى تطوير الكفاءات الفنية والموارد البشرية المتخصصة لدعم الإدارة الرقمية الحديثة.

إن إتمام تحديث أنظمة الدفع والتسوية في الجزائر بفعالية يُسهم في:

- ✓ تحسين السيولة السوقية وقدرة السوق النقدي على استيعاب الطلب.
- ✓ دعم تنفيذ السياسات النقدية بمرونة، خصوصًا في إدارة أسعار الفائدة قصيرة الأجل.
- ✓ تعزيز الشفافية والموثوقية في تحويلات الأموال بين مختلف فاعلي السوق.
- ✓ تسهيل دمج متطلبات الشمول المالي والرقمنة، ما يعمق السوق ويشجع الاستثمار.

ولتجاوز النقائص، ينبغي تعزيز الاستثمارات في تطوير البنى التحتية الرقمية، تحديث الإطار القانوني لدعم الدفع الإلكتروني والتسويات الرقمية، وتوفير التدريب والتطوير المستمر لمنظومة الموارد البشرية المختصة. علاوة على ذلك، يجب دعم البرامج التي تزيد من اعتماد المواطنين والمؤسسات على وسائل الدفع الرقمي، بالتوازي مع تحسين آليات الحماية الإلكترونية لمواجهة المخاطر المحتملة

المرحلة الرابعة: تنظيم سوق الأمانات وسوق الريبو

تعتبر سوق عمليات إعادة الشراء (الريبو) ركيزة بنيانية لسوق نقدية فعالة، وركيزة ديناميكية لإدارة السيولة وربط السوق النقدي بسوق رأس المال، يمثل تنظيم هذه السوق مرحلة متقدمة ونوعية في مسار إصلاح

¹ منشور البنك الإفريقي للتصدير والاستيراد (أفريكسيم بنك) الذي يشير إلى مشاركة بنك الجزائر في النظام وتعزيز دورها في النظام المالي الإفريقي على الرابط :

<https://afreximbank.africa-newsroom.com/press/bank-of-algeria-joins-panafrican-payment-and-settlement-system-papss-network-accelerating-financial-integration-in-africa-as-algeria->

الفصل الثالث: ميكانزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

السوق النقدية، حيث يتجاوز هذا التنظيم البنى التقليدية ليؤسس أدوات متطورة لإدارة السيولة وتيسير التدخلات الفعالة للبنك المركزي والمؤسسات المالية الكبرى.

يشكل سوق الأمانات وفق تقرير صندوق النقد الدولي لمنطقة CEMAC (2014)، أحد ركائز البنية التحتية النقدية الأكثر حساسية وحيوية، إذ يتيح للبنوك والمؤسسات المالية غير المصرفية إدارة سيولتها بكفاءة فائقة وسرعة استثنائية، عبر استخدام ضمانات عالية الجودة، عادة ما تكون سندات حكومية قصيرة الأجل. كما أن وجود فئات مختلفة من المشاركين في السوق يزيد من حجم التداول في سوق إعادة الشراء، ويمكن دعم أنشطتهم أيضًا بتطوير الأسواق المالية. ومن هنا يمكن أن نستنتج هذه السوق لا يقتصر دورها على تسهيل تمويل السيولة اليومية، بل يتجاوز ذلك ليصبح أداة استراتيجية تُمكن من:¹

- ✓ تعزيز سيولة سوق الدين الحكومي، وإيجاد مرجع تسعيري واضح لمنحنى العائد قصير المدى.
- ✓ ربط السوق النقدي بسوق رأس المال، مما يساهم في تحويل المدخرات الوطنية إلى أدوات دين قابلة للتداول.
- ✓ تقليل المخاطر الائتمانية والسوقية، من خلال ضمانات موثوقة تساهم في استقرار النظام المالي.
- ✓ تفعيل السياسة النقدية، عبر منح البنك المركزي قدرة فائقة على التحكم بالسيولة وتوجيهها بشكل دقيق نحو القطاعات الإنتاجية.

إن وجود سوق نقدي، وكذلك سوق سندات حكومية متطور، أمر مهم لتطبيق السياسة النقدية من الناحية التشغيلية، فإن وجود سوق نشط وشفاف للسندات يقلل من تأثير الصفقات الفردية على عملية تحديد الأسعار، مما يسهل انتقال إجراءات البنك المركزي إلى السوق. تساهم أسواق سندات الدولة في الحد من مخاطر السوق لأنها تتميز بفارق ضيق بين سعر البيع والشراء وبحجم تداول مرتفع. كما تساهم استخدام سندات الدولة كضمانات، ليس فقط في إطار عمليات البنك المركزي، بل أيضًا بين المشاركين في السوق، مما يشجع على تطوير سوق عمليات إعادة الشراء. وعليه، فإن سوق إعادة الشراء المتطور يزيد من النشاط في سوق سندات الدولة ويحافظ على سيولة هذا السوق.²

¹Rapport du FMI No. 14/305, opcit, p11

² Ibid. p12

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

في السياق الجزائري أشار تقرير صندوق النقد الدولي (2025)، أن فعالية السياسة النقدية تعد رهناً على قدرة البنك المركزي على التأثير في معدلات الفائدة قصيرة الأجل، وهو ما يتطلب وجود سوق نقدي نشط وسوق للأوراق المالية الحكومية متطورة وشفافة. أن ضعف السوق الثانوية للأوراق المالية الحكومية في الجزائر يحد من قدرة البنك المركزي على توجيه أسعار الفائدة ويجعل هذه القناة عقيمة، مما يضعف قناة نقل السياسة النقدية ويحد من فاعليتها في ضبط السيولة واستقرار الأسعار¹. وهذا يعزز النتيجة التي توصل إليها الفصل الثاني من هذه الدراسة والتي مفادها أن السوق النقدية فقدت وظيفتها التمويلية الأساسية التي وجدت من أجلها، وأصبح لها دور هامشي في تمويل التنمية، وهذا يعتبر عقبة أساسية تحوّل من تطور هذه السوق، وكذا الأسواق الأخرى خاصة سوق البنك المركزي، وبسبب تعطل هذه السوق عجز هذا الأخير عن إرسال إشارات السياسة النقدية، التي لم يلتقطها النظام المصرفي وهذا أبقى قناة سعر الفائدة عقيمة. ومن هنا يمكن تفسير سبب انعدام نفاذية أسعار فائدة الحملة إلى أسعار فائدة التجزئة في السوق النقدية الجزائرية بتعطل ميكانيزمات عمل الأسواق.

في ذات السياق، يمثل سوق عمليات إعادة الشراء (الريبو) أداة مركزية، إذ يُشكل جسراً بين السوق النقدي وسوق رأس المال، ويتيح للبنوك والمؤسسات المالية غير المصرفية إدارة سيولتها بفعالية، وتقليل مخاطر الطرف المقابل عند التعامل في السندات الحكومية. وقد أشار Jose Ramon Martinez-Resano (2010) إلى أن تطوير سوق الريبو يساهم بشكل مباشر في زيادة نشاط سوق الأوراق المالية الحكومية، ويحفز تداولها، بما يعزز من سيولة هذه السوق ويقلل من مخاطر التقلبات السعريّة².

يتضح من هذا التحليل أن وجود سوق ثانوية نشطة وسائلة للأوراق المالية الحكومية شرطاً مسبقاً لنجاح السياسة النقدية القائمة على أسعار الفائدة. فمن خلال توفير أدوات مرجعية للأسعار، يمكن للبنك المركزي ضبط السيولة وتحديد أسعار الفائدة القصيرة الأجل بشكل أكثر دقة. كما يساهم تطوير البنية التحتية للسوق، بما في ذلك أنظمة الدفع والتسوية، في ضمان شفافية العمليات وتقليل المخاطر التشغيلية، وهو ما يعد ضرورياً لتفعيل سوق الريبو.

¹ Prepared By Gian Plebani et des autre, ENHANCING MONETARY POLICY TRANSMISSION IN ALGERIA, International Monetary Fund, IMF Country Report No. 25/271, September 2025, p8

² Jose Ramon Martinez-Resano, Repo Markets DRAFT Background Note, World Bank, 2010, p6

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

والنتيجة الجلية تطوير سوق الريو والأوراق المالية الحكومية في الجزائر ليس مجرد أداة مالية، بل يشكل ركيزة أساسية لتحسين فاعلية السياسة النقدية، وزيادة الاستقرار المالي، وتعزيز الثقة في الأسواق المحلية.

المستوى الخامس: زيادة المعاملات في سوق ما بين البنوك وسوق الريو

تعتبر السوق النقدية الجزائرية، بما في ذلك السوق ما بين البنوك وسوق الريو، الحلقة المركزية التي تربط بين الإصلاح المؤسسي والسياسة النقدية والنمو الاقتصادي. فبينما توفر المرحلة المؤسسية والالتزامات التنسيقية الإطار القانوني والسياسي، فإن السوق النقدية هي الأداة التشغيلية التي تحول هذه السياسات إلى واقع ملموس على الأرض، وتضمن انتقال أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي بكفاءة وفاعلية.

يشير تقرير صندوق النقد الدولي إلى أن زيادة المعاملات في سوق ما بين البنوك وسوق الريو تعزز قدرة السوق على امتصاص السيولة الزائدة أو العجز فيها، وتعمل كقناة مباشرة لانتقال أثر السياسة النقدية، ما يجعلها الحلقة المحورية بين أدوات الإصلاح المؤسسي والسياسة النقدية قصيرة الأجل والنمو الاقتصادي الكلي.¹

من خلال دراسة هذا الموضوع لمسنا نقص واضح في الدراسات التي ساهمت في تطوير أسواق ما بين البنوك في الدول النامية²، هذا النقص يخلق فجوة معرفية كبيرة. رغم أن فهم هذه الأسواق وكيفية تطويرها أمر بالغ الأهمية لتعزيز الاستقرار المالي، كفاءة نقل السياسة النقدية، وقدرة الأنظمة المصرفية على الصمود أمام الصدمات. مع تزايد اندماج هذه الاقتصادات في النظام المالي العالمي، تزداد الحاجة إلى أبحاث معمقة لمساعدة صانعي السياسات على بناء أسواق ما بين بنوك قوية ومرنة.

عندما يغير البنك مركزي سعره ثم سعر الفائدة على تعاملاته مع المصارف التجارية، فإنه يتوقع أن يؤثر التغيير على الأسعار التي تتعامل بها المصارف مع زبائنها. وإذا لم يكن هناك تنافس كاف – غالبا لان مصرفا أو عددا قليلا من المصارف التي تملكها الدولة تهيمن على السوق، وهذه لا تخضع بالكامل للحوافز التجارية – فإن المصارف المهيمنة لا تنقل تغيير سعر الفائدة بالكامل فيما لا يملك الزبائن خيارا في تحريك أعمالهم.³

¹ Rapport du FMI No. 14/305, opcit, p12

² نفس الفكرة عرضها :

Sherillyn Raga and Judith TysonSub-Saharan Africa's interbank markets: progress, barriers and policy implications, The Development and Economic Growth Research Programme (DEGRP) , February 2021,p7

³ Simon T Gray and Nick Talbot, op cit, p 6

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

في الجزائر، ومن خلال الفصل السابق من هذه الدراسة توصلنا الى أن معدلات الفائدة على الإقراض والاقتراض تعاني من الالتصاق الطويل الأجل، أي أن البنوك التجارية لا تنقل معدلات الحملة إلى الاقتصاد وحسب Simon T Gray فإن السبب يعود الى نقص المنافسة بين البنوك وإلى هيمنة بعض البنوك العمومية، وهذا ما تم إثباته من خلال حساب مؤشر هرفندال في المبحث السابق (أنظر الشكل رقم 3-16) الذي أثبت هيمنة البنوك المملوكة للدولة الجزائرية على السوق المصرفية، وحسب تقرير صندوق النقد الدولي (2025) فإنه نظرًا لبنية النظام المصرفي في الجزائر، قد تختلف تطورات السيولة بين البنوك. واحدة من الصعوبات الهيكلية للنظام النقدي الجزائري هي أن توزيع السيولة بين البنوك مختلف للغاية. إذ يتركز معظم الأصول في عدد قليل من البنوك المملوكة للدولة، في حين يتلقى البنك التابع لمؤسسة النفط المملوكة للدولة تقريبًا كل عائدات التصدير¹. ومنه فحسب رؤية صندوق النقد الدولي فإن هذا يعتبر قصور هيكلية وبنوي عقيم يحد لا محالة من تطور سوق ما بين البنوك والسوق النقدي. واي مساعي للإصلاح يجب ان تأخذ ذلك بعين الاعتبار.

وقد تكون هناك مشكلات فيما إذا كانت الحكومة هي المقترض الوحيد أو المقترض المهيمن في السوق وكانت هناك سيولة زائدة في السوق وهو حال الجزائر. في هذه الحالة، إذا حاول المصرف المركزي زيادة الفائدة فإن الذي سيدفعها هو البنك المركزي من خلال عمليات تصريف السيولة وعلاوة على ذلك، لن تحتاج المصارف التجارية لزيادة فوائد الودائع لجذب أموال كافية لشراء الأوراق المالية المتوفرة ما دامت تملك أساسا سيولة زائدة².

يهدف البنك المركزي عند استخدام الأدوات غير المباشرة للتعامل مع السوق ككل وليس مع كل مؤسسة على حدة. فإذا قام المصرف المركزي بسحب السيولة من السوق أو ضخ السيولة منه ككل أو غير الأسعار التي يتعامل بها، فإنه يتوقع أن تقوم قوى السوق بنقل تأثير أعماله وذلك من خلال التعامل فيما بين المصارف ومن خلال أسواق صرف العملة وأسواق الأوراق المالية، ومن ثم عبر تعاملات المصارف التجارية مع زبائنهم. وإذا ما قام المصرف بتخفيض أسعار الفائدة في عمليات السوق المفتوح والتسهيلات القائمة فإن أسعار التعاملات فيما بين المصارف ستتناقص وهكذا، ولكن إذ لم يكن هناك سوق ما بين المصارف، أو كان السوق مجزءا بشكل كبير أو كانت المنافسة محدودة فعندها لن يطل التأثير سوى الأطراف المناظرة

¹ Prepared By Gian Plebani et des autre, op cit, p4

² Simon T Gray and Nick Talbot, op cit, p 7

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

مباشرة للمصرف المركزي. وسيميل عندها تأثير سياسة المصرف المركزي لأن يكون أضعف وأقل تأكيداً ووضوحاً مما لو كانت الأمور على عكس ذلك¹.

بناءً على التحليلات السابقة، نستنتج أن السوق النقدية هي بمثابة حلقة مركزية للربط بين مختلف الأسواق والاقتصاد الكلي وذلك للاعتبارات التالية:

✓ **ربط السياسات بالإجراءات الفعلية:** بدون سوق نقدية نشطة، تظل الإصلاحات المؤسسية مجرد نصوص قانونية، إذ لا توجد منصة لتفعيل التداولات المالية بين البنوك أو تسعير السيولة قصيرة الأجل. السوق النقدية هي الوسيط الذي يربط الالتزام المؤسسي والسياسات النقدية بالاقتصاد الحقيقي.

✓ **تحسين كفاءة نقل أثر السياسة النقدية:** معاملات الريبو والعمليات البنينة تمكن البنك المركزي من ضبط أسعار الفائدة قصيرة الأجل بدقة، مما يتيح توجيه السيولة نحو القطاعات الإنتاجية، وبالتالي تعزيز النمو الاقتصادي دون خلق اختلالات أو تضخم في السيولة.

✓ **إدارة المخاطر النظامية:** السوق النقدية المركزية تقلل من تركيز السيولة في عدد محدود من البنوك، وتسمح بتوزيع المخاطر بشكل متوازن، ما يعزز استقرار النظام المالي ويزيد الثقة بين الفاعلين الماليين.

✓ **تمهيد تطوير أسواق رؤوس الأموال:** السوق النقدية الفعالة تمثل الأساس الذي يُبنى عليه تطوير أدوات الدين قصيرة وطويلة الأجل، وإطلاق أسواق رأس المال المحلية، سوق الصرف ما يجعلها حلقة ضرورية للنمو الاقتصادي المستدام.

في الجزائر، تعاني السوق النقدية من نقص في حجم المعاملات البنينة وضعف تداول الريبو، مما يحد من قدرتها على أداء دورها المركزي. هذا يخلق تحدياً مزدوجاً:

- من جهة، يضعف قدرة البنك المركزي على تحريك السيولة والتحكم في أسعار الفائدة قصيرة الأجل.

¹ Ibid.

الفصل الثالث: ميكانزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

- من جهة أخرى، يقلل من قدرة السوق على دعم تطوير أدوات الدين وأسواق الرساميل، ما يحّد من انتقال أثر الإصلاحات المؤسسية إلى الاقتصاد الحقيقي.

وبعد كل هذا التحليل يبرز للأفق وبوضوح أن السوق النقدية الجزائرية، ليست مجرد آلية تشغيلية عابرة، بل حلقة مركزية تربط بين الإصلاح المؤسسي، السياسة النقدية، والنمو الاقتصادي. تعزيز هذا الدور هو المفتاح لتحويل الإصلاحات المؤسسية إلى نتائج فعلية على الاقتصاد، وجعل السوق النقدية منصة ديناميكية لدعم التنمية المستدامة.

المستوى المساند : تحليل العوامل البنيوية المحيطة بالسوق النقدية

على الرغم من أهمية الإصلاحات المؤسسية والتنظيمية والتشغيلية داخل السوق النقدية، فإن فعاليتها لا يمكن تقييمها بمعزل عن العوامل البنيوية المحيطة هذه العوامل التي وقفنا على جزء منها في المبحث السابق والتي أظهرت قصور حاد في السياق الجزائري، التي تمثل البيئة الاقتصادية والمالية الكبرى التي ينشأ فيها السوق. هذه العوامل، الموضوعية على جانبي الشكل الهرمي رقم (3-21) لتطوير السوق النقدية كما قدمه صندوق النقد الدولي، تشمل¹:

✓ حجم النظام البنكي :

من العنصر السابق، تبين أن النظام البنكي الجزائري يتميز بوجود عدد محدود من البنوك الكبرى مقارنة بالاقتصادات الإقليمية الأخرى، مع هيمنة القطاع العام على الجزء الأكبر من التمويل . هذا يحّد من عمق السوق النقدية ويقلل من تنوع الفاعلين، ما يؤدي أحياناً إلى تركيز المخاطر المالية وضعف السيولة في السوق البنينة بين البنوك. أي إصلاح يهدف إلى تطوير السوق النقدية يجب أن يأخذ في الاعتبار ضرورة توسيع قاعدة الفاعلين، سواء من خلال تشجيع القطاع الخاص أو إدخال أدوات مبتكرة، لضمان قدرة السوق على امتصاص السيولة وتفعيل المعاملات النقدية بشكل مستدام.

✓ صلاية النظام المالي والرقابة

الرقابة المالية في الجزائر تواجه تحديات تتعلق بالشفافية، تطبيق المعايير الدولية، ومرونة الرقابة على المعاملات قصيرة الأجل. ضعف الانضباط المالي أو عدم وضوح القواعد قد يؤدي إلى تعطيل تأثير السياسة

¹ Rapport du FMI No. 14/305, opcit , p 11-12

الفصل الثالث: ميكانزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

النقدية على السوق النقدية، وزيادة المخاطر النظامية. تعزيز صلاية النظام المالي من خلال تحديث التشريعات، تحسين الممارسات الرقابية، وتطبيق مؤشرات المخاطر بانتظام، سيخلق بيئة مواتية لإصدار أدوات الدين وتنشيط سوق الريبو بشكل فعال.

✓ . حجم الاقتصاد

الاقتصاد الجزائري يعتمد بدرجة كبيرة على الموارد النفطية، ما يخلق تقلبات في السيولة والتدفقات المالية. كما أن القطاعات الإنتاجية غير النفطية تحتاج إلى تمويل أفضل لتعزيز الطلب الكلي على السيولة. وتطوير سوق نقدية متقدمة يمكن أن يدعم السيولة القطاعية ويقلل من الاعتماد المفرط على الإيرادات النفطية، ما يعزز قدرة السوق النقدية على العمل كوسيط فعال بين السياسة النقدية والاقتصاد الحقيقي.

خلاصة :

قد أظهر تحليل تطور السوق النقدية في الجزائر أن هذه السوق، رغم الإصلاحات المتتالية منذ التسعينات، ما تزال تعاني من اختلالات هيكلية ومؤسسية عميقة تحدّ من فعاليتها كقناة أساسية لانتقال السياسة النقدية. فبدل أن تتحول إلى فضاء ديناميكي لتخصيص السيولة بين الفاعلين الماليين وفق آليات العرض والطلب، ظلت السوق النقدية الجزائرية في معظم مراحلها خاضعة لتدخل مباشر من البنك المركزي، ومحكومة بتركيبة مصرفية غير متوازنة تهيمن عليها البنوك العمومية وضعف المنافسة.

وقد أبرزت المقارنة مع السياق الفرنسي وكظا توصيات صندوق النقد الدولي وخبراء بنك إنجلترا أن فعالية السوق النقدية لا تتحقق إلا بتوافر بيئة مؤسسية متطورة، وآليات تسيير فعّالة للسيولة والمخاطر، وأسواق مالية مساندة كافية (أسواق الريبو والمشتقات المالية)، إضافة إلى عمق سوق السندات القابلة للتفاوض التي تشكل قاعدة لتسعير الأدوات قصيرة الأجل. أما في الحالة الجزائرية، فإن اختزال سوق السندات القابلة للتداول في سندات الخزينة فقط، وغياب تنوع المستثمرين والأدوات المالية، قد حدّ من ديناميكية السوق ومن قدرتها على عكس توجهات السياسة النقدية بفعالية.

كما بين التحليل أن ضعف تقنيات إدارة المخاطر، وغياب أدوات التحوط والتداول الثانوي، وتردد البنوك في التعامل في ما بينها، كلها عوامل أدت إلى تراجع كفاءة تخصيص السيولة وإلى تأخر في انتقال معدلات

الفصل الثالث: ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية

الفائدة من البنك المركزي إلى الاقتصاد الحقيقي. وتظهر هذه الظاهرة بوضوح في فترات الأزمات أو التوترات النقدية، حيث تقلص السيولة ويزداد اعتماد البنوك على تمويل البنك المركزي بدل السوق.

إن تفعيل السوق النقدية في الجزائر يتطلب إداةً مقارنة شاملة تجمع بين إصلاحات هيكلية وتنظيمية، وتطوير أدوات مالية متنوعة، وتوسيع قاعدة المتعاملين، إلى جانب تعزيز الشفافية وتطبيق تقنيات تسيير المخاطر الحديثة. إن بناء سوق نقدية فعالة ليس مجرد هدف مالي، بل هو ركيزة لاستقرار السياسة النقدية وفعالية النظام المالي ككل، بما يسمح بتوجيه الموارد نحو الأنشطة الإنتاجية وتحقيق النمو المستدام.

الفصل الرابع:

دراسة قياسية للسوق النقدية الجزائرية

خلال الفترة (1980-2024)

تمهيد:

في هذه الدراسة، تم اعتماد نموذج $ARDL$ خلال الفترة (1980-2024)، وذلك بهدف تحليل ديناميكية السوق النقدية وأثرها على الاقتصاد الكلي. يركز النموذج على سرعة تداول النقود (V) كمتغير تابع، حيث تُعتبر هذه السرعة مرآة عاكسة للنشاط الاقتصادي وفعالية انتقال السيولة بين الفاعلين الاقتصاديين. فكلما كانت سرعة تداول النقود مرتفعة ومستقرة، دلّ ذلك على أن الأموال تتداول بكفاءة بين المؤسسات والأفراد، ما يعكس فعالية السوق النقدي وقدرة السياسة النقدية على التأثير على النشاط الاقتصادي.

تعكس هذه الدراسة تحليل العلاقات قصيرة وطويلة الأجل للمتغير التابع بالمتغيرات المستقلة، مع قياس سرعة العودة نحو التوازن عبر معامل التصحيح الذاتي (ECM) بعد أي صدمة. ثانياً تقدم رؤية تجمع بين فعالية السوق النقدي والسياسة النقدية وجوهر فهم آلية انتقال أثر السياسة النقدية من البنك المركزي إلى الاقتصاد الكلي عبر السوق النقدي.

من أجل نمذجة السوق النقدي في الجزائر خلال الفترة (1980-2019)؛ سيتم استخدام منهجية الانحدار الذاتي ذات فترات الإبطاء الموزع ($ARDL$)، وعلى هذا الأساس سنستهل هذا الفصل في مبحثه الأول بالإطار النظري للمنهج القياسي المتبع في التحليل، من خلال عرض مفاهيم عامة حول السلاسل الزمنية

واختبارات جذر الوحدة، بالإضافة إلى مفهوم التكامل المشترك ($Cointegration$) ومنهجية الانحدار الذاتي ذات فترات الإبطاء الموزع، أما المبحث الثاني سنخصصه للتحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة وذلك من خلال دراسة الارتباط بين مختلف المتغيرات المستقلة (العوامل المؤثرة في السوق النقدي) والمتغير التابع (سرعة دوران النقود باستخدام طريقة تحليل المركبات الأساسية (PCA))، في حين نناقش في المبحث الثالث التحليل القياسي لديناميكية V في الجزائر في المدى الطويل والقصير باستخدام منهجية ($ARDL$).

المبحث الأول: الإطار النظري للمنهج القياسي

يستعرض هذا المبحث الدراسات القياسية السابقة والإطار النظري للجانب القياسي المتبع في التقدير، والذي يشمل على مفهوم السلاسل الزمنية وأهم اختبارات جذر الوحدة ($Unit Root$)، بالإضافة إلى التطرق إلى مفهوم التكامل المشترك ($Cointegration$) ومنهجية الانحدار الذاتي ذات فترات الإبطاء الموزع ($ARDL$).

المطلب الأول: تعريف السلاسل الزمنية واختبارات جذر الوحدة

سيتم في هذا الجزء تقديم بعض التعاريف للسلاسل الزمنية، بالإضافة إلى التطرق إلى أهم اختبارات الاستقرارية (اختبارات جذر الوحدة).

1- تعريف السلاسل الزمنية:

يمكن تعريف السلاسل الزمنية كما يلي:

❖ السلسلة الزمنية هي مجموعة من المشاهدات أو القياسات التي تأخذ على إحدى الظواهر (الاقتصادية،

الاجتماعية، الطبية، الطبيعية...)، على فترات زمنية متتابعة عادة ما تكون متساوية الطول؛¹

❖ السلسلة الزمنية هي عبارة عن قيم ظاهرة من الظواهر في سلسلة تواريخ متلاحقة، أياما، أشهر، أو

سنوات والهدف من وراء تحليل سلسلة زمنية هو دراسة التغيرات التي تكون قد طرأت على الظاهرة التي

تمثلها خلال فترة من الزمن وتحليل أسبابها ونتائجها أو للتنبؤ اعتمادا على فكرة مد حوادث الماضي

للمستقبل.²

2- اختبارات جذر الوحدة (دراسة الاستقرارية):

1-2 أنواع النماذج غير المستقرة:

إن اختبارات الجذر الوحدوي لا تعمل فقط على كشف مركبة الاتجاه العام، بل إنها تساعد على تحديد الطريقة المناسبة لجعل السلسلة مستقرة، ومن أجل فهم هذه الاختبارات لا بد من التفريق بين نوعين من النماذج غير المستقرة:³

أ. النموذج $(Trend Stationary : TS)$: هذه النماذج غير مستقرة، وتبرز عدم استقرارية تحديده

$(déterministic)$ ، وتأخذ الشكل: $y_t = f(t) + \varepsilon_t$ حيث $f(t)$ دالة كثير حدود للزمن (خطية أو

غير خطية)، و ε_t تشويش أبيض وأكثر هذه النماذج انتشارا يأخذ شكل كثير حدود من الدرجة (1)

ويكتب من الشكل: $y_t = a_0 + a_1 t + \varepsilon_t$ هذا النموذج غير مستقر، لان وسطه $E(y_t)$ مرتبط

¹ سمير مصطفى شعراوي، مقدمة في التحليل الحديث للسلاسل الزمنية، الطبعة الأولى، المملكة العربية السعودية، مطابع جامعة الملك عبد العزيز، 2005، ص5.

² خالد زهدي خواجه، السلاسل الزمنية، بدون طبعة، بغداد، المعهد العربي للتدريب والبحوث الإحصائية، ص2.

³ محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات، الطبعة الأولى، الأردن، دار الحامد للنشر والتوزيع، 2012، ص206.

بالزمن. لكننا نجعله مستقرا بتقدير المعالم $\widehat{a_2}\widehat{a_1}$ ، بطريقة المربعات الصغرى العادية، وطرح المقدار

$$\widehat{a_0} + \widehat{a_1}t \text{ من } y_t \text{ أي: } y_t - \widehat{a_0} - \widehat{a_1}t$$

ب. النموذج (Difference Stationary : DS): هذه النماذج أيضا غير مستقرة وتبرز عدم استقرارية

عشوائية Stochastic، وتأخذ الشكل: $y_t = y_{t-1} + \beta + \varepsilon_t$ ويمكننا جعلها مستقرة باستعمال

الفروقات أي: $y_t^d = \beta + \varepsilon_t$ حيث β ثابت حقيقي و d درجة الفروقات .

وغالبا تستعمل الفروقات من الدرجة الأولى في هذه النماذج $d=1$ وتكتب من الشكل:

$$y_t^d = \beta + \varepsilon_t \text{ وتأخذ هذه النماذج شكلين:}$$

❖ إذا كان $\beta = 0$ يسمى النموذج DS بدون مشتقة، وتكتب من الشكل: $y_t = y_{t-1} + \varepsilon_t$ وبما ان

ε_t تشويش ابيض، فان النموذج يسمى "نموذج السير العشوائي Random Walk Model" وهو كثير

الاستعمال في دراسة الأسواق المالية.

❖ إذا كان $\beta \neq 0$: يسمى هذا النموذج DS بالمشتقة، ويكتب من الشكل $y_t = y_{t-1} + \beta + \varepsilon_t$.

2-2 اختبارات جذر الوحدة :

1-2-2 اختبار ديكي فولر المطور (ADF) Dickey-Fuller Augmenté

عند استعمال اختبار ديكي فولر البسيط (Dickey-Foller (DF)، فإن عبارة ε_t عن صدمات عشوائية

افتراضا، وبذلك أهملنا احتمال ارتباط الأخطاء، لذلك فان اختبار ديكي فولر المساعد (المطور) عمل على إدراج

هذه الفرضية، إن هذا الاختبار يركز على فرضية ($H_0: |\phi| < 1$) وبالتقدير بواسطة المربعات الصغرى

للمناذج:¹

$$\Delta y_t = \lambda y_{t-1} - \sum_{j=2}^{\phi} \lambda_j \Delta y_{t-j+1} + \varepsilon_t \quad \text{النموذج الرابع:}$$

$$\Delta y_t = \lambda y_{t-1} - \sum_{j=2}^{\phi} \lambda_j \Delta y_{t-j+1} c + \varepsilon_t \quad \text{النموذج الخامس:}$$

$$\Delta y_t = \lambda y_{t-1} - \sum_{j=2}^{\phi} \lambda_j \Delta y_{t-j+1} + c + bt + \varepsilon_t \quad \text{النموذج السادس:}$$

ولاختبار مدى استقرار السلسلة نتبع الخطوات التالية:²

¹ بن احمد احمد، النمذجة القياسية للاستهلاك الوطني للطاقة في الجزائر خلال الفترة 1988:10 2007:03، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007. / 2008، ص80.

² شبيخي محمد، مرجع سابق، ص208.

❖ نقوم بحساب ما يسمى بـ τ بعد تقدير الصيغة: $X_t = \phi X_{t-1} + \varepsilon_t$ بقسمة $\hat{\phi}$ على الخطأ المعياري لها أي $\tau = \frac{\hat{\phi}}{\hat{\sigma}}$ ؛

❖ لا نستطيع مقارنة τ المحسوبة بقيمة t الجدولة، حتى في العينات الكبيرة، لأنها لا تتبع هذا التوزيع، وإنما نبحث عن τ الجدولية في جداول معدة خصيصا بواسطة *Dickey-Fuller* ولذا يعرف هذا الاختبار باختبار *(DF-test)*.

2-2-2 اختبار فيليبس و بيرون 1988 *Le test de phillips et perron*

يعتبر هذا الاختبار غير معلمي لإحصاءات *Dickey-Fuller*، حيث يأخذ بعين الاعتبار التباين الشرطي للأخطاء ويجري هذا الاختبار في أربعة مراحل :

❖ تقدير بواسطة *MCO* النماذج الثلاثة القاعدية لاختبار *Dickey-Fuller* مع حساب الإحصائيات الموافقة؛

❖ تقدير التباين قصير المدى $\hat{\sigma}^2 = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n e_t^2$ ، حيث e_t تمثل البواقي المقدرة؛

❖ تقدير المعامل المصحح s_t^2 ، المسمى التباين طويل المدى، والمستخرج من خلال التباينات المشتركة لبواقي النماذج السابقة حيث:

$$s_t^2 = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n e_t^2 + 2 \sum_{i=1}^l \left(1 - \frac{i}{l+1}\right) \frac{1}{n} \sum_{t=i+1}^n e_t e_{t-i}$$

من أجل تقدير هذا التباين يجب من الضروري إيجاد عدد التباطؤات l (*truncature de Newey*)

$$l \approx 4 \left(\frac{n}{100}\right)^{2/9}, \text{ West (المقدر بدلالة عدد المشاهدات } n)$$

❖ حساب إحصائية فيليبس بيرون *pp*.

$k = \frac{\hat{\sigma}^2}{s_t^2}$ (والذي يساوي 1- في الحالة التقاربية مع $t^*_{\hat{\phi}} = \sqrt{k} \times \frac{(\hat{\phi}_1 - 1)}{\hat{\sigma}_{\hat{\phi}_1}} + \frac{n(k-1)\hat{\sigma}_{\hat{\phi}_1}}{\sqrt{k}}$

asymptotique عندما تكون e_t شوشرة (بيضاء)، هذه الإحصائية تقارن مع القيمة الحرجة لجدول *MacKinnon*.

المطلب الثاني: مفهوم التكامل المشترك

يقدم تحليل التكامل المشترك المقدم من قبل كل من (Engel & Granger, 1987) دعماً للنظرية الاقتصادية من خلال رصد العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية في إطار إحصائي، من منظور اقتصادي فإن بعض المتغيرات تتحرك بانتظام بمرور الوقت على الرغم من أنها تتسم بشكل منفرد بالتذبذب العشوائي لذا فإن تحليل التكامل المشترك يعد إحدى الأدوات المهمة عند دراسة العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية على المدى الطويل، فضلاً عن ذلك فإنه يساعد على تحديد مستوى التوازن بين البيانات غير المستقرة وتلك التي تتسم بالاستقرار. بمعنى آخر أن بيانات السلاسل الزمنية قد تكون غير مستقرة إذا ما أخذت كل على حده، ولكنها تكون مستقرة كمجموعة. ومثل هذه العلاقة طويلة الأجل بين مجموعة المتغيرات تعد مفيدة في التنبؤ بقيم المتغير التابع (الاستجابة) بدلالة مجموعة من المتغيرات التوضيحية، ويعد التكامل المشترك (تناظر التكامل) (Cointegration) هو المرحلة المتقدمة من نموذج تصحيح الخطأ *Error Correction Model* (ECM)¹

1- تعريف تكامل السلاسل الزمنية:

إذا كانت هناك سلسلتان غير مستقرتان فليس من الضروري أن يترتب على استخدامهما في علاقة ما انحدار زائف، وذلك إذا ما كان يتمتعان بخاصية التكامل المشترك. وإذا كان هناك متغير Y_t مستقر في صورته الأصلية قبل إجراء أي تعديلات عليه يقال أنه متكامل من الرتبة صفر (0)، أي: $Y_t \sim I(0)$ ، وإذا كان هذا المتغير غير مستقر في صورته الأصلية، وأصبح مستقرًا بعد أخذ الفروق الأولى، $\Delta Y_t = Y_t - Y_{t-1}$ ، عندها يقال أن هذه السلسلة أصبحت متكاملة من الرتبة الأولى (1)، أي: $Y_t \sim I(1)$. وبوجه عام، إذا أصبحت السلسلة الزمنية لمتغير ما Y_t مستقرة بعد الحصول على عدد من الفروق يساوي d يقال أن هذه السلسلة أصبحت متكاملة من الرتبة (d)، أي $Y_t \sim I(d)$ ².

¹ علي عبد الزهرة حسن، عبد اللطيف حسين شومان، تحليل العلاقة التوازنية طويلة الأجل باستعمال اختبارات جذر الوحدة وأسلوب دمج النماذج المرتبطة ذاتياً ونماذج توزيع الإبطاء (ARDL)، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة البصرة العراق، المجلد 9، العدد 34، ص 186-187.

² عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 669.

2- طرق اختبار التكامل المشترك:

ظهرت تقنية التكامل المشترك في أواسط الثمانينات على يد (Granger, 1983) و (Engle, 1987)، وارتكز تطورها قبل كل شيء على صحة فرضية استقرارية السلاسل الزمنية، وهي ناتجة عن عملية دمج بين تقنية بوكس-جينكينز والتقارب الحركي (الديناميكي) لنماذج تصحيح الخطأ. تركز هذه التقنية على السلاسل الزمنية غير المستقرة، في حين تكون التراكيب الخطية التي فيما بينها مستقرة، وجود التكامل المشترك مرتبط باختبارات الجذر الحدوي للتحقق من استقرار السلاسل، كما تسمح هذه الاختبارات من التأكد من وجود تكامل مشترك أي التقارب بين سلاسل السلاسل الزمنية.¹

هناك عدة طرق لاختبار وجود تكامل مشترك بين المتغيرات (وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات) منها:

أ. اختبار أنجل وكراجر (Engel and Granger, 1987). ويستعمل في النماذج المكونة من متغيرين فقط أحدهما تابع والآخر توضيحي؛

ب. اختبار جوهانسن (Johansen, 1988-1991) واختبار جوهانسن وجوسيليوس (Johansen and Juselius, 1990) ويستعملان في حالة النماذج المتعددة المتغيرات (متغيرين أو أكثر).

إن اختبارات التكامل المشترك السابق ذكرها تتطلب أن تكون المتغيرات محل الدراسة متكاملة من الرتبة نفسها، وأن هذه الاختبارات ينتج عنها نتائج غير دقيقة في حالة إذا كان حجم عينة الدراسة (عدد المشاهدات) صغيراً.²

المطلب الثالث: منهجية الانحدار الذاتي ذات فترات الإبطاء الموزع (ARDL).

يعتبر نموذج (ARDL: Autoregressive Distributed Lag) من بين الأساليب الأكثر تطوراً لمعالجة النماذج المبنية على قواعد بيانات سلاسل زمنية، حيث تم تطوير هذا الأسلوب من أجل تجاوز المشاكل التي واجهت استخدام نماذج التكامل المشترك وتصحيح الخطأ التي طورها كل من (Engle & Granger, 1987) و (Johansen, 1988). ومن بين هذه المشاكل وجود متغيرات مستقرة في المستوى وأخرى مستقرة

¹ شيوخ محمد، مرجع سابق، ص 289.

² علي عبد الزهرة حسن، عبد اللطيف حسين شومان، مرجع سابق، ص 187.

³ granger, E. Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing. Econometrica (55), 1987, P251-276.

في الفرق الأول، وبالتالي يكون هناك اختلاف في رتب السلاسل الزمنية للمتغيرات، وهو الأمر الذي يستحيل معه تطبيق التكامل المشترك¹ (Engle & Granger, 1987)

لقد طور كل من (Pesaran, 1997) و (Shin & Sun, 1998)،² (Pesaran & al, 2001) منهج *ARDL*، ويتميز هذا المنهج انه لا يتطلب أن تكون السلاسل الزمنية مستقرة من نفس الدرجة، ويرى *Pesaran* أن اختبار الحدود *Bound Tests* في إطار *ARDL* يمكن تطبيقه بغض النظر عن خصائص السلاسل الزمنية، أي إذا كانت مستقرة عند المستوى أي متكاملة من الدرجة صفر $I(0)$ أو متكاملة من الدرجة الأولى $I(1)$ أو مزيج من الاثنين، والشرط الوحيد لتطبيق هذا الاختبار هو أن لا تكون السلاسل الزمنية متكاملة من الدرجة الثانية أي من الشكل $I(2)$ كما أن طريقة *Pesaran* تتمتع بخصائص أفضل في حالة السلاسل الزمنية القصيرة مقارنة بالطريقة الأخرى في اختبار التكامل المشترك مثل طريقة انجل-جرانجر 1987 ذات الخطوتين *Engel Granger To Step method* أو اختبار التكامل المشترك بمنهجية *Johansen* في إطار نموذج الانحدار الذاتي *VAR*.³

بالإضافة إلى أن النموذج *ARDL* يأخذ عدد كافي من فترات التخلف الزمني للحصول على أفضل مجموعة من البيانات نموذج الإطار العام، كما أن نموذج الـ *ARDL* يعطي أفضل النتائج للمعلومات في الأمد الطويل وان اختبارات التشخيص يمكن الاعتماد عليها بشكل كبير، ويمكننا من فصل تأثيرات الأجل القصير عن الأجل الطويل، حيث نستطيع من خلال هذه المنهجية تحديد العلاقة التكاملية للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة في المديين الطويل والقصير في نفس المعادلة، بالإضافة إلى تحديد حجم تأثير كل من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع. وأيضا في هذه المنهجية نستطيع تقدير المعلومات المتغيرات المستقلة في المديين الطويل والقصير. وتعد معلماته المقدرة في المدى القصير والطويل أكثر اتساقا من تلك التي في الطرق الأخرى مثل وانجل-جرانجر (1987) طريقة جوهانسن (1988) وجوهانسن-جسلس (1990).⁴

¹ مخضار سليم، تحليل أثر الصادرات خارج المحروقات على النمو الاقتصادي في الجزائر باستخدام نموذج (ARDL)، مجلة المالية والأسواق، المجلد 7، العدد 1، 2020، ص 2013.

² Pesaran, M. H, Y. Shin, and R. Smith. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of Applied Econometrics*, 289-326.

³ مناصر نورالدين، جمعي سميرة، قارى إبراهيم، محددات البطالة في الجزائر خلال الفترة 1980-2014 "دراسة قياسية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي بفترات الإبطاء الموزعة *ARDL*"، المجلة الجزائرية للاقتصاد والإدارة، العدد 08، افريل 2016، ص 35.

⁴ زدون جمال، محددات الإنتاجية الكلية في القطاع الصناعي في الجزائر للفترة (1980-2013)، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، العدد 01، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، 2015، ص 138.

يتمثل نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع كمزيج بين نموذجين هما:¹

❖ النموذج الأول: نموذج الإبطاء الموزع (*Distributed Lag model*) الذي يتمثل بوجود قيم سابقة

لمتغيرات خارجية كمتغيرات تفسيرية، حيث يتأثر المتغير التابع (Y_t) بالمتغير التفسيري (X_t) للفترة الزمنية

$$Y_t = b_0 + a_1 X_t + a_2 X_{t-1} + \dots + a_p X_{t-p} + U_t$$

❖ النموذج الثاني: نموذج الانحدار الذاتي (*Autoregressive model*) الذي يتمثل بوجود قيم سابقة

$$Y_t = b_0 + b_1 Y_{t-1} + b_2 Y_{t-2} + \dots + b_p Y_{t-p} + U_t$$

من خلال النموذجين الأول والثاني نحصل على المعادلة التي تمثل نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع

كما يلي:

$$Y_t = b_0 + b_1 Y_t + b_2 Y_{t-1} + \dots + b_p Y_{t-p} + a_1 X_t + a_2 X_{t-1} + \dots + a_p X_{t-p} + \varepsilon_t$$

حيث P يمثل رتبة المتغير التابع Y (عدد فترات الإبطاء للمتغير Y_t)، و q يمثل رتبة المتغير التفسيري X

(عدد فترات الإبطاء للمتغير X_t). ويمكن التعبير عن المعادلة السابقة بشكل مختصر كما يلي: $ARDL(p,q)$ ،

حيث يستند هذا النموذج على نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (*UECM: Unrestricted Error Correction Model*)

المبحث الثاني: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

سيتم في هذا المبحث دراسة الارتباط بين مختلف مؤشرات السوق النقدي في الجزائر خلال الفترة

(1980-2024) باستخدام طريقة تحليل المركبات الأساسية (*PCA: Principal Component Analysis*)،

وتجدر الإشارة إلى أن أول من طرح موضوع طريقة تحليل المركبات الرئيسية (*PCA*) هو كارل

بيرسون *Karl Pearson* وذلك في عام 1901 لأهميتها آنذاك للمختصين في مجال علم الأحياء القياسي

Biometrics. أعقبه هوتلنك *Hottling* عام 1931 بوصف طرق عملية في هذا الجانب.²

¹ بوضيع سهام، ساحلي لزهري، نمذجة قياسية لتأثير العمق المالي وسعر الصرف على التضخم في الجزائر باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (*ARDL*) للفترة 1974-2018، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 13، العدد 01، 2020، ص 346.

² زياد رشاد الراوي، طرق التحليل الإحصائي متعدد المتغيرات، الطبعة الأولى، المعهد العربي للتدريب والبحوث الإحصائية، الأردن، 2017، ص 55.

المطلب الأول: المتغيرات المستعملة في الدراسة والاختبارات الأولية لتطبيق طريقة (ACP)

سنقوم في هذا الجزء من الدراسة بتعريف المتغيرات المستخدمة ، إضافة إلى إجراء الاختبارات الأولية لتطبيق طريقة تحليل المركبات الأساسية.

1- تعريف متغيرات الدراسة:

بعد تتبع الأدبيات المتعلقة بموضوع الدراسة، سنعتمد على سرعة دوران النقود كمؤشر للسوق النقدية وهو يمثل المتغير التابع باعتبار أن له أهمية كبيرة ليس فقط في التنبؤ بالطلب الحقيقي على النقود ولكن أيضا لدوره في شرح العلاقة بين المؤشرات النقدية وغيرها من مؤشرات الاقتصاد الكلي وآثارها على تحقيق الأهداف الوسيطة والنهائية للسياسة النقدية¹. أما المتغيرات المستقلة المستخدمة في هذه الدراسة؛ فهي تشمل كل من: القروض المقدمة للاقتصاد CR ، السيولة المصرفية $M2$ ، سعر الصرف TC ، معدل التضخم INF ، معدل إعادة الخصم TR . وتم الاعتماد على البيانات للفترة الممتدة من 1980 إلى 2024.

يتكون جدول المعطيات الأساسية من 6 متغيرات كمية ممثلة بـ 45 مشاهدة (أفراد) خلال الفترة (1980-2024)، والجدول التالي يبين هذه المتغيرات :

الجدول رقم (1.4): المتغيرات المستخدمة في الدراسة

الرمز	التعريف
$V2$	سرعة دوران النقود ، وهو يمثل المتغير التابع؛
CR	القروض المقدمة للاقتصاد
$M2$	السيولة المصرفية؛
TC	سعر الصرف؛
INF	معدل التضخم؛
TR	معدل إعادة الخصم؛

المصدر: من إعداد الطالبة.

¹ احمد شادلي وآخرون، العوامل المؤثرة في سرعة دوران النقود، صندوق النقد العربي العدد 2021/80 ، ص 1

2- إجراء الاختبارات الأولية لتطبيق طريقة (PCA):

قبل تطبيق طريقة تحليل المركبات الأساسية PCA، يجب إجراء اختبارات أولية متمثلة أساسا في كل من اختبار KMO واختبار Bartlett's. يستخدم اختبار KMO في الحكم على مدى كفاية حجم العينة المستخدمة في الدراسة، وتتراوح قيمة إحصائية هذا الاختبار بين الصفر والواحد صحيح، وكلما اقتربت قيمة هذا الاختبار من الواحد الصحيح؛ كلما دل ذلك على زيادة الاعتمادية Reliability للعوامل التي نحصل عليها من التحليل، والعكس صحيح. ويشير هنا صاحب هذا الاختبار (Kaiser, 1974) إلى أن الحد الأدنى المقبول لهذا الإحصائي هي 0.50 حتى يمكن الحكم بكفاية حجم العينة.¹ أما الغرض الأساسي من اختبار Bartlett's هو تحديد ما إذا كانت مصفوفة الارتباط مصفوفة وحدة.² وفرضيات هذا الاختبار كالتالي:

H_0 : لا يوجد ارتباط معنوي مختلف عن الصفر ما بين المتغيرات المدروسة؛

H_1 : يوجد ارتباط معنوي مختلف عن الصفر ما بين المتغيرات المدروسة.

الجدول رقم (2.4): الاختبارات الأولية (مؤشر KMO واختبار Bartlett's)

Mesure de précision de l'échantillonnage de KaiserMeyer-Olkin	Test de sphéricité de Bartlett*	
	Khi ² (Valeu observée)	P-Value
0,693	294,213	0.0001

* H_0 : Il n'y a pas de corrélation significativement différente de 0 entre les variables.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج XL-stat

نلاحظ من خلال الجدول رقم (2.4) أن شروط إجراء طريقة تحليل المركبات الأساسية (الاختبارات الأولية) محققة، فبالنسبة إلى اختبار (KMO) بلغت قيمته 0.693 يظهر ذلك من خلال ارتفاع قيمته عن الحد الأدنى (0.50) وبالتالي يمكن الحكم بكفاية حجم العينة في هذه الدراسة، بالإضافة إلى ذلك، تشير النتائج أيضا إلى أن اختبار Bartlett's تشير نتائجه إلى رفض الفرض الصفري (H_0) وقبول الفرض البديل (H_1)، حيث نلاحظ أن قيمة الاحتمال لهذا الاختبار ($P\text{-Value}=0.0001$) أقل من 5%، وبالتالي يمكن الحكم بأن مصفوفة الارتباط ليست مصفوفة وحدة.

¹ أسامة ربيع أمين، التحليل الإحصائي للمتغيرات المتعددة باستخدام برنامج SPSS، الجزء الثاني، القاهرة، 2008، ص ص 187-188.

² مصفوفة الوحدة: تعني أنه لا توجد علاقات ارتباط بين المتغيرات، حيث أن معاملات الارتباط بين جميع المتغيرات معدومة (يساوي صفر).

الفصل الرابع: دراسة قياسية للسوق النقدية الجزائرية خلال الفترة (1980-2024)

أظهر اختبار انحرافية *Bartlett's* قيمة إحصائية مرتفعة ($\text{Khi}^2 = 294.213$) تفوق بكثير القيمة الحرجة (24.996) عند 15 درجة حرية، كما جاءت قيمة الاحتمال لهذا الاختبار ($P\text{-Value}=0.0001$) أقل من 5%، وهو ما يسمح برفض فرضية العدم (H_0) القائلة بأن مصفوفة الارتباط تساوي مصفوفة الوحدة. وقبول الفرض البديل (H_1)، وعليه، فإن الارتباطات بين المتغيرات ذات دلالة إحصائية، مما يؤكد ملاءمة البيانات لإجراء تحليل المكونات الأساسية أو تحليل العوامل.

المطلب الثاني: دراسة الارتباط بين متغيرات الدراسة

يوضح الجدول رقم (3.4) مصفوفة معاملات الارتباط (*Matrice de corrélation (Pearson)*) بين متغيرات الدراسة خلال الفترة (1980-2024).

الجدول رقم (3.4): مصفوفة معاملات الارتباط البينية بين متغيرات الدراسة

Variables	V2	TR	INF	TC	CR	m2
V2	1	0,644	0,399	-0,203	-0,482	-0,487
TR	0,644	1	0,731	-0,308	-0,387	-0,406
INF	0,399	0,731	1	-0,429	-0,339	-0,342
TC	-0,203	-0,308	-0,429	1	0,882	0,882
CR	-0,482	-0,387	-0,339	0,882	1	0,979
m2	-0,487	-0,406	-0,342	0,882	0,979	1

Les valeurs en gras sont différentes de 0 à un niveau de signification $\alpha=0,05$

المصدر: مخرجات برنامج *XL-stat*

تظهر مصفوفة الارتباط وجود علاقات متفاوتة القوة بين متغيرات الدراسة، حيث نلاحظ ما يلي:

- وجود ارتباط طردي متوسط بين سرعة دوران النقود V2 وكل من معدل إعادة الخصم (0.644) TR والتضخم (0.399) INF، وهو ما يشير إلى أن ارتفاع معدلات الفائدة والتضخم يرتبط بزيادة سرعة دوران النقود.

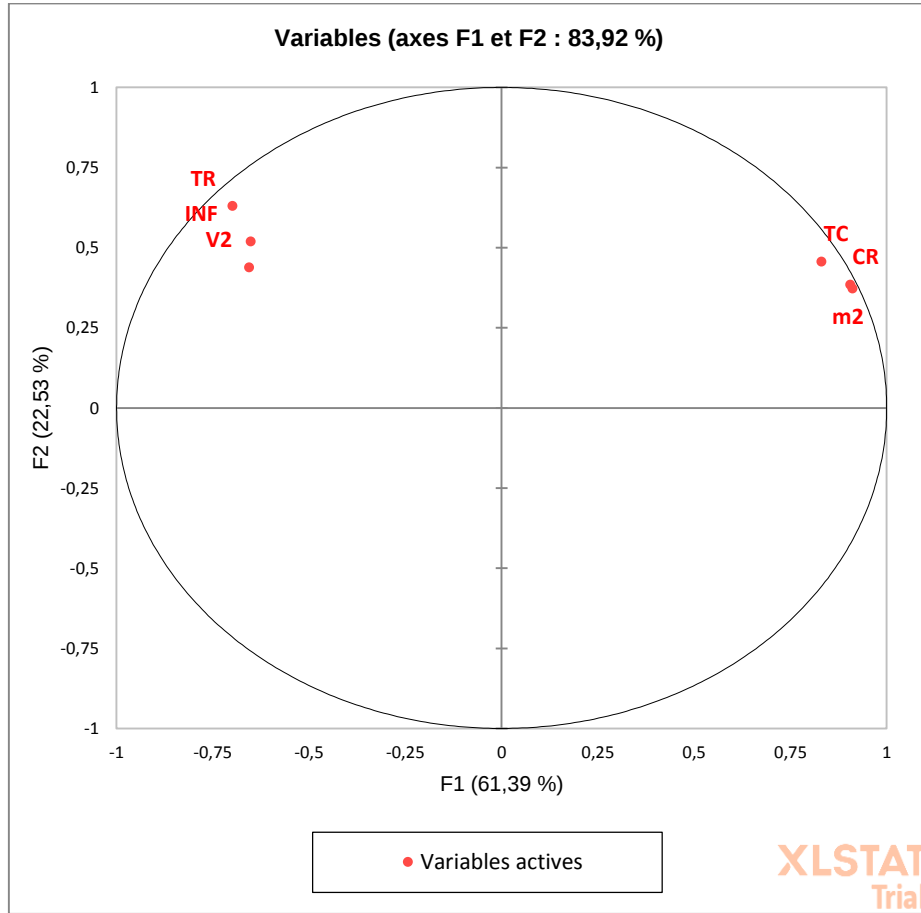
- في المقابل، يظهر ارتباط عكسي بين $V2$ وكل من سعر الصرف (-0.203) TC والقروض المقدمة للاقتصاد (-0.482) CR والكتلة النقدية (-0.487) M2، مما يعكس علاقة سلبية بين المتغير التابع وهذه المتغيرات.
- أما بالنسبة للمتغير TR، فتُظهر المصفوفة ارتباطاً طردياً قوياً نسبياً بين TR والتضخم (0.731) INF، بينما تسجل علاقات عكسية ضعيفة إلى متوسطة القوة مع TC و CR و M2.
- ويلاحظ أيضاً وجود علاقة طردية قوية بين التضخم INF وكل من (0.731) TR، وهو ما يعكس التفاعل بين سياسة سعر الصرف والسياسة النقدية.
- أما المتغير TC (سعر الصرف)، فيرتبط ارتباطاً طردياً قوياً جداً مع القروض المقدمة للاقتصاد CR (0.882) ومع العرض النقدي (0.882) M2، مقابل علاقات عكسية مع $V2$ و TR و $-INF$.
- وتُظهر المصفوفة بوضوح أن أعلى قيمة للارتباط هي بين CR و M2 بقيمة (0.979) ، وهي علاقة طردية قوية جداً، تليها علاقة قوية بين TC وكل من CR و (0.882) M2.

المطلب الثالث: التمثيل البياني لمتغيرات الدراسة

يعتمد أسلوب تحليل المركبات الأساسية (PCA) بصفة أساسية على تفسير وتحليل مجموعة التغيرات والتباينات بين البيانات من خلال مجموعة صغيرة من التوليفات الخطية في المتغيرات الأساسية. ومن ثم فإن الهدف الأساسي لهذا الأسلوب التحليلي هو تفسير البيانات ومعرفة مدى اختلافها وأسباب هذا الاختلاف، وكذلك التعامل مع البيانات بصورة مختصرة *Data Reduction* من خلال أقل عدد ممكن من العلاقات الخطية والتي تفسر في مجملها أكبر جزء ممكن من الاختلافات والتباينات بينها.¹ والشكل التالي يبين إسقاط المتغيرات المستخدمة في هذه الدراسة على المحاور العاملة:

¹ نبيل جمعه صالح النجار، الإحصاء التحليلي مع تطبيقات برمجية SPSS، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2015، ص 324.

الشكل رقم (4-1): التمثيل البياني لمتغيرات الدراسة



المصدر: مخرجات برنامج XL-stat

نلاحظ من خلال الشكل رقم (4.1) والذي يمثل التمثيل البياني ثنائي البعد لمتغيرات الدراسة، أن نسبة التمثيل للمتغيرات في المستوي بلغت 83.92 %، وهي موزعة على المحورين الأفقي $F2$ بنسبة 22.53% والمحور العمودي $F1$ بنسبة 61.39%، حيث يرتبط المحور العمودي مع مجموعة من المتغيرات والتي تتمثل أساسا في كل من: العرض النقدي ($M2$)، القروض المقدمة للاقتصاد (CR)، سعر الصرف (TC)، ويرتبط المحور الأفقي مع كل من معدل إعادة الخصم (TR) وسرعة دوران النقود ($V2$)، كما نلاحظ أن أغلب المتغيرات ممثلة تمثيلا جيدا في المستوي ($F1, F2$)، وهذا ما يظهر من خلال كون زواياها حادة وليست قائمة ابتعادها عن مركز الإحداثيات واقتربها من محيط الدائرة.

المبحث الثالث : تحليل قياسي لديناميكية لسرعة تداول النقود في الجزائر

يهدف هذا المبحث إلى دراسة ديناميكية سرعة تداول النقود في الجزائر من منظور قياسي، باعتبارها مرآة غير مباشرة للنشاط الاقتصادي وفعالية انتقال السيولة بين الفاعلين الاقتصاديين. تُعد سرعة تداول النقود مؤشراً حيوياً يعكس مدى قدرة السوق النقدي على نقل الأموال بكفاءة في الاقتصاد، وبالتالي قدرة السياسة النقدية على التأثير في النشاط الاقتصادي. من خلال هذا التحليل، يمكن تحديد العلاقات قصيرة وطويلة الأجل بين سرعة تداول النقود ومجموعة من المتغيرات الاقتصادية والنقدية، بما يتيح فهماً دقيقاً لكيفية انتقال أثر السيولة في الاقتصاد الجزائري.

نقوم من خلال هذا المبحث بنمذجة السوق النقدي في الجزائر خلال الفترة (1980-2024)، حيث يتم في البداية توصيف نموذج ومتغيرات الدراسة، ثم في المرحلة الثانية نقوم باختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة باستخدام الاختبارات المناسبة، أما في المرحلة الثالثة نقوم بتطبيق منهجية الانحدار الذاتي ذات فترات الإبطاء الموزع (ARDL).

المطلب الأول: اختبارات جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة

كخطوة أولية يجب القيام بدراسة استقرارية السلاسل الزمنية محل الدراسة لمعرفة خصائصها ودرجة تكاملها، وفي هذا الإطار، سنعتمد في هذه الدراسة على اختبار ديكي فولر المطور (Augmented Dickey Fuller test) ADF للكشف عن درجة تكامل متغيرات الدراسة، والجدول التالي يوضح نتائج هذا الاختبار:

الجدول رقم (4.4): نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة باستخدام اختبار (ADF)

المتغيرات	عند المستوى		عند الفرق الأول		درجة التكامل
	القيمة المحسوبة	القيمة الحرجة	القيمة المحسوبة	القيمة الحرجة	
		عند $\alpha = 5\%$		عند $\alpha = 5\%$	
LV2	-1.362934	-2.929734	-5.251054	-2.931404	I(1)
LTR	-1.808830	-2.948404	-7.551158	-2.948404	I(1)
LINF	-2.953183	-1.949609	-8.657323	-2.931404	I(0)
LTC	-2.135409	-2.929734	-4.217246	-2.931404	I(1)
LRC	-1.177388	-2.933158	-6.744507	-2.933158	I(1)
LM2	-2.267101	-2.929734	-4.939061	-2.931404	I(1)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews10)

يتضح من خلال نتائج اختبار ADF لجذر الوحدة الموضحة في الجدول رقم (4.4) أنه عند مقارنة القيم المحسوبة مع القيم المجدولة عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ ، يتضح لنا أن كل الدراسة ($LV2, LTR, LTC$)، $LCR, LM2$ غير مستقرة عند المستوى، وبعد إجراء الفروقات من الدرجة الأولى ($1^{st} Difference$) على هذه المتغيرات أصبحت كلها مستقرة، أي أنها متكاملة من الدرجة الأولى ($I(1)$)، أما $LINF$ فهي مستقرة عند المستوى ($I(0)$)، من خلال النتائج نلاحظ أنه لا توجد سلسلة متكاملة من الدرجة الثانية ($I(2)$)، ونتيجة لذلك، يمكن إجراء اختبار التكامل المشترك باستعمال طريقة منهج الحدود ($Bounds Test$)، ومن ثم تطبيق منهجية الانحدار الذاتي ذات فترات الإبطاء الموزع ($ARDL$).

المطلب الثاني: تقدير النموذج القياسي باستعمال نموذج $ARDL$

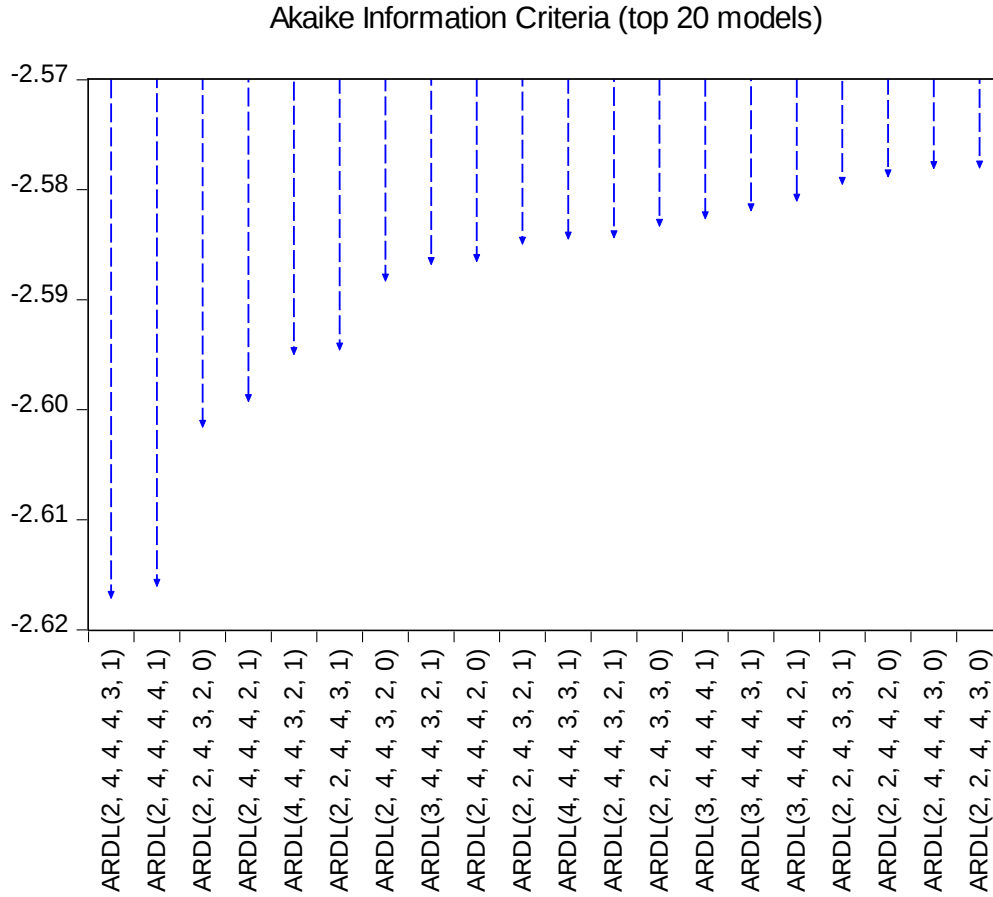
سيتم الاعتماد على منهجية الانحدار الذاتي ذات فترات الإبطاء الموزع ($ARDL$) من خلال أسلوب اختبار الحدود ($Bounds Test$)، حيث يعد هذا الأسلوب من الأساليب القياسية الحديثة والمطورة من قبل ($Pesaran et al, 2001$) في مجال القياس الاقتصادي.

1- تحديد فترات الإبطاء المثلى:

لاختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة (اختبار علاقة التكامل المشترك)؛ لا بد من تقدير نموذج ($ARDL$)، وقد تم الاعتماد في هذه الدراسة على معيار ($AIC : Akaike Information Criterion$) لتحديد التأخيرات الزمنية المثلى، وبالتالي سيكون النموذج الملائم هو النموذج الذي من خلاله يتم الحصول على أدنى قيمة لهذا المعيار.

يوضح الشكل رقم (4-2) قائمة أفضل النماذج حسب معيار $Akaike$ للمعلومات (AIC)، إذ يعرض البرنامج ترتيب النماذج وفقاً لقيمة AIC لكل عدد تأخيرات ممكن، حيث تم اختيار النموذج الذي يمتلك أقل قيمة AIC كنموذج نهائي لتقدير العلاقة الديناميكية بين سرعة دوران النقود والمتغيرات المستقلة. على النحو التالي:

الشكل رقم (2.4): تحديد عدد التأخيرات في نموذج (ARDL)



المصدر: مخرجات برنامج (Eviews.10)

تم اختيار نموذج ARDL النهائي على أساس معيار Akaike للمعلومات (AIC)، وهو النموذج $ARDL(2,4,4,4,3,1)$ يعكس هذا الاختيار أن المتغيرات المستقلة تؤثر على سرعة دوران النقود ($V2$) بتأخيرات مختلفة، حيث أظهرت بعض المتغيرات تأثيرات طويلة الأجل تمتد إلى 4 فترات، في حين كان للمتغير الثالث تأثير أقصر يمتد لفترتين فقط. اختيار هذا التكوين يوفر توازناً مثالياً بين جودة الملاءمة وتعقيد النموذج، كما يسمح بالتقاط التفاعلات الديناميكية بين العرض النقدي والمتغيرات الاقتصادية والمالية في كل من الأجل القصير والطويل.

2- اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود ($Bounds Test$):

يهدف اختبار الحدود ($Bounds Test$) إلى اختبار ما إذا كانت هناك علاقة طويلة الأجل بين متغيرات

الدراسة.

يتم اختبار علاقة التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة في إطار نموذج *Unrestricted (UECM)* *Error Correction Model* من خلال تقدير النموذج التالي:

$$\begin{aligned} \Delta LV2_t = & \beta_0 + \sum_{t=1}^p \beta_{1t} \Delta LV2_{t-i} + \sum_{t=1}^{q1} \beta_{2t} \Delta LTR_{t-i} + \sum_{t=1}^{q2} \beta_{3t} \Delta INF_{t-i} + \sum_{t=1}^{q3} \beta_{4t} \Delta LTC_{t-i} \\ & + \sum_{t=1}^{q5} \beta_{6t} \Delta LCR_{t-i} + \sum_{t=1}^{q5} \beta_{6t} \Delta LM2_{t-i} + \alpha_1 LV2_{t-1} + \alpha_2 LTR_{t-1} + \alpha_3 LINF_{t-1} \\ & + \alpha_4 LTC_{t-1} + \alpha_6 LCR_{t-1} + \alpha_1 LM2_{t-1} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (02) \end{aligned}$$

حيث أن:

✓ Δ : يشير إلى الفروق من الدرجة الأولى.

✓ β_0 : الحد الثابت.

✓ q_i : الحد الأعلى لفترات الإبطاء الزمني.

✓ t : اتجاه الزمن.

✓ ε_t : حد الخطأ العشوائي.

✓ β_i : معاملات العلاقة قصيرة الأجل.

✓ α_i : معاملات العلاقة طويلة الأجل.

وسنقوم باختبار فرضية عدم القائلة بعدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات كالتالي:

$$H_0: \alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = \alpha_4 = \alpha_5 = 0$$

مقابل الفرض البديل القاضي بوجود علاقة تكامل مشترك في الأجل الطويل:

$$H_1: \alpha_1 \neq \alpha_2 \neq \alpha_3 \neq \alpha_4 \neq \alpha_5 \neq 0$$

الجدول رقم (5.4): نتائج اختبار (*ARDL Bounds Test*)

Null Hypothesis: No levels relationship				
F-Bounds Test				
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic:				

F-statistic k	6.608562 5	n=1000		
		10%	2.26	3.35
		5%	2.62	3.79
		2.5%	2.96	4.18
		1%	3.41	4.68

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews.10)

يتضح من خلال الجدول رقم (5.4) الذي يبين نتائج اختبار التكامل المشترك (*ARDL Bounds Test*)، أن القيمة الإحصائية (*F-statistic*) تساوي 7.579646 وهي أكبر من القيم الحرجة للحد الأعلى عند مستوى معنوية 1% و 5% و 10%، وهذه النتيجة تدل على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات النموذج.

3- تقدير صيغة تصحيح الخطأ (*ARDL-ECM*):

إن العلاقة القصيرة الأجل تتمثل في تقدير نموذج تصحيح الخطأ والذي يمثل التعبير عن المتغيرات المستعملة في نموذج الدراسة بصيغة الفروق، بالإضافة إلى حد تصحيح الخطأ بتباطؤ لمدة زمنية واحدة *CointEq(-1)* كمغير تفسيري، ويقاس حد تصحيح الخطأ سرعة تكيف الاختلال في الأجل القصير إلى التوازن في الأجل الطويل، فإذا كانت قيمة معلمة حد تصحيح الخطأ سالبة ومعنوية دل ذلك على وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات.

بما أن نتائج اختبار الحدود أكدت على وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، فإنه يمكننا تقدير العلاقة قصيرة الأجل باستخدام نموذج تصحيح الخطأ لنموذج (*ARDL*).

يوضح الجدول رقم (6.4) نتائج تقدير نموذج محل الدراسة في الأجل القصير، حيث نلاحظ أن معامل تصحيح الخطأ *CointEq(-1)* جاءت قيمته سالبة ومعنوية (-1.233985)، وهذه النتيجة تؤكد على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين العرض النقدي والمتغيرات التفسيرية المدرجة في نموذج الدراسة، وتبين قيمة معلمة تصحيح الخطأ أن حوالي 1.23% من الاختلال قصير الأجل في قيمة سرعة دوران النقود في الفترة السابقة يمكن تصحيحه في الفترة الحالية عند حدوث أي تغير أو صدمة في المتغيرات التفسيرية. وبما أن القيمة أكبر من 1 يعني أنه يتم التصحيح في فترة تقل عن السنة.

الجدول رقم (6.4): نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل للنموذج

ARDL Error Correction Regression

Dependent Variable: D(LV2)

Selected Model: ARDL(2, 4, 4, 4, 3, 1)

Case 3: Unrestricted Constant and No Trend

Date: 11/23/25 Time: 00:05

Sample: 1980 2024

Included observations: 41

ECM Regression				
Case 3: Unrestricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.318761	1.016372	7.200868	0.0000
D(LV2(-1))	0.642816	0.123353	5.211185	0.0001
D(LTR)	-0.180215	0.070428	-2.558859	0.0203
D(LTR(-1))	-0.376092	0.097537	-3.855875	0.0013
D(LTR(-2))	0.076289	0.090523	0.842756	0.4111
D(LTR(-3))	0.226693	0.107705	2.104763	0.0505
D(LINF)	-0.031865	0.014290	-2.229909	0.0395
D(LINF(-1))	-0.080454	0.021976	-3.660957	0.0019
D(LINF(-2))	-0.074697	0.018592	-4.017661	0.0009
D(LINF(-3))	-0.050151	0.013373	-3.750070	0.0016
D(LTC)	0.139008	0.108742	1.278323	0.2183
D(LTC(-1))	-0.618699	0.137764	-4.491001	0.0003
D(LTC(-2))	-0.461462	0.110165	-4.188820	0.0006
D(LTC(-3))	-0.187656	0.098565	-1.903879	0.0740
D(LCR)	-0.330391	0.087564	-3.773134	0.0015
D(LCR(-1))	0.175549	0.070837	2.478218	0.0240
D(LCR(-2))	0.079424	0.062378	1.273267	0.2201
D(LM2)	0.272561	0.174503	1.561927	0.1367
CointEq(-1)*	-1.233985	0.172264	-7.163347	0.0000
R-squared	0.888265	Mean dependent var	-0.001051	
Adjusted R-squared	0.796846	S.D. dependent var	0.110302	
S.E. of regression	0.049716	Akaike info criterion	-2.860691	
Sum squared resid	0.054376	Schwarz criterion	-2.066596	
Log likelihood	77.64416	Hannan-Quinn criter.	-2.571525	
F-statistic	9.716399	Durbin-Watson stat	2.348388	
Prob(F-statistic)	0.000001			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews.10)

تُظهر مؤشرات الملاءمة الإحصائية لنموذج تصحيح الخطأ المشتق من منهجية ARDL مستوى مرتفعاً من الجودة التفسيرية، حيث يفسّر النموذج حوالي 88% من التقلبات في سرعة تداول النقود في الجزائر، كما يدل

عليه معامل $R\text{-squared} = 0.888$ ويُعزّز معامل $\text{Durbin-Watson} = 2.34$ الثقة في النتائج من خلال التأكيد على غياب الارتباط الذاتي للمخلفات، مما يضمن عدم تحيز المقدرات.

أما من حيث ديناميكية التعديل نحو التوازن طويل الأجل، فقد جاء معامل تصحيح الخطأ $\text{CointEq}(-1)$ -1.2339 ، وهو معنوي بدرجة عالية عند مستوى 1% مما يؤكد وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات. وتشير هذه القيمة المرتفعة نسبياً إلى سرعة كبيرة في امتصاص الصدمات، حيث يقوم النظام بتصحيح ما يعادل 123% من الاختلال خلال سنة واحدة، وهو ما يعني أن الاقتصاد النقدي يعاود التوازن في غضون $(1.23/1)$ 0.81 سنة تقريباً، أي ما يعادل 9.7 أشهر فقط. ويعكس ذلك الطبيعة الحساسة للقطاع النقدي الجزائري تجاه الصدمات السعريّة والنقدية.

كما تُظهر النتائج قصيرة الأجل أن سرعة دوران النقود تتأثر بعدد من المتغيرات الاقتصادية ذات الصلة، لا سيما معدل إعادة الخصم، التضخم، القروض للاقتصاد، وسعر الصرف، حيث جاءت معظم معاملات الفروق متسقة مع التوقعات الاقتصادية ومعنوية إحصائياً عند مستويات مقبولة. ويبرز النموذج كذلك التأثيرات المتدرجة عبر الفترات المتأخرة، مما يدل على قدرة منهجية ARDL على التقاط البنية الزمنية للعلاقات النقدية في الاقتصاد الجزائري. وسيتم تحليلها فيما يلي:

يتضح من خلال نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل المبينة في الجدول رقم (6.4) أن سرعة تداول النقود في المدى القصير تتأثر بالمتغيرات المستقلة على النحو التالي :

- يظهر تأثير فوري لمعدل الخصم TR على سرعة دوران النقود مباشرة نتيجة التقاط الأطراف المقابلة للبنك المركزي، مثل البنوك التجارية وبنك مؤسسة سوناطراك، لإشارة السياسة النقدية. هذه الأطراف، تلتقط إشارة البنك المركزي على الفور، تقوم بتعديل تعاملاتها الداخلية على الفور، مما يقلل حجم التعاملات النقدية قصيرة الأجل ويظهر كإنخفاض فوري في سرعة دوران النقود (V) ومع ذلك، ونظراً لعقم قناة سعر الفائدة وعدم انتقال تغيرات LTR إلى أسعار القروض البنكية للأفراد والشركات الصغيرة وهذا ما تم إثباته في الفصل الثاني بسبب التصاق معدلات التجزئة لفترة طويلة عند مستوى ثابت، فإن هذا الانعكاس يظل محدوداً ولا يمتد إلى الاقتصاد الحقيقي، مما يفسر اختفاء التأثير في الفترات اللاحقة. فأى أثر يظهر في النموذج ليس بسبب سعر الفائدة الذي يصل إلى الاقتصاد الحقيقي، بل بسبب انعكاسات إدارية وميكانيكية للبنك المركزي.

- تشير نتائج نموذج ARDL إلى أن التضخم (LINF) يمارس أثراً سلبياً ومعنوياً على سرعة دوران النقود (LV_2) عبر الفترات الثلاث المتأخرة، حيث يظهر أقوى تأثير في الفترة الأولى $-0.080, p < 0.01$ - $0.080, p < 0.01$ - $0.080, p < 0.01$ ثم يتراجع تدريجياً في الفترة الثانية -0.075 - 0.075 - 0.075 والثالثة -0.050 - -0.050 - -0.050 . ويعكس هذا النمط أن ارتفاع المستوى العام للأسعار يحدّ من القوة الشرائية للوحدات النقدية، ويقلص بالتالي رغبة الأفراد والمؤسسات في الإنفاق الفوري، مما يبطئ وتيرة دوران النقود داخل الاقتصاد.

وتُبرز هذه النتائج أن التضخم ليس مجرد اضطراب سعري عابر، بل يمثل عاملاً هيكلياً يحدّ من فعالية السياسة النقدية، ويضعف قدرة السلطات النقدية على تنشيط الدورة الاقتصادية. وعليه، فتحسين فعالية أدوات السياسة النقدية ينبغي أن تُرفق بإستراتيجية واضحة للحد من الضغوط التضخمية وتعزيز استقرار قيمة العملة، وإلا ستظل السيولة المتدفقة داخل النظام المالي عاجزة عن تحويل نفسها إلى نشاط اقتصادي فعلي.

- أظهرت نتائج ديناميكية الأجل القصير لسرعة دوران النقود أن صدمات سعر الصرف **TC** لا تنتقل بصورة فورية إلى سلوك التداول النقدي، حيث لم يكن للتغير الحالي **D(LTC)** في سعر الصرف أثر معنوي على سرعة دوران النقود. غير أن التغيرات المتأخرة في سعر الصرف خلال الفترة السابقة **D(LTC(-1))** والفترة التي تسبقها **D(LTC(-2))** ظهرت ذات تأثير سالب ودال إحصائياً، ما يشير إلى أن تدهور قيمة العملة (ارتفاع سعر الصرف) يؤدي بعد فترة زمنية إلى انخفاض ملموس في سرعة دوران النقود.

ويمكن تفسير هذا السلوك بأن صدمات سعر الصرف تولّد حالة من عدم اليقين المالي وتراجع القدرة الشرائية، وهو ما يعزّز الطلب الاحتياطي على النقود ويقلّص حجم المعاملات الجارية، مما ينعكس في تباطؤ دوران الكتلة النقدية. كما أن التدهور في قيمة العملة غالباً ما يستدعي ردود فعل انكماشية من قبل السلطات النقدية، وهو ما يزيد من انكماش النشاط الاقتصادي ويُضعف من سرعة انتقال النقود داخل الاقتصاد. وتشير هذه النتائج إلى أن سرعة دوران النقود تستجيب بشكل تدريجي وغير فوري لصدمة سعر الصرف، مع امتداد تأثيرها السلبي على مدى فترتين زمنيةتين على الأقل.

عطفاً على ذلك فإن ارتفاع سعر الصرف يؤدي إلى انخفاض قيمة الدينار الجزائري ينعكس بشكل مباشر على سلوك الأفراد في التعامل مع العملة المحلية في الاقتصاد، حيث يتجه الأفراد والشركات إلى الاحتفاظ بالنقد

الأجنبي، لا سيما اليورو والدولار، كأداة احتياطية لتجنب فقدان القوة الشرائية. وتزداد حدة هذا التحول في ظل وجود سوق سوداء علنية وواسعة للعملة الصعبة ذات معاملات معتبرة، ما يجعل الحصول على النقد الأجنبي أكثر سهولة وموثوقية، ويحفز الأفراد على تحويل طلباتهم النقدية بعيداً عن الدينار. هذا التوجه يؤدي إلى انخفاض سرعة دوران النقود المحلية (V)، ويضعف قدرة البنك المركزي على التأثير في النشاط الاقتصادي اليومي عبر أدواته التقليدية، كما يعكس أن انخفاض قيمة العملة المحلية لا يؤثر فقط على أسعار الصرف بل يمتد إلى سلوك السيولة وممارسات الاحتفاظ بالعملة الأجنبية، مما يزيد من تعقيد إدارة السياسة النقدية في الجزائر. وتعد هذه النتيجة من بين أقوى النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسة.

- تشير نتائج النموذج إلى أن التغيرات الفورية في القروض المقدمة للاقتصاد ($D(LCR)$) تؤثر سلباً ومعنوياً على سرعة دوران النقود، حيث جاء المعامل ($p = 0.0015$) -0.330 ، مما يدل على أن زيادة القروض في الفترة الحالية تميل إلى تقليل سرعة دوران النقود على المدى القصير. هذا التأثير السلبي يمكن تفسيره بأن توسع الائتمان غالباً ما يركز على تمويل الأصول طويلة الأجل أو المشاريع الاستثمارية، دون أن ينتقل بشكل فوري إلى المعاملات النقدية اليومية، مما يقلل حجم التعاملات النقدية القصيرة الأجل.
- تُشير نتائج النموذج إلى أن التغيرات الفورية في الكتلة النقدية ($LM2$) لها تأثير إيجابي على سرعة دوران النقود LV_2 ، حيث جاء المعامل 0.273 ، إلا أن القيمة الاحتمالية $p = 0.137$ تجعل هذا التأثير غير معنوي إحصائياً عند مستويات الدلالة التقليدية (1%، 5% أو 10%). هذا يعني أنه لا يمكن تأكيد وجود تأثير مباشر للزيادة في الكتلة النقدية على سرعة دوران النقود ضمن البيانات المتاحة، وقد يرجع ذلك إلى عدة أسباب أهمها أن الفصل السابق من هذه الدراسة أثبت أن النظام المصرفي الجزائري يعاني من عجز طويل الأمد في تصريف فائض السيولة المصرفية الذي تراكم خلال فترات من الوفرة الاقتصادية، حيث بقيت هذه الفوائض خامدة ومحجوزة داخل النظام المصرفي دون أن تنتقل بشكل فعال إلى الاقتصاد الحقيقي. هذا الجمود النقدي يعكس ضعف آليات القنوات التقليدية للسياسة النقدية، خصوصاً قناة سعر الفائدة، كما يدل على محدودية قدرة البنوك على توجيه التمويل نحو القطاعات المنتجة وضعف الوساطة المصرفية.

4- تقدير وتحليل علاقة التكامل المشترك في الأجل الطويل:

لقد أكدت النتائج السابقة على وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، وسنقوم بتقدير العلاقة التوازنية طويلة الأجل للنموذج، ونتائج التقدير موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (7.4): نتائج تقدير معاملات الأجل الطويل

Levels Equation				
Case 3: Unrestricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LTR	0.180370	0.131245	1.374294	0.1872
LINF	0.113773	0.039920	2.849998	0.0111
LTC	0.321942	0.119185	2.701191	0.0151
LCR	-0.216821	0.067269	-3.223185	0.0050
LM2	-0.036838	0.077853	-0.473172	0.6421
EC = LV2 - (0.1804*LTR + 0.1138*LINF + 0.3219*LTC - 0.2168*LCR - 0.0368 *LM2)				

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (10Eviews)

يظهر الجدول رقم (4-7) نتائج تقدير العلاقة الطويلة الأجل، ويمكن تفسير معاملات النموذج الأول كما يلي:

- أظهرت نتائج نموذج ARDL على المدى الطويل أن معدل الخصم (LTR) لا يؤثر بشكل معنوي على سرعة دوران النقود في الجزائر، حيث بلغ المعامل 0.025 مع قيمة $p = 0.885$ ويعزى ذلك إلى عقم قناة سعر الفائدة في الاقتصاد الجزائري، إذ أن تغييرات معدل الخصم لدى البنك المركزي لا تُترجم مباشرة إلى أسعار الفائدة البنكية ولا تصل إشارات السياسة النقدية بشكل فعال إلى الأفراد والشركات. ومن خلال تحليل الأجل القصير استنتجنا أن تأثير البنك المركزي يطال الأطراف المناظرة له وهذا كان متوقعا من نتائج الفصل الثالث (ويتمشى تماما مع توصيات خبراء بنك إنجلترا 2006) ونتيجة لذلك، فإن التغيرات في LTR لا تؤثر سرعة دوران النقود على المدى الطويل، رغم أهميته النظرية كأداة لتوجيه الاقتصاد الحقيقي. ومن خلال نتائج تحليل الفصل الثاني، تأكد أيضاً أن معدلات الفائدة في الجزائر تعاني من الالتصاق الطويل، أي أن أسعار الفائدة للتجزئة لا تتكيف إطلاقاً مع تغييرات السياسة النقدية، مما يقلل فعالية أدوات البنك المركزي ويعطى تأثيرها على النشاط الاقتصادي الحقيقي وسلوك السيولة النقدية.

- التضخم (LINF) له تأثير إيجابي ومعنوي على سرعة دوران النقود في الأجل الطويل عند مستوى معنوي 1%، إذ أن زيادة التضخم ب 1% ستؤدي إلى زيادة سرعة دوران النقود ب 0.11% الصدمة الأولية

والتأثير السلبي فور ارتفاع التضخم، تقل القوة الشرائية للنقد، ويزداد الاحتفاظ بالسيولة، مما يبطئ سرعة دوران النقود (العلاقة العكسية قصيرة الأجل)، لكن في الأجل الطويل تكيف الوحدات الاقتصادية :بعد الصدمة الأولى، تبدأ الأفراد والشركات في تعديل سلوكهم المالي؛ فهم إما ينفقون النقد المتراكم أو يحولون الأرصدة إلى أصول سائلة قابلة للتداول، مما يؤدي تدريجياً إلى انعكاس العلاقة من سلبية في الأجل القصير إلى طردية في الأجل الطويل، إذ يظهر أثر طردي في الفترات التالية، هذا بفضل سرعة تصحيح النظام نحو التوازن: $(CointEq = -1.234)$ هذا المعامل يوضح أن أي انحراف عن التوازن طويل الأجل يتم معالجته بسرعة نسبية (حوالي 9.7 أشهر)، وهو ما يسهل عودة سرعة دوران النقود إلى مستويات تتوافق مع ديناميكيات الاقتصاد، ويعطي الوقت للانعكاسات الإيجابية للتكيف أن تظهر إحصائياً. هذا لإضافة إلى جهود كل من البنك المركزي والدولة في محاربة التضخم.

وبهذا الخصوص تدخل الدولة المباشر في ضبط الأسعار يعزز تفسير النتائج التي أظهرها نموذج $ARDL$ فقد لوحظ أنه مع كل ارتفاع في التضخم، تقوم الدولة بـ تسقيف أسعار العديد من المنتجات الأساسية، كما يشهد الاقتصاد الجزائري خلال الفترات اللاحقة لموجات التضخم زيادات معتبرة في الأجور لتعويض فقدان القوة الشرائية. باختصار، تدخل الدولة يعمل كآلية تعديل نقدي غير مباشرة، تقلل أثر التضخم الفوري على النشاط النقدي، ويفسر ظهور تأثير إيجابي في الفترات اللاحقة بعد التكيف مع الإجراءات الحكومية.

- سعر الصرف (LTC) له تأثير إيجابي ومعنوي على العرض النقدي في الأجل الطويل عند مستوى معنوية 1%، إذ أن زيادة سعر الصرف بـ 1% ستؤدي إلى زيادة سرعة دوران النقود بـ 0.32%؛ في الأجل الطويل، الاقتصاد وفاعليه يتكيفون تدريجياً مع هذه الشروط الجديدة. مع استقرار الأسعار وسعر الصرف وتعود الأسواق على هذه الظروف، يبدأ سلوك الأفراد في الرجوع إلى أنماط إنفاق طبيعية، ويتحسن استخدام النقود في عمليات التداول الاقتصادي. عندها يترسخ التأثير الإيجابي المتوقع، حيث يرتبط تحسن الاستقرار الاقتصادي بانخفاض تراكم النقد وتزداد سرعة دوران النقود، وتظهر العلاقة الطردية المعتادة بين هذه المتغيرات.

هذا النموذج يعكس بشكل واقعي ديناميكية الاقتصاد والقدرة على التكيف مع الضغوط النقدية، ويوضح كيف يمكن لتأثيرات الصدمات أن تختلف في الأطر الزمنية المختلفة، مما يجعل نموذج $ARDL$ أداة قوية ومرونة لتحليل العلاقات الاقتصادية مع الأخذ بعين الاعتبار الفروق الزمنية في السلوك والتأثير. هذا بالإضافة

إلى التصحيح السريع للنظام نحو التوازن (حوالي 9.7 أشهر) يعزز تحول أي انحراف عن التوازن طويل الأجل، مما يسمح للعلاقة الإيجابية بالظهور.

- التضخم (LINF) له تأثير إيجابي ومعنوي على سرعة دوران النقود في الأجل الطويل عند مستوى معنوي 1%، إذ أن زيادة التضخم ب 1% ستؤدي إلى زيادة سرعة دوران النقود ب 0.11% الصدمة الأولية والتأثير السلبي فور ارتفاع التضخم، تقل القوة الشرائية للنقد، ويزداد الاحتفاظ بالسيولة، مما يبطئ سرعة دوران النقود (العلاقة العكسية قصيرة الأجل)، لكن في الأجل الطويل تكيف الوحدات الاقتصادية: بعد الصدمة الأولى، تبدأ الأفراد والشركات في تعديل سلوكهم المالي؛ فهم إما ينفقون النقد المتراكم أو يحولون الأرصدة إلى أصول سائلة قابلة للتداول، مما يؤدي تدريجياً إلى انعكاس العلاقة من سلبية في الأجل القصير إلى طردية في الأجل الطويل، إذ يظهر أثر طردي في الفترات التالية، هذا بفضل سرعة تصحيح النظام نحو التوازن (CointEq = -1.234) هذا المعامل يوضح أن أي انحراف عن التوازن طويل الأجل يتم معالجته بسرعة نسبية (حوالي 9.7 أشهر)، وهو ما يسهل عودة سرعة دوران النقود إلى مستويات تتوافق مع ديناميكيات الاقتصاد، ويعطي الوقت للانعكاسات الإيجابية للتكيف أن تظهر إحصائياً. هذا لإضافة إلى جهود كل من البنك المركزي والدولة في محاربة التضخم.

وبهذا الخصوص تدخل الدولة المباشر في ضبط الأسعار يعزز تفسير النتائج التي أظهرها نموذج ARDL فقد لوحظ أنه مع كل ارتفاع في التضخم، تقوم الدولة ب تسقيف أسعار العديد من المنتجات الأساسية، كما يشهد الاقتصاد الجزائري خلال الفترات اللاحقة لموجات التضخم زيادات معتبرة في الأجور لتعويض فقدان القوة الشرائية. باختصار، تدخل الدولة يعمل ك آلية تعديل نقدي غير مباشرة، تقلل أثر التضخم الفوري على النشاط النقدي، ويفسر ظهور تأثير إيجابي في الفترات اللاحقة بعد التكيف مع الإجراءات الحكومية.

- القروض المقدمة للاقتصاد (CR) لها تأثير سلبي ومعنوي على سرعة دوران النقود في الأجل الطويل عند مستوى معنوي 1%، إذ أن زيادة التضخم ب 1% ستؤدي إلى انخفاض سرعة دوران النقود ب 0.21% في الأجل الطويل، ظهرت القروض الممنوحة للاقتصاد بتأثير سلبي أو محدود على سرعة دوران النقود في الأجل الطويل، وذلك رغم أن الهدف من هذه القروض هو تحفيز النشاط الاقتصادي.

يمكن تفسير ذلك بارتفاع حجم القروض المتعثرة، التي تظهر ارقامها تقارير بنك الجزائر، هذه القروض التي لا يتم تسديدها في وقتها، تؤدي إلى تراكم الديون داخل النظام المصرفي، وبالتالي لم تُستخدم هذه الأموال في تداول نقدي فعال داخل الاقتصاد، وأكبر مثال على ذلك مسح ديون أونساج في إطار الحملات الانتخابية

في فترات معينة، كما شهدت فترات من التاريخ الاقتصادي الجزائري توجيه مبالغ ضخمة من القروض بشكل سياسي، دون دراسة جدوى اقتصادية حقيقية، مما أدى إلى ارتباك كبير في قنوات الإقراض. وقد ظهر أثر هذا الانحراف للعلن من خلال قضايا فساد ومحكمة وزراء وشخصيات سياسية متهمه بالاختلاس من النظام السابق، ما أدى إلى فقدان جزء كبير من السيولة الممنوحة واحتجازها، دون أن تتحرك في الاقتصاد الحقيقي. والنتيجة أن جزءًا كبيرًا من النقد ظل خامدًا، مما حد من قدرة القروض على زيادة سرعة دوران النقود على المدى الطويل، رغم أهدافها المعلنة لتحفيز الاقتصاد. هذا إضافة إلى تمويل مشاريع ضخمة طويلة الأجل، مثل السكنات، البنية التحتية، وبسبب طول فترة تنفيذ هذه المشاريع، بقيت القروض الممنوحة محجوزة داخل النظام المصرفي لفترة طويلة، مما حد من تأثيرها على النشاط النقدي وسرعة دوران النقود في الأجل الطويل.

- أظهرت نتائج نموذج $ARDL$ ، معامل $(p = 0.6421)$ $LM2 = -0.0368$ يشير إلى أن التغيرات في عرض النقود $M2$ ليس لها تأثير معنوي على سرعة دوران النقود (LV_2) في الأجل الطويل. في بعض الاقتصادات مثل الجزائر، لا تؤدي زيادة السيولة المصرفية بالضرورة إلى تحفيز النشاط الاقتصادي الحقيقي بسبب ما يُعرف بـ "إفراط السيولة" أو $Liquidity Trap$ ، حيث يتوفر فائض النقود في الاقتصاد لا يقابله طلب كافٍ على السلع والخدمات، خصوصًا مع توجه البنك المركزي إلى طبع كميات كبيرة من النقد كما حدث في سنة 2017، هذا ما يقلل فعالية السيولة على النمو الحقيقي، وهذا يؤدي إلى ارتفاع التضخم دون زيادة ملموسة في الإنتاجية أو الناتج المحلي. علاوة على ذلك، يمكن أن يضعف تأثير السيولة على النشاط الاقتصادي بسبب ضعف الثقة في الاقتصاد، إذ قد تمتنع البنوك عن الإقراض نتيجة مخاطر ائتمانية مرتفعة، أو يتردد المستثمرون في توظيف السيولة المتاحة في مشاريع إنتاجية، مما يوقف تحويل السيولة إلى النشاط الاقتصادي الفعلي ويحد من قدرتها على تعزيز النمو. بالتالي، يظهر أن زيادة السيولة وحدها ليست كافية لتحقيق أثر اقتصادي إيجابي، وإنما يعتمد تأثيرها على توافر بيئة استثمارية مواتية وثقة المؤسسات الاقتصادية في استدامة النشاط الاقتصادي.

كما تلعب القنوات الائتمانية دورًا محوريًا في نقل السيولة إلى الاستثمارات الحقيقية، ففعالية هذه القنوات تحدد مدى قدرة النظام المصرفي على تحويل السيولة المتوفرة إلى دعم ملموس للنشاط الاقتصادي. إضافة إلى ذلك، تؤثر توقعات التضخم وسلوك الأسر في سياسات الادخار والاستهلاك، مما يؤثر بالتالي على كيفية تأثير زيادة السيولة في الاقتصاد. الاستخدام المتكامل للسياسة النقدية مع تعزيز القنوات التمويلية والثقة الاقتصادية هو ما يضمن تحقيق أثر إيجابي حقيقي على النمو الاقتصادي.

هذه العوامل مجتمعة تفسر لماذا لا تؤدي زيادة السيولة المصرفية دائماً إلى زيادة النشاط الاقتصادي، وتشير إلى أهمية استراتيجيات شاملة تتجاوز مجرد ضخ السيولة لتعزيز التنمية الاقتصادية الحقيقية.

المطلب الثالث: الاختبارات التشخيصية

سنقوم في هذا المطلب بتطبيق أهم الاختبارات التشخيصية لنماذج الدراسة المقدرة، والتي تتمثل أساساً في كل من اختبار الاستقرار الهيكلي لمعاملات النموذج، واختبارات قياسية أخرى للتحقق من مدى وجود بعض المشاكل القياسية التي تؤثر على قوة وجودة النماذج المقدرة.

1- اختبار الاستقرار الهيكلي لمعاملات النموذج

يتم استخدام اختبار الاستقرار الهيكلي لمعاملات النموذج للتحقق من مدى وجود أي تغيرات هيكلية في النموذج، ويتم التحقق من ذلك باستخدام اختبارين أساسيين:

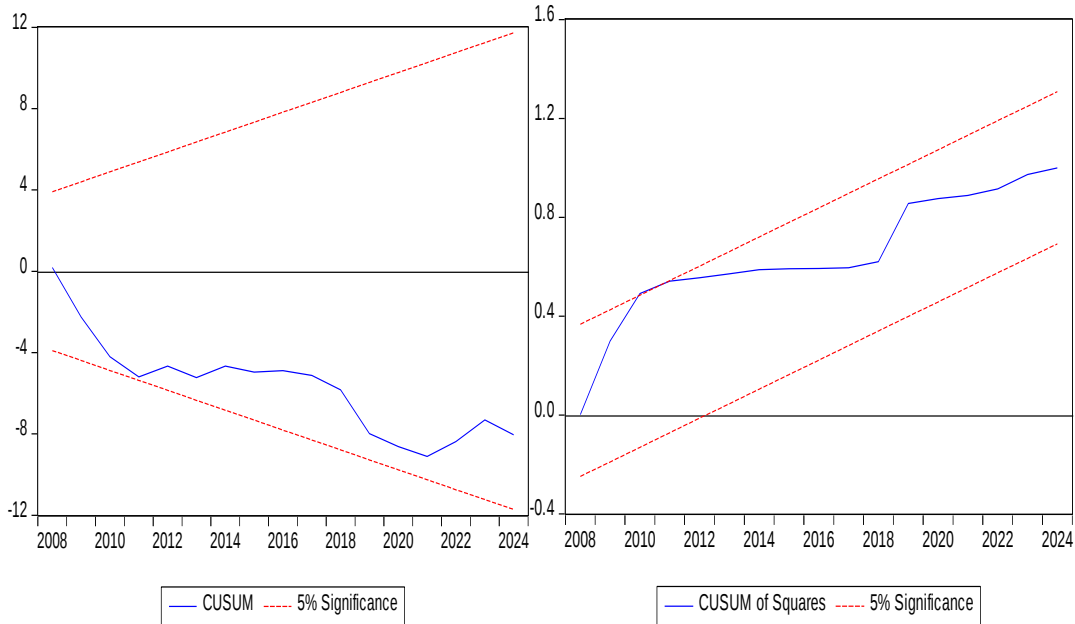
✓ اختبار المجموع التراكمي للبواقي (*CUSUM TEST*).

✓ اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي (*CUSUM of Squares*).

إذا وقع كامل الرسم البياني داخل إطار الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%؛ فهذا يدل على الاستقرار الهيكلي لمعاملات النموذج.

يظهر من خلال الشكل رقم (3.4) أن الرسم البياني لكل من الاختبارين (*CUSUM*) و(*SUSUMSQ*) يقع داخل إطار الحدود الحرجة عند مستوى 5%، ونتيجة لذلك، نقبل فرضية العدم (H_0) التي تنص على أن جميع معاملات النموذج المقدرة مستقرة، وبالتالي ستكون معلمات الطويلة والقصيرة الأجل للنموذج كما يلي :

الشكل رقم (3.4): اختبار الاستقرار الهيكلي



المصدر: مخرجات برنامج (Eviews.10)

2- الاختبارات التشخيصية لمدى صلاحية النموذج القياسي

تهدف الاختبارات التشخيصية للتحقق من مدى وجود بعض المشاكل القياسية التي تؤثر على قوة وجودة النموذج، وتمثل هذه الاختبارات أساسا في كل من اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء (Autocorrelation)، اختبار اختلاف التباين (Heteroskedasticity)، اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي (Normality Test) واختبار ملائمة تحديد النموذج. ويمكن إجمال هذه الاختبارات التشخيصية في الجدول التالي:

الجدول رقم (8.4): نتائج الاختبارات التشخيصية (Diagnostics Tests)

الاختبار	النتيجة
----------	---------

Serial Correlation (LM test)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.868947	Prob. F(2,15)	0.4395
Obs*R-squared	4.257024	Prob. Chi-Square(2)	0.1190

Heteroskedasticity (Breusch-Pagan-Godfrey)

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.586514	Prob. F(23,17)	0.8842
Obs*R-squared	18.13992	Prob. Chi-Square(23)	0.7499
Scaled explained SS	3.175068	Prob. Chi-Square(23)	1.0000

Ramsey RESET Test

Ramsey RESET Test

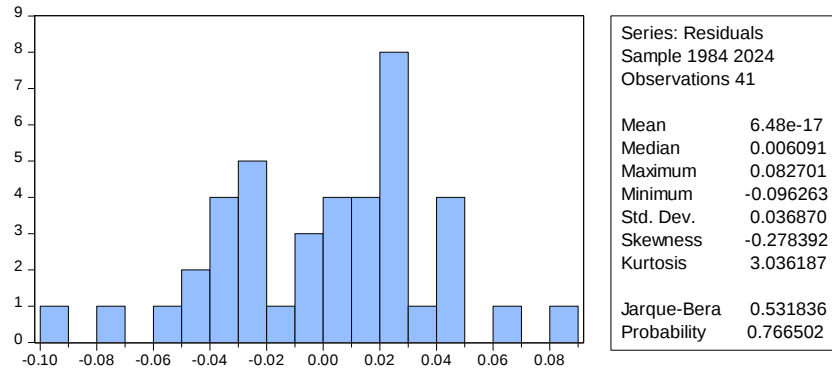
Equation: EQ100

Specification: LV2 LV2(-1) LV2(-2) LTR LTR(-1) LTR(-2) LTR(-3) LTR(-4)
LINF LINF(-1) LINF(-2) LINF(-3) LINF(-4) LTC LTC(-1) LTC(-2) LTC(-3)
LTC(-4) LCR LCR(-1) LCR(-2) LCR(-3) LM2 LM2(-1) C

Omitted Variables: Squares of fitted values

	Value	df	Probability
t-statistic	0.205771	16	0.8396
F-statistic	0.042342	(1, 16)	0.8396

Normality(Jarque-Bera)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews.10)

1-2- اختبار وجود مشكلة الارتباط الذاتي:

نلاحظ من خلال نتائج اختبار (LM test) الموضحة في الجدول رقم (8.4) أن قيمة الاحتمال لكلا

النموذجين أكبر من 0.05 ونتيجة لذلك، نقبل فرض العدم (H_0) الذي ينص على عدم وجود ارتباط ذاتي ما

بين البواقي، وبالتالي فإن النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي.

2-2- اختبار مشكلة اختلاف التباين:

نلاحظ من نتائج اختبار (Breusch-Pagan-Godfrey) الموضحة في الجدول رقم (8.4) أن قيمة الاحتمال لكلا النموذجين أكبر من 0.05 ونتيجة لذلك، نقبل فرض العدم (H_0) الذي ينص على عدم وجود مشكلة اختلاف التباين، وبالتالي فإن النموذج لا يعاني من مشكلة عدم ثبات تجانس التباين.

2-3- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

نلاحظ من خلال الجدول رقم (8.4) أن قيمة الاحتمال لاختبار (Jarque-Bera) بلغت 0.0004 بالنسبة للنموذج الأول و 0.6053 بالنسبة للنموذج الثاني، ونتيجة لذلك، نقبل فرض العدم (H_0) الذي ينص على أن البواقي موزعة توزيعاً طبيعياً .

2-4- اختبار مدى ملائمة تحديد النموذج:

يشير اختبار (Ramsey RESET) الموضح في الجدول رقم (8.4) إلى أن النموذج لا يعاني من مشكلة عدم ملائمة الشكل الدالي، حيث بلغت قيمة الاحتمال 0.7633 للنموذج وهي قيم أكبر من 0.05 من أجل فرضية العدم (H_0): لا تعاني الدالة من مشكلة عدم التحديد.

خلاصة الفصل الرابع:

كشف هذا الفصل، من خلال التحليل النظري والاقتصاد القياسي باستخدام منهجية ARDL ، أن ديناميكيات السياسة النقدية في الجزائر تتسم بدرجة عالية من التعقيد مقارنة بالاقتصادات المتقدمة، وأن مسار انتقال أثر الأدوات النقدية نحو السوق النقدية والاقتصاد الحقيقي يتشكل تحت تأثير شبكة من العوامل البنوية والمؤسسية. فقد أبرزت النتائج أن بعض المتغيرات النقدية التقليدية، مثل معدل الخصم وسعر الصرف والائتمان الممنوح، لا تنتقل آثارها بالقدر أو بالاتجاه الذي تفترضه النماذج المعيارية، وهو ما يعود في جوهره إلى هشاشة قناة سعر الفائدة، وتاريخ طويل من التشوهات الهيكلية في النظام المصرفي، واتساع نطاق التدخل الحكومي المباشر في الأسعار والتمويل.

أظهرت الدراسة وجود فروق واضحة بين الأجلين القصير والطويل؛ حيث تتبدل علاقة بعض المتغيرات بسرعة دوران النقود من عكسية إلى طردية بفعل آليات التكيف الميكلي، وسرعة التصحيح العالية نحو التوازن، وانخراط الدولة في سياسات مستمرة لضبط الأسعار ودعم القدرة الشرائية. كما كشفت النتائج أن الاقتصاد الجزائري عرف خلال العقدين الماضيين نمطاً من الإقراض الموجّه والمسيّس، مع ارتفاع حجم القروض المتعثرة، وتوجيه تمويلات

ضخمة لمشاريع طويلة الأجل، ما حدّ من القدرة الفعلية للقطاع المصرفي على تحريك السيولة وتنشيط التداول النقدي.

وتبرز هذه الخلاصات أن فعالية السياسة النقدية ليست رهن أدوات البنك المركزي فحسب، بل رهن درجة تطور البنية المصرفية، ومرونة الأسواق، وقدرتها على نقل الإشارات النقدية دون تشوه أو تأخير. كما تشير النتائج إلى أنّ بناء قنوات انتقال فعّالة يستلزم إعادة هيكلة النظام المصرفي، وتعزيز استقلالية الأسعار، وتطوير آليات إدارة السيولة بما يضمن أن يتحول عرض النقود الواسع إلى حركة نقدية حقيقية داخل الاقتصاد، لا إلى سيولة حامدة داخل الجهاز المصرفي.

الخاتمة

الـخاتمة :

إن المتأمل للإصلاحات الاقتصادية الكبرى التي شهدتها الجزائر منذ أواخر الثمانينات، يدرك مدى التحولات الهيكلية التي اعتمدتها الدولة للانتقال من الاقتصاد موجه إلى اقتصاد السوق. فقد جاءت هذه الإصلاحات استجابةً للآزمات البنيوية والمالية التي عرفتھا الجزائر، وعلى رأسها أزمة النفط لسنة 1986، ومن أبرز هذه الإصلاحات إقامة نظام نقدي من مستويين ومنح استقلالية واسعة لبنك الجزائر فضلا عن التأسيس لنظام تمويلات جديدة تكون وفقا لآليات السوق. وهنا كانت ولادة السوق النقدية الجزائرية التي كان يعول عليها أن تكون أداة تمويلية مهمة وفعالة للنشاط الاقتصادي.

إدراكا من بنك الجزائر بأهمية التكيف مع التحولات الاقتصادية والمالية المحلية والدولية، وبدافع الإقلاع الاقتصادي وتمويل التنمية، فقد تبنت السلطة النقدية الجزائرية إصلاحات متعددة، بدءا من قانون النقد والإئتمان 10/90، تابع بنك الجزائر هذه الإصلاحات بشكل تدريجي وفق ما فرضته المتغيرات الاقتصادية والمالية والبيئة المحيطة، من خلال قوانين لاحقة على غرار الأمر 03-11، مرورا بالأمر 04-10، وصولا للقانون 23-09 استجابة للمستجدات التي فرضتها جائحة كورونا ومتطلبات عصرة وسائل الدفع، وكذا متطلبات حوكمة بنك الجزائر.

رغم كل مساعي الإصلاح، إلا أنّ السوق النقدية الجزائرية ما تزال بعيدة عن تلبية متطلبات التنمية الاقتصادية. فالممارسات العملية تُظهر محدودية دورها في تعبئة الموارد قصيرة الأجل وتوجيهها نحو القطاعات الإنتاجية، إذ تبقى رهينة تدخلات البنك المركزي أكثر من كونها فضاءً لتفاعل قوى العرض والطلب على الأموال. كما أن غياب العمق المالي وضعف تنوع الأدوات المتداولة، خاصة أدوات الدين القصيرة الأجل والسندات القابلة للتفاوض، يقلص من قدرتها على لعب دورها كآلية فعالة لنقل السياسة النقدية وتمويل الدورة الاقتصادية. وبذلك، تظل السوق النقدية الجزائرية في وضع وظيفي ناقص، لا يرقى إلى مستوى الأسواق النقدية في الاقتصادات الأكثر تطورا، من حيث المساهمة في دعم النمو والتنمية.

وبدافع البحث عن السبل الممكنة لتفعيل السوق النقدية الجزائرية، جاءت هذه الدراسة بعنوان " نحو تفعيل أداء السوق النقدية في الجزائر " للإجابة على الإشكالية التالية : في ظل التطورات الحديثة وتحت قيد المعوقات الداخلية؛ ما هي سبل تفعيل أداء السوق النقدية الجزائرية بما يستجيب لمتطلبات التنمية؟

وحى تتضح معالم هذه الدراسة، فقد هدفت إلى التعرف على مختلف التطورات التي عرفتها السوق النقدية الجزائرية منذ نشأتها مروراً بالأزمة المالية العالمية (2008) وأزمة النفط لسنة 2014، ووصولاً إلى أزمة كوفيد 19، ومع تحليل طبيعة العلاقة بين البنك المركزي الجزائري والبنوك التجارية في مجال إدارة السيولة، وتقييم مدى مساهمتها في تنشيط السوق النقدية؛ وكذا محاولة تقييم مدى فعالية أداء السوق النقدية الجزائرية وتقييم مدى فعالية إجراءات السياسة النقدية فيها، لتتمكن من تشخيص العوائق والتحديات البنيوية والوظيفية التي تعيق تطور السوق النقدية الجزائرية وأسواقها الجزئية.

واستجابة لتحقيق هذه الأهداف فقد تم معالجة موضوع الدراسة من خلال أربعة فصول، درس الفصل الأول المقاربة النظرية للسوق النقدية، أما الفصل الثاني فقد حلل البنية التحتية للسوق النقدية الجزائرية وآليات تسيير السيولة، في حين الفصل الثالث بحث ميكانيزمات تفعيل وتنشيط أداء السوق النقدية الجزائرية، واستقصاء عن البنية التحتية اللازمة لأسواق نقدية فعالة، وجاء الفصل الرابع لنمذجة السوق النقدية في الجزائر.

1- نتائج اختبار الفرضيات

تتلخص نتائج اختبار فرضيات الدراسة فيما يلي:

- اختبار الفرضية الأولى : والتي مفادها " تعتبر السوق النقدية من أهم القنوات التي يستعملها البنك المركزي الجزائري لضبط السيولة البنكية وإرسال ذبذبات السياسة النقدية نحو الاقتصاد الحقيقي عبر قناة سعر الفائدة." وفقا للنصوص التنظيمية التي اعتمدتها هذه الدراسة وتحديدًا بداية من التعلية 91-08 المؤرخة في 14 أوت 1991، والمتعلق بتنظيم السوق النقدية، وحسب المادة 2 منه، " فإن بنك الجزائر يضمن سير السوق النقدية ويتخذ دور الوسيط إنتقاليا"، ثم تليها الأنظمة المعمول بها اللاحقة التي تؤكد أن بنك الجزائر يستخدم السوق النقدية وأدواتها (عمليات السوق المفتوحة، عمليات الخصم، الإحتياطات الإلزامية، الأمانات) كآليات عملية لضبط مستوى السيولة في النظام المصرفي. وعليه فبالأدلة التشريعية والتنظيمية يكون دور البنك المركزي كمنظم للسوق النقدية مقبولا وواضحا؛ إذ يتيح له هذا الدور معالجة الفائض أو العجز في السيولة على مستوى القطاع البنكي، ومن ثم تنفيذ أهدافه التشغيلية لحماية الاستقرار المالي.
- ورغم الأطر التنظيمية التي تعترف بالسوق النقدية كوسيلة لضبط السيولة، إلا أن الأدلة الميدانية والهيكلية التي توصلت إليها الدراسة تشير بوضوح إلى أن انتقال إشارات السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي عبر سعر

الفائدة لا يتم بصورة فعّالة، وعليه فإن قناة سعر الفائدة شبه معطلة أو عقيمة في نقل الذبذبات النقدية إلى القرارات الاستثمارية والانفاق في الاقتصاد الحقيقي .

وعليه فإن الفرضية صحيحة جزئيا، إذ التحليل السابق يؤكد صحة كون السياسة النقدية أداة مركزية لبنك الجزائر لضبط السيولة البنكية، في المقابل ينفي الجزء المتعلق ب انتقال السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي عبر قناة سعر الفائدة.

- اختبار الفرضية الثانية: والتي مفادها " بُنيت السوق النقدية الجزائرية على أسس تنظيمية وفقا لآليات السوق متأثرة بنماذج الدولية ولكنها بعد سنوات من تأسيسها ظلت أقرب إلى سوق ناشئة ذات طابع إداري أكثر منها من سوق مفتوحة خاضعة بالكامل لآليات العرض والطلب، مما ينعكس سلبا على فعالية قنوات انتقال السياسة النقدية " ، منذ السنوات الأولى للاستقلال، وجدت الجزائر نفسها أمام ضرورة ملحة لإعادة بناء مؤسساتها الاقتصادية والمالية من الصفر، وفي ظل فراغ تشريعي ومؤسسي خلفته مرحلة الاستعمار ولأن عملية الإصلاح كانت تقتضي وجود نموذج جاهز يُحتذى به لضمان سرعة التأسيس وفعالية الإطار القانوني، فقد كان من الطبيعي أن تتجه الجزائر نحو محاكاة المنظومة الفرنسية التي كانت الأقرب تاريخيًا، معرفيًا، ولغويًا. وهكذا، تم نسج الهيكلة القانونية للنظام المصرفي الجزائري على الأسس نفسها التي يقوم عليها النظام المصرفي الفرنسي، بعد أزمة النفط الخانقة 1986 تم تأسيس السوق النقدية في الجزائر، ولكن ذلك لم يكن ثمرة إرادة إصلاحية وطنية محضة، بل كان نتيجة إملاءات من صندوق النقد الدولي، وظلت السوق غير مكتملة من الناحية الهيكلية، وتبين من خلال الدراسة، أنه لم يتم تأسيس الأسواق المساندة الضرورية لتحقيق ديناميكية السوق، كالسوق لأجل وسوق المشتقات المالية وسوق الريبو، وهذا ما ساهم في غياب السوق الثانوية في الجزائر، هذا الغياب يحد من فعالية أداة السوق المفتوحة في الجزائر، هذا بالإضافة إلى غياب المنافسة المصرفية وتم تأكيد ذلك بحساب مؤشر هرفندال الذي كانت مستوياته مرتفعة طوال فترة الدراسة ما أكد غياب المنافسة المصرفية وهيمنة البنوك العمومية على السوق النقدية على حساب البنوك الخاصة، هذا ما شوه العمل المصرفي وعرقل سير السياسة النقدية، وبالاتماد على مصفوفة النظام المالي الجزائري وفق مؤشرات الشمول، العمق، الكفاءة والاستقرار المالي نجزم أن هذه المصفوفة تشبه مصفوفة الدول الناشئة حسب الخصائص التي اقراها صندوق النقد الدولي. عطفًا على ذلك غياب وسطاء وصناع السوق وهيئات التوظيف الجماعي، كل هذه العوامل جعلت السوق أقرب إلى سوق ناشئة ذات سلوك إداري. وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الثانية بالكامل.

- اختبار الفرضية الثالثة : التي مفادها " تُعدّ سوق الحقوق القابلة للتفاوض في الجزائر ضعيفة من حيث الحجم والتنوع، الأمر الذي يجعلها عاجزة عن أداء دورها في تمويل النشاط الاقتصادي قصير الأجل. بما يستجيب لمتطلبات التنمية" من خلال تحليل هيكل السوق النقدية الجزائرية، يتضح أن ضعف سوق سندات الحقوق القابلة للتفاوض ليس ظاهرة عرضية، بل هو مؤشر على خلل هيكلي في بنية التمويل قصير الأجل. فقد أظهرت الدراسة أن هذه السوق تُحتزل فعلياً في سوق سندات الخزينة العمومية القابلة للتفاوض، بينما تغيب تماماً السندات الصادرة عن المؤسسات الاقتصادية أو شهادات الإيداع عن البنوك التجارية، ما يؤدي إلى انكماش السوق الثانوية وانعدام التنوع في أدوات التداول.

إن هذا الوضع يعكس غياب دور القطاع الخاص والمؤسسات المنتجة في تعبئة الموارد عبر السوق المالية، حيث يبقى تمويلها محصوراً في القنوات المصرفية التقليدية، مما يحدّ من قدرة السوق النقدية بالمعنى الواسع على المساهمة في تمويل التنمية الاقتصادية. كما يترتب عن هذا الاختزال فقدان إحدى الركائز الأساسية لأي سوق نقدية فعالة، وهي تنوع الأدوات القابلة للتفاوض وتعدد الفاعلين الماليين.

اقتصادياً، فإن انحصار النشاط في أدوات الخزينة العمومية يؤدي إلى سوق نقدية ضيقة، بدل أن تكون فضاءً مفتوحاً لتخصيص الموارد بين مختلف الفاعلين. كما يُضعف هذا النمط من الهيكلة قدرة البنك المركزي على تفعيل أدوات السوق المفتوحة، لقلة الأصول الخاصة القابلة للشراء أو البيع ضمن آليات إدارة السيولة. بناءً على هذه النتائج، تُقبل الفرضية الثالثة كلياً.

- اختبار الفرضية الرابعة: والتي مفادها " قد يكون من شأن تطوير أدوات الدين القصيرة الاجل، وتعزيز الشفافية، وتوسيع قاعدة المشاركين (بنوك، مؤسسات مالية مصرفية وغير مصرفية) أن يفتح المجال أمام تفعيل السوق النقدية الجزائرية، بما يقرّبها تدريجياً من المعايير الدولية ويقوي دورها في آلية السياسة النقدية. " بعد مقارنة خصائص مصفوفة النظام المالي في الجزائر مع مجموعة من الدول حسب توصيات البنك الدولي، تبين أنّ تطوير أدوات الدين القصيرة الأجل وتوسيع قاعدة المشاركين الماليين وتعزيز الشفافية والكفاءة كلها عوامل ضرورية لتفعيل السوق النقدية ورفع كفاءتها التشغيلية. غير أنّ توصيات خبراء صندوق النقد الدولي وبنك إنجلترا، تُظهر أنّ هذه الإصلاحات، وإن كانت ضرورية، ليست كافية بمفردها لتحقيق الانسجام مع المعايير الدولية. من خلال الدراسة اتضح جلياً أن عمليات السوق المفتوحة (OMO) تعتمد في جوهرها على السوق الثانوية؛ فعندما يشتري أو يبيع البنك المركزي سندات حكومية، فهو لا يتعامل مباشرة مع الحكومة، بل مع وسطاء ماليين في سوق نشطة تُحدد فيها الأسعار بحرية. بالتالي، فعالية هذه العمليات تتطلب وجود سندات حكومية متنوعة

وقابلة للتفاوض، مؤسسات مالية تشارك بانتظام في المزادات، وسوق ثانوية تضمن سيولة كافية لإعادة بيع أو شراء تلك السندات. في السياق الجزائري مع سوق ثانوية ضعيفة، التداول الثانوي شبه معدوم، عدد المشاركين محدود مع غياب لصناع السوق، أمام هذا الوضع ومع استعمال بنك الجزائر لعمليات السوق المفتوحة، فهذا يخلق مفارقة جوهرية تتمثل في أن بنك الجزائر يمارس سياسة النقدية في سوق غير موجودة تقريبا، هذا ما يجعل عمليات السوق المفتوحة شكلية أكثر منها تشغيلية وتعمل خارج نطاق السوق الحر الذي يفترضه المفهوم الأصلي.

بالتالي، فإنّ بنك الجزائر يجد نفسه مضطراً لاستخدام أدوات ظرفية قصيرة الأمد (مثل عمليات إعادة التمويل الرئيسية والودائع لدى البنك المركزي) لمعالجة اختلالات هيكلية في السيولة ناجمة عن غياب سوق مالية عميقة وشفافة. وتُظهر هذه المفارقة أن السياسة النقدية في الجزائر ما تزال ذات طابع "إداري" أكثر منها "سوقي"، مما يفسر جزئياً محدودية فعالية أدوات السوق المفتوحة، ويجعل انتقال آثار السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي عبر قناة سعر الفائدة بطيئاً وغير متجانس. وعليه الفرضية الرابعة صحيحة جزئياً فالتحليل السابق يؤكد أن تطوير أدوات الدين القصيرة الاجل، وتعزيز الشفافية، وتوسيع قاعدة المشاركين، يفتح المجال أمام تفعيل للسوق النقدية الجزائرية، ولكن كل هذه العوامل غير كافية بمفردها، إذ تفعيل السوق النقدية المالية الجزائرية والنظام المالي ككل يقتضي إصلاحاً هيكلياً شاملاً يتجاوز مجرد تنويع الأدوات أو تعديل الأطر التنظيمية، نحو بناء سوق ثانوية نشطة لأدوات الدين العام، وتحرير آلية التسعير عبر قوى العرض والطلب، وتوسيع نطاق سوق ما بين البنوك سوق الريبو. عندها فقط يمكن للأدوات غير المباشرة أن تلعب دورها الكامل في توجيه السيولة وضبط التوازن النقدي وفق مقارنة حديثة ومنسجمة مع المعايير الدولية.

2- نتائج الدراسة :

إن دراسة هذا الموضوع من مختلف جوانبه أدت للوصول إلى جملة من النتائج، والتي يمكن عرضها فيما يلي:

- تبين أن انتقال الجزائر نحو اقتصاد السوق لم يكن نتيجة خيار استراتيجي داخلي، بل جاء استجابة لإملاءات صندوق النقد الدولي بعد أزمة النفط الخانقة. وقد أدى هذا التحول الخارجي الطابع إلى إصلاحات سطحية اقتصرت على تحرير الأسعار وسحب الدولة من مجالات الإنتاج، دون بناء الأسواق المساندة الضرورية للسوق

النقدية كالسوق لأجل، سوق المشتقات، سوق الريبو. ونتيجة لذلك، ظل الانتقال ناقصاً من الناحية المؤسسية، مما أضعف فعالية آليات السوق وحدّ من قدرة النظام المالي على دعم التنمية الاقتصادية.

- تتأثر السوق النقدية الجزائرية بشكل مباشر بتقلبات أسعار النفط، إذ يؤدي ارتفاع الأسعار إلى ضخ عائدات النفط مباشرة في النظام المصرفي، في المقابل، يؤدي انخفاض الأسعار أو الصدمات النفطية إلى تقلص السيولة، ما يحد من قدرة السوق على أداء دورها كقناة مستقرة لانتقال السياسة النقدية. وتوضح هذه الديناميكية هشاشة السوق الجزائرية اتجاه الصدمات الخارجية.

- تبقى سوق ما بين البنوك وسوق البنك المركزي عبر أدواتهما الفضاء الوحيد لإدارة سيولة النظام المصرفي، هذا أمام ضعف سوق سندات الحقوق القابلة للتفاوض، ضعف سوق الريبو، ضعف السوق المالي، ضعف السوق الثانوية، غياب السوق لأجل، غياب سوق المشتقات، والقيود تنظيمية على الأسواق الدولية .

- تعاني سوق السندات القابلة للتفاوض في الجزائر مشكلة هيكلية عميقة ، تتجلى في محدودية حجمها وضيق قاعدة أدواتها المالية، إذ تكاد تُحتزل في سوق سندات الخزينة العمومية القابلة للتداول، مع غياب شبه تام لإصدارات القطاع الخاص ولشهادات إيداع البنوك. هذا القصور البنوي يعكس غياب سوق ثانوية فعالة وضعف آليات التسعير والتمويل، ما أفقد هذه السوق دورها الطبيعي كقناة لتمويل الاقتصاد ودعم فعالية السياسة النقدية. هي وظيفتها الأساسية التي وجدت من أجلها.

- تعتمد درجة نفاذية السياسة النقدية على خصائص هيكل النظام المالي . في الجزائر يساهم ضعف هيكل النظام المالي الجزائري في تعطل قناة سعر الفائدة، إذ لا تنتقل أسعار الفائدة من أسواق الجملة إلى أسواق التجزئة، هذا ما تسبب في ثبات أسعار الإقراض المصرفي لمدة طويلة من الزمن، شكل عقبة أمام انتقال السياسة النقدية بشكل سلس.

- يُعدّ غياب صنّاع السوق أحد أبرز مظاهر القصور البنوي في السوق النقدية الجزائرية، إذ ينعكس مباشرة على محدودية السيولة وضعف التداول في سوق السندات القابلة للتفاوض. فغياب فاعلين متخصصين في توفير الأسعار الثنائية (عرض/طلب) وتسوية المعاملات يُفقد السوق عمقها. كما يؤدي هذا الغياب إلى بقاء التداولات محصورة بين عدد محدود من البنوك، ما يُعزز الطابع غير التنافسي ويُكرّس تبعية السوق للبنك المركزي كمزوّد وحيد للسيولة، بدل أن تكون السوق فضاءً حقيقياً لتفاعل العرض والطلب على الأموال قصيرة الأجل.

- تتسم البنية التفاعلية للسوق النقدية الجزائرية بضعف مؤسسي واضح على مستوى الفاعلين والمتدخلين. كما تتسم السوق بغياب صُنّاع السوق الحقيقيين وضعف دور الوسطاء الماليين، إلى جانب هيمنة البنوك العمومية على النشاط المصرفي، ضعف الحصة السوقية للبنوك الخاصة . ويُضاف إلى ذلك الغياب شبه التام لشركات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة **OPCVM**، التي تمثل ركيزة أساسية لتنشيط التداول وتوسيع قاعدة الطلب. هذا الخلل في تركيبة المتدخلين جعل السوق النقدية الجزائرية بيئة محدودة العمق، تدار إداريًا أكثر مما تُنظَّم وفق آليات السوق، مما أضعف دورها في نقل السياسة النقدية وتمويل الاقتصاد الوطني بفعالية.
- يُعاني النظام المالي الجزائري من ضعف هيكلية متجذر، يتضح من انخفاض مستويات العمق المالي، والشمول المالي، وكفاءة الأسواق، واستقرار القطاع المصرفي مما يقلل من قدرة النظام المالي على دعم التنمية وتطوير مختلف الأسواق.
- يعاني النظام المالي الجزائري عامة، والسوق النقدية خاصة، من اختلالات متعددة تشمل المشاكل الاقتصادية الكلية، ضعف النظام المصرفي، وقصور في البنى التحتية للسوق النقدية. هذه العوامل مجتمعة تحدّ من قدرة السوق على دعم التنمية الاقتصادية ونقل السياسة النقدية بفاعلية.
- أكّدت الدراسة أن قناة سعر الفائدة في الجزائر كانت غير فعّالة، حيث إن التغيرات في معدل الخصم، لم يتم التقاطها من سوق معدلات التجرئة، مما أضعف قدرة السياسة النقدية على تحفيز النشاط الاقتصادي، وهو ما أكدّه نموذج **ARDL** بوضوح من خلال عدم معنوية تأثير معدل الخصم على سرعة دوران النقود.
- من أهم نتائج الدراسة القياسية أن انخفاض قيمة العملة المحلية يدفع الأفراد والمؤسسات إلى التخلي عن الدينار واللجوء إلى الاحتفاظ بالعملية الصعبة كوسيلة احتياط، ويفقد الثقة في الدينار، ما يُصعّب من مهمة البنك المركزي.
- أظهرت الدراسة القياسية أنّ العلاقة بين السياسة النقدية والسوق النقدية في الجزائر تتسم بتعقيد كبير وتباين بين الأجل القصير والطويل، حيث تعكس النتائج واقعا مؤسسيا وهيكليا خاصا بالاقتصاد الجزائري.

3- توصيات الدراسة :

استنادا على النتائج التي تم التوصل إليها في هذه الدراسة، يمكن تقديم جملة من التوصيات والمتمثلة فيما يلي :

- ضرورة استكمال مسار الإصلاح نحو بناء أسواق نقدية فعالة، تستند إلى رؤية وطنية تراعي خصوصيات الاقتصاد الوطني، وذلك ضرورة إعادة بناء مسار التحول والارتكاز على إصلاح هيكلي نابع على أسس داخلية تراعي خصوصيات الاقتصاد الوطني من خلال استكمال البنية المؤسسية للأسواق، لا سيما سوق لاجل وسوق المشتقات وسوق الريو
- ينبغي على السلطات النقدية والاقتصادية في الجزائر تنويع مصادر السيولة خارج عائدات النفط، عبر تطوير أدوات دين قصيرة الأجل، وتعزيز سوق السندات الحكومية، وخلق قنوات تمويلية مستدامة للبنوك ترتبط بتنويع الاقتصاد الوطني خارج المحروقات، مع تقوية نسيج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودعم الابتكار والاستثمار في القطاعات الإنتاجية المختلفة. كما يُوصى بـ تعزيز آليات إدارة السيولة داخل النظام المصرفي لتكون أكثر مرونة في مواجهة تقلبات النفط، بما يضمن استقرار السوق النقدية وقدرتها على أداء دورها كقناة فعالة للسياسة النقدية، ويحد من هشاشتها تجاه الصدمات الخارجية.
- ضرورة العمل على تفعيل وتطوير مختلف الأسواق المساندة، مع تخفيف القيود على التعاملات المالية الخارجية، لتنويع أدوات تسيير السيولة.
- تنشيط سوق السندات القابلة للتفاوض عبر تشجيع إصدارات القطاع الخاص والمؤسسات الاقتصادية، وبطويع سوق ثانوية نشطة لتداول أدوات الدين، ويحول السوق من مجرد قناة للتداول أدوات الدين، إلى أداة تمويل فعالة للاقتصاد الوطني
- توسيع قاعدة الفاعلين في السوق النقدية الجزائرية من خلال تحرير نشاط الوساطة المالية وتشجيع دخول مؤسسات جديدة، مثل شركات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وصناديق الاستثمار، وشركات التأمين، إلى جانب تحفيز البنوك الخاصة على أداء دور أكثر نشاطاً في سوق ما بين البنوك. والبت في نظام يقوم على وسطاء وصناع سوق، بما يُسهم في رفع السيولة، وتحسين كفاءة التسعير، وتعزيز قدرة السوق على نقل السياسة النقدية بفاعلية أكبر نحو الاقتصاد الحقيقي.
- إصلاح النظام المصرفي من خلال التركيز على الحد من تراكم القروض المتعثرة، تحسين إجراءات الإقراض، وتعزيز الرقابة على التمويلات الممنوحة، مع زيادة توجيه الإقراض نحو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمشاريع المنتجة. يهدف ذلك إلى تقليل حبس السيولة داخل النظام المصرفي، وزيادة فعاليتها في دعم النشاط الاقتصادي الحقيقي وتحفيز الاستثمار المحلي.

- تعزيز الحوكمة ومحاربة الفساد مع ضرورة تطبيق معايير الشفافية في إدارة النظام المصرفي والتمويلات الحكومية، مع مراقبة دقيقة لمنع إساءة استخدام القروض والتمويلات، وتقليل مخاطر الفساد والإختلاس، بما يضمن أن السيولة الممنوحة تصل بالفعل إلى المشاريع المستهدفة وتؤثر إيجابياً على النشاط الاقتصادي.

4- آفاق الدراسة :

- وفي الأخير، واستكمالاً لمسار البحث العلمي في هذا الموضوع، تفتح هذه الدراسة آفاقاً لإعداد دراسات مستقبلية، وتتمثل المواضيع المقترحة في الآتي:
- دراسة مقارنة مع تجارب الاقتصاديات الصاعدة رقمياً لاستخلاص الدروس حول كيفية توظيف العملة الرقمية في تحسين كفاءة السياسة النقدية وتسريع دوران النقود.
 - دراسة أثر التحول الرقمي وإطلاق الدينار الجزائري الرقمي على السوق النقدية الجزائري.
 - دراسة كيفية التكامل بين السوق النقدية وباقي الأسواق خاصة سوق الصرف.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

قائمة المراجع باللغة العربية

الكتب :

- 1- أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2003 .
- 2- بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة الجزائر ، الطبعة الأولى 2019 .
- 3- حدة رايس، دور البنك المركزي في إعادة تحديد سيولة البنوك الإسلامية، إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر.
- 4- خالد زهدي خواجه، السلاسل الزمنية، المعهد العربي للتدريب والبحوث الإحصائية، بدون طبعة، القاهرة.
- 5- زياد رشاد الراوي، طرق التحليل الإحصائي متعدد المتغيرات، الطبعة الأولى، المعهد العربي للتدريب والبحوث الإحصائية، الأردن، 2017.
- 6- سمير مصطفى شعراوي، مقدمة في التحليل الحديث للسلاسل الزمنية، الطبعة الأولى، المملكة العربية السعودية، مطابع جامعة الملك عبد العزيز، 2005.
- 7- عادل أحمد حشيش، اقتصاديات النقود و البنوك، الدار الجامعية، بيروت، 1993.
- 8- عبد المجيد قدي، مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003.
- 9- عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2005.
- 10- محمد شينخي، طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات، الطبعة الأولى، الأردن، دار الحامد للنشر والتوزيع، 2012.
- 11- فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2006.
- 12- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية، الجزء 1، ديوان للمطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، الطبعة الثالثة، 2005.

الأطروحات:

1. بظاهر علي، إصلاحات النظام المصرفي الجزائري وآثارها على تعبئة المدخرات وتمويل التنمية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية فرع تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر 3، 2006/2005.
2. بوهريّة عباس، دور الأساليب الحديثة لإدارة المخاطر في إرساء الاستقرار المالي-دراسة حالة الجزائر، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة غرداية، الجزائر، 2018/2017.
3. عبد اللطيف مصيطفي، تمويل التنمية في بلدان العالم الثالث بين اقتصاديات الاستدانة واقتصاديات الأسواق المالية دراسة مقارنة بين الجزائر ومصر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2008/2007.

المجلات العلمية :

- 1- أحمد مهدي بلوافي ، البنوك الاسلامية والاستقرار المالي : تحليل تجريبي مناقشة نتائج ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد الدولي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز ، الاقتصاد الاسلامي ، المجلد 21، العدد 2، (17-96)، 2008.
- 2- إبراهيم العيسوي، استقلال البنك المركزي بين النظرية والتشريع والممارسة، مجلة حكامه، العدد الأول سبتمبر 2020، (9-39).
- 3- الشيخ الداوي، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، مجلة الباحث - عدد 07 / 2009 - 2010.
- 4- بوصبع سهام، ساحلي لزهري، نمذجة قياسية لتأثير العمق المالي وسعر الصرف على التضخم في الجزائر باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) للفترة 1974-2018، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 13، العدد 01، 2020.
- 5- جوادي علي ، ضيف أحمد، أثر العمق المالي على النمو الاقتصادي في الجزائر للفترة (1990-2018)، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 12 / العدد: 3 (2021)، (524-542).
- 6- حدة رايس، دور السوق النقدية في تأمين سيولة النظام المصرفي، مجلة العلوم الإنسانية- جامعة محمد خيضر بسكرة العدد التاسع، مارس 2006.
- 7- حسين أحمد حسين، أثر الفائدة السالبة والصفيرية في التضخم دراسة على منطقة اليورو للمدة 2018/2024، مجلة كلية دجلة الجامعة دراسات ادارية واقتصادية، المجلد (7) العدد(3) أيلول 2024.
- 8- دردر نصيرة، سبل تفعيل السوق النقدي الجزائري، مجلة الاصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، 2014، (79-115).

- 9- زدون جمال، محددات الإنتاجية الكلية في القطاع الصناعي في الجزائر للفترة (1980-2013)، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، العدد 01، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، 2015 .
- 10- عمرعبو، كمال قبو، دور السياسة النقدية غير التقليدية في تحفيز الاقتصاد، - عرض تجارب دولية مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، المجلد 15 العدد 1، جانفي 2019.
- 11- عبد المليك مزهودة، الأداء بين الكفاءة والفعالية مفهوم وتقييم، مجلة العلوم الإنسانية محمد خيضر بسكرة، العدد الأول، نوفمبر 2001.
- 12- علي عبد الزهرة حسن، عبد اللطيف حسين شومان، تحليل العلاقة التوازنية طويلة الأجل باستعمال اختبارات جذر الوحدة وأسلوب دمج النماذج المرتبطة ذاتيا ونماذج توزيع الإبطاء (ARDL)، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة البصرة العراق، المجلد 9، العدد 34.
- 13- نعمة إبراهيم الشيشيني رمزي، مقاصد الفائدة الصفرية وأثارها خلال الأزمات، مجلة كلية الشريعة والقانون بطنطا (703-800)، 2023.
- 14- مجدي الشوريجي، أثر الضخم على أداء القطاع المالي في دول حوض البحر الأبيض المتوسط، مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية، المجلد الثامن - العدد الثاني - يونيو 2006.
- 15- مخضار سليم، تحليل أثر الصادرات خارج المحروقات على النمو الاقتصادي في الجزائر باستخدام نموذج (ARDL)، مجلة المالية والأسواق، المجلد 7، العدد 1، 2020.
- 16- مناصر نورالدين، جمعي سميرة، قارى إبراهيم، محددات البطالة في الجزائر خلال الفترة 1980-2014 "دراسة قياسية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي بفترات الإبطاء الموزعة "ARDL"، المجلة الجزائرية للاقتصاد والإدارة، العدد 08، افريل 2016.
- 17- هلة أحمد أبو العز، تقييم أداء القطاع المالي في أفريقيا، مجلة دراسات، المجلد الحادي والعشرون، العدد الثاني أبريل 2020.

المؤتمرات والملتقيات :

- 1- أشرف محمد دويلة، نحو سوق مالية عربية، مؤتمر التجارة العربية البيئية والتكامل الاقتصادي، الجامعة الأردنية، عمان، 20 سبتمبر 2004.
- 2- محمد يسر برنيه، توسيع فرص الوصول للتمويل والخدمات المالية في الدول العربية ودور المصارف المركزية، ورقة قدمت في اجتماع الدورة السادسة والثلاثين لمجلس محافظي المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية والتي عقدت في الكويت في 1 أكتوبر 2012.

3- محمد لكصاسي، تطورات الوضعية المالية والنقدية في الجزائر، تدخل محافظ بنك الجزائر أمام مجلس الأمة، 13 جويلية 2008، ص 13.

دراسات وبحوث متخصصة :

1. أحمد أبريهي علي، المصارف والإئتمان والعمق المالي بين العراق والتجربة الدولية، البنك المركزي العراقي، جانفي 2018.
2. احمد شادلي وآخرون، العوامل المؤثرة في سرعة دوران النقود، صندوق النقد العربي العدد 2021/80 .
3. رامي يوسف عبيد، العوامل المؤثرة في صافي هامش الفائدة لدى القطاع المصرفي في الدول العربية، صندوق النقد العربي 2020.
4. سيباستيان إدواردز، محسن .س.خان، أسعار الفائدة في البلدان النامية، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي 1988، المجلد 22.
5. عبد الكريم أحمد قندوز، الأسواق المالية، سلسلة كتيبات تعريفية، العدد (21)، صندوق النقد العربي، 2021
6. فريدريك شنايدر، دومينيك إنستي، الإختباء وراء الظلال : نمو الاقتصاد الخفي، سلسلة قضايا اقتصادية، العدد 30، مارس 2002، صندوق النقد الدولي، واشنطن.
7. كورين ديليشا ولياندرو ميدينا، ما هو الاقتصاد غير الرسمي ، مجلة التمويل والتنمية الصادرة عن صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2020.
8. محمد إدريس، السياسة النقدية، سلسلة كتيبات تعريفية العدد 17، صندوق النقد العربي، 2021

التقارير :

1. تقرير بنك الجزائر 2008.
2. تقرير بنك الجزائر 2017.
3. تقرير سنوي لبنك الجزائر 2021.
4. تقرير الاستقرار المالي للدول العربية 2019، صندوق النقد العربي.
5. تقرير الاستقرار المالي لسلطة النقد الفلسطينية

1. القانون رقم 17 - 10 المؤرخ في 11 أكتوبر 2017 المتمم للأمر رقم 03 - 11 المؤرخ في 26 أوت 2003 والمتعلق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 57 ، 12 أكتوبر 2017
2. نظام رقم 09 - 02 مؤرخ في أول جمادى الثانية 1430 الموافق 26 ماي سنة 2009 المتعلق بعمليات السياسة النقدية وأدواتها وإجراءاتها.
3. النظام 08-1991 المؤرخ في 14 أوت 1991 يتضمن تنظيم السوق النقدية.
4. النظام 04-02 المؤرخ في 4 مارس 2004 .
5. النظام 20-09 المؤرخ في 28 ديسمبر 2020 المعدل والمتمم للقانون 09-02
6. التعليم رقم 28-1995 المؤرخة في 22 أبريل 1995 المتعلقة بتنظيم السوق النقدية.
7. التعليم 01-2013 المؤرخة في 15 جانفي 2013.
8. التعليم رقم 09-16 المؤرخة في 26 أكتوبر 2016 .
9. التعليم رقم 01-15 المؤرخة في 16 جويلية 2015.
10. القرار المؤرخ في 02 نوفمبر 2011 المعدل والمتمم للقرار المؤرخ في 21 جانفي 1998
11. الأمر 36/2009، المؤرخ في 11/03/2009، المتعلق بتنظيم مديرية الخزينة لبنك الفلاحة والتنمية الريفية.

قائمة المراجع باللغات الأجنبية

- 1- B. L. Roques, Le marché monétaire, Vuibert, Paris, 1992.
- 2- B.L.Roques « le marché monétaire » Vuibert, Paris, 2006.
- 3- Catherine Caballero, Le marché monétaire, Dalloz, paris, 1989.
- 4- D.plihon ,J.Couppy-Soubeyron, D.Saidane « les banques : acteurs de la globalisation financière », la documentation française, Paris, 2006.
- 5- Éric Chardoillet, Marc Salvat, Henri Tournyol du Clos L'essentiel des marchés financiers, Groupe Eyrolles, édition d'organisation, 2010.
- 6- -Frederic Mishkin et des autres, Monnaie banque et marchés financier, Nouveaux Horizons, paris.

- 7- -Georges Pauget, Jean Paul Betbeze, Les 100 mots de la banque, bibliographie thématique « Que sais-je », Léré édition, 20072013, 10^e édition.
- 8- Joël Bessis, Gestion des Risques et Gestion Actif-Passif des Banques, Dalloz, Paris, 1995,P.445.
- 9- La gestion de la trésorerie ; société interbancaire de formation ; Direction des formations diplomates ; session : Avril 2002
- 10- Lemasson, Alain, Banque, finance, économie pour tous, Paris, Gereso Éditions, 2017.
- 11- Michel Weulersse , Les nouveaux marchés financiers et leurs instruments, Publi-Union, France, 2 édition, 1987.
- 12- Noel Gauthier, LES NOUVEAUX MARCH2 FINANCIERS EL LEURS INSTRUMENTS SOURCES DE PROFITS POUR LES ENTREPRISES , PUBLI-UNION, PARIS , 2e éd.
- 13- Sophie Brana et autres, Economie monétaire et financière, Dunod, Paris, 1999, p125.

الأطروحات :

- 1- Idrissou Naima, Gestion de la trésorerie bancaire: Gestion du risque de liquidité, Mémoire de fin d'études, Ecole supérieure de banque, Banque D'Algérie, Septembre 2008.
- 2- KADOURI, la politique monétaire, FACULTE DES SCIENCES JURIDIQUES ECONOMIQUES ET SOCIALES AGADIR, forum d'étudiants.
- 3- Mukundi, Alex, 2013, The Relationship between Financial Deepening and Gross Domestic Product In Kenya: A Case Of Nse Listed Financial Institutions, School of Business, University of Nairobi.

المجلات :

- 1- Bernardus Doornik and Jon Frost, Towards liquid and resilient government debt markets in EMEs, BIS Quarterly Review, March 2024, (59-73)
- 2- Dahou, Karim and Other, Deepening African Financial Markets For Growth and Investment, Ministerial Meeting and Expert Round Table Nepad- OECD Africa Investment Initiative, 11-12 November 2009
- 3- granger, E. Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing. Econometrica (55), 198
- 4- Jose Ramon Martinez-Resano, Repo Markets DRAFT Background Note, World Bank, 2010, p6 Sherilyn Raga and Judith TysonSub-Saharan Africa's

- interbank markets: progress, barriers and policy implications, The Development and Economic Growth Research Programme (DEGRP) , February 2021
- 5- Joachim Nagel, LES CONSÉQUENCES D'UN MARCHÉ MONÉTAIRE INEFFICACE, Association d'économie financière ,« Revue d'économie financière », 2013/3 N° 111, pages 199 à 214
 - 6- Karim Djoudi, Refinancement des banques, Media Bank- N°34, Banque d'Algérie, décembre 1998 /janvier 1999
 - 7- MOHAMED CHÉRIF ILMANE, Réflexions sur la politique monétaire en Algérie : objectifs, instruments et résultats (2000-2004), Cahiers du CREAD n°75, 2006, pages 69-107
 - 8- Pesaran, M. H, Y. Shin, and R. Smith. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. Journal of Applied Econometrics
 - 9- Randall Dodd, L'ABC de l'économie : La fonction des marchés monétaires, Finances & Développement, Finances & Développement J, Juin 2012
 - 10- Ugo Panizza, La finance et le développement économique, journaleditedition
 - 11- ZAKANI Abdessamad, AMEUR Ahmed Houmame, Évaluation de la profondeur du système financier marocain : un préalable essentiel à l'adoption de la stratégie de ciblage d'inflation, African Scientific Journal , Vol : 03, Numéro 30 Juin 2025,(1010-1033)

المطبوعات والتقارير :

- 1- Blessing Gorova, Zina CIORAN: Effectiveness And Limitations Of Monetary Policy Instruments In Romania And The European Union CES Working Papers 2014 –Volume VI, Issue 4.
- 2- Bernanke, Ben S., The Federal Reserve and the Financial Crisis, Princeton University Press, 2013
- 3- Mario Dehove , INSTITUTIONS ET THÉORIE DE LA MONNAIE, Septembre 2001
- 4- MP CARLO COTTARELLI and ANGELIKI KOURELIS , Financial Structure, Bank Lending Rates, and the Transmission Mechanism of Monetary Policy. IMF Working Paper No 94/39, International Monetary Fund, 1994
- 5- Banque de France, Titres de créances négociables (NEU-CP & NEU-MTN), 2016.
- 6- Banque de France V29/07/2016, Titres de créances négociables,p3
- 7- BIS, Money market funds and the pricing of near-money assets, Working Paper No. 1096, May 2023.

- 8- BIS, Medium-term debt securities and financial stability, Working Paper No. 987, 2022
- 9- Banque centrale européenne, LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE 2004
- 10- European Central Bank, (2019). The Euro short-term rate (€STR): a new benchmark for the euro area money markets. EC
- 11- European Central Bank (ECB), The Monetary Policy of the ECB, Frankfurt, 2016
- 12- Federal Reserve Bank of New York SOFR, Secured Overnight Financing Rate
- 13- Federal Reserve Bank of New York, Open Market Operatio, 2018
- 14- Financial Stability Board (FSB), Reforming Major Interest Rate Benchmarks, Report, 2014
- 15- Financial Conduct Authority (FCA), Transition from LIBOR, Policy Statement, 2021
- 16- Fonds monétaire international, Rapport du FMI No. 14/305, Washington D.C, 11 juillet 2014
- 17- Gian Plebani et des autre, ENHANCING MONETARY POLICY TRANSMISSION IN ALGERIA, International Monetary Fund, IMF Country Report No. 25/271, September 2025
- 18- horsten Beck and Robert cull, Banking in Africa, center for the study of African economies (CSAE), Working paper No. 16,(Oxford: CSAE, August 2013
- 19- Krishnamurthy, A., & Vissing-Jorgensen, A. (2011). The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy. Brookings Papers on Economic Activity, Fall 2011
- 20- Rapport annuel de la Banque d'Algérie 2002
- 21- RA Paper No 94968, University Library of Munich, 9 July 2019
- 22- Report Development Financial Global , 2014
- 23- Simon T Gray and Nick Talbot, Developing financial markets, Handbooks in Central Banking No. 26, Bank of England, March 2007
- 24- Sonja Juko, Money Markets– Role & Preconditions for Market Development, Deutsche Bundesbank, Center for International Central Bank Dialogue Structure, 2019.
- 25- Zaki Dernaoui et des autre, COMMUNAUTE ECONOMIQUE ET MONETAIRE DE L'AFRIQUE CENTRALE (CEMAC) QUESTIONS GÉNÉRALES, Rapport du FMI No. 14/305, Octobre 2014

المراجع الإلكترونية

- 1- <https://cbo.gov.om/ar/Pages/MonetaryPolicy.aspx>
- 2- <https://www.centralbank.go.ke/rates/interbank-rates>
- 3- <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>
- 4- <https://mof.gov.ae/ar/public-finance/public-debt/fdmo-tbond>
- 5- <https://www.amf.org.ae/ar/financial-sector/financial-infrastructure>
- 6- <https://www.cmf.tn/sites/default/files/pdfs/cmf/acteurs/OPCVM%20en%20activit%C3%A9%2017072020%20.pdf>
- 7- <https://www.bank-of-algeria.dz/html/marche11.htm>
- 8- <https://www.bank-of-algeria.dz/ar>
- 9- <https://www.banque-france.fr/politique-monetaire/presentation-de-la-politique-monetaire/definition-de-la-politique-monetaire/les-instruments-de-politique-monetaire/les-operations-dopen-market#>
- 10- [:https://www.bank-of-algeria.dz/wp-content/uploads/2023/02/rapport-ba-2021ar.pdf](https://www.bank-of-algeria.dz/wp-content/uploads/2023/02/rapport-ba-2021ar.pdf)
- 11- http://www.mafhoum.com/syr/articles_02/midani/midani.htm
- 12- <https://data.albankaldawli.org/indicator/FR.INR.LNDP>
- 13- <https://www.albankaldawli.org/ar/news/press-release/2021/05/11/widespread-informality-likely-to-slow-recovery-from-covid-19-in-developing-economies>
- 14- <https://www.bis.org/publ/cgfs62.pdf>
- 15- <https://d1n7iqsz6ob2ad.cloudfront.net/document/pdf/5385b33807024.pdf>, p2
- 16- <https://afreximbank.africa-newsroom.com/press/bank-of-algeria-joins-panafrican-payment-and-settlement-system-papss-network-accelerating-financial-integration-in-africa-as-algeria->

الملاحق

الملاحق

الملحق رقم (01) : تطور الودائع الملتقطة والقروض الممنوحة وفجوة السيولة ونسبة تغير السيولة المصرفية خلال الفترة 1990-2024

الوحدة : مليار دينار

السنوات	إجمالي الودائع	إجمالي القروض	السيولة المصرفية	نسبة التغير
1990	178,4	246,976	-68,576	39,0881064
1991	223,3	325,848	-102,548	49,5391974
1992	287,024	412,269	-125,245	22,1330499
1993	369,4	220,207	149,193	-219,120923
1994	444,1	305,808	138,292	-7,30664307
1995	491,2	565,616	-74,416	-153,810777
1996	559,9	776,814	-216,914	191,48839
1997	664,7	741,203	-76,503	-64,7311838
1998	1113,6	905,857	207,743	-371,548828
1999	1252,5	1150,143	102,357	-50,7290258
2000	1441,8	993,053	448,747	338,413592
2001	1789,9	1077,699	712,201	58,7088047
2002	2127,3	1266,042	861,258	20,9290636
2003	2442,9	1379,474	1063,426	23,4735701
2004	2705,3	1534,388	1170,912	10,1075204
2005	2960,6	1778,9	1181,7	0,92133311
2006	3516,6	1904,1	1612,5	36,4559533
2007	4517,3	2203,7	2313,6	43,4790698
2008	5161,8	2614,1	2547,7	10,1184302
2009	5146,4	3085,1	2061,3	-19,0917298
2010	5819,1	3266,7	2552,4	23,8247708
2011	6733	3724,7	3008,3	17,8616204
2012	7238	4235,6	3002,4	-0,19612406
2013	7787,4	5154,5	2632,9	-12,3068212
2014	9117,5	6502,9	2614,6	-0,69505108
2015	9200,8	7275,6	1925,2	-26,367322
2016	9079,9	7907,8	1172,1	-39,1180137

الملاحق

2017	10232,2	8877,9	1354,3	15,5447487
2018	10922,7	9974	948,7	-29,9490512
2019	10639,5	10855,6	-216,1	-122,778539
2020	10756	11180,2	-424,2	96,2980102
2021	12484,9	9792,1	2692,8	-734,794908
2022	14530,4	10112,1	4418,3	64,0782828
2023	14917	10694,9	4222,1	-4,44062196
2024	16246,4	11256,5	4989,9	18,1852633
2015	9200,8	7275,6	1925,2	-26,367322
2016	9079,9	7907,8	1172,1	-39,1180137
2017	10232,2	8877,9	1354,3	15,5447487
2018	10922,7	9974	948,7	-29,9490512
2019	10639,5	10855,6	-216,1	-122,778539
2020	10756	11180,2	-424,2	96,2980102
2021	12484,9	9792,1	2692,8	-734,794908
2022	14530,4	10112,1	4418,3	64,0782828
2023	14917	10694,9	4222,1	-4,44062196
2024	16246,4	11256,5	4989,9	18,1852633

الملاحق

الملحق رقم (02) : تطور عمليات إعادة الخصم والاحتياطي الإجباري والمعدلات المرتبطة به خلال
الفترة 1990-2024

الوحدة : مليار دينار

السنوات	إعادة الخصم	الإحتياطيات	معدل حساب الاحتياطي الإجباري	معدل المكافئة في الاحتياطي الاجباري	معدل عقوبة الاحتياطي الاجباري
1990	66,325	2,98	/	/	/
1991	95,455	3,081	/	/	/
1992	78,657	5,848	/	/	/
1993	29,39	37,688	/	/	/
1994	50,686	6,889	2,5	0	1
1995	189,29	5,414	2,5	0	1
1996	259,125	12,761	2,5	0	1
1997	219,063	18,759	2,5	0	1
1998	226,3	16,4	2,5	0	1
1999	310,8	14,1	2,5	0	1
2000	170,5	63	2,5	0	1
2001	0	198,9	3	0	1
2002	0	203,9	4,25	2,5	1
2003	0	373,6	6,25	2,5	1
2004	0	280,6	6,5	1,75	3,75
2005	0	198,1	6,5	1	5
2006	0	273,6	6,5	1	5
2007	0	444,6	6,5	1	5
2008	0	370,3	8	0,75	4,75
2009	0	341,1	8	0,5	4,5
2010	0	466,5	9	0,5	4,5
2011	0	538,6	9	0,5	4,5
2012	0	718,8	11	0,5	4,5
2013	0	899,829	12	0,5	4,5
2014	0	1003,57	12	0,5	4,5

الملاحق

2015	0	1091,29	12	0,5	4,5
2016	1270,13	888,569	8	0,5	4,5
2017	1536,67	1475,54	4	0,5	4,5
2018	0	1239,21	10	0,5	4,5
2019	0	1156,69	10	0,5	4,5
2020	0	708,7	3	0,5	4,5
2021	0	260,8	2	0,5	4,5
2022	0	293,033	2	0,5	4,5
2023	0	450,55	2	0,5	4,5
2024	0	528,034	3	0,5	4,5

الملاحق

الملحق رقم (03) : تطور عمليات السوق الفتوحة في الجزائر خلال الفترة 1990-2024

الوحدة : مليار دينار

العمليات الهيكلية	عمليات الضبط الدقيق	عمليات إعادة التمويل طويلة الاجل	عمليات إعادة التمويل ل 7 أيام	تسهيله الإقراض	تسهيله الإيداع	إجمالي استرجاع السيولة	السنوات
0	0	0	0	0	0	0	1990
0	0	0	0	0	0	0	1991
0	0	0	0	0	0	0	1992
0	0	0	0	0	0	0	1993
0	0	0	0	0	0	0	1994
0	0	0	0	0	0	0	1995
0	0	0	0	0	0	0	1996
0	0	0	0	0	0	0	1997
0	0	0	0	0	0	0	1998
0	0	0	0	0	0	0	1999
0	0	0	0	0	0	0	2000
0	0	0	0	0	0	0	2001
0	0	0	0	0	0	129,7	2002
0	0	0	0	0	0	250	2003
0	0	0	0	0	0	400	2004
0	0	0	0	0	49,8	450	2005
0	0	0	0	0	456,7	450	2006
0	0	0	0	0	483,11	1100	2007
0	0	0	0	0	1400,4	1100	2008
0	0	0	0	0	1022,1	1100	2009
0	0	0	0	0	1016,7	1100	2010
0	0	0	0	0	1258,04	1100	2011
0	0	0	0	0	838,1	1350	2012
0	0	0	0	0	479,9	1350	2013
0	0	0	0	0	468,6	1350	2014
0	0	0	0	0	152,7	660	2015

الملاحق

2016	0	0	0	0	0	0	0
2017	0	0	25,03	760,8	2296,21	60,56	0
2018	378	0	74,39	0	0	0	0
2019	15	0	690,21	361,4	0	0	0
2020	0	0	0	1246,36	792,2	45,96	0
2021	0	77	28	0	0	0	0
2022	1200	226	9	0	0	0	0
2023	4100	174	99	82,09	48	155	0
2024	3800	142	18	286,63	298	0	0

الملاحق

الملحق رقم (04) : تطور معدلات الفائدة في سوق الجملة وسوق التجزئة في الجزائر خلال الفترة

2024-1994

الوحدة : %

السنوات	يوم بيوم	لأجل	معدل فائدة الإقراض	معدل إعادة الخصم	استرجاع السيولة	تسهيل الإيداع	تسهيل الإقراض	المعدل التوجيهي لبنك الجزائر
1994	19,5	19,9		14	/	/	0	0
1995	19,7	21,4	18,4166667	12	/	/	0	0
1996	18	18,7	19	11	/	/	0	0
1997	0	11,8	15,70833333	9,5	/	/	0	0
1998	0	10,4	11,5	7,5	/	/	0	0
1999	0	0	10,75	7,6	/	/	0	0
2000	0	0	10	6	/	/	0	0
2001	0	0	9,5	6	/	/	0	0
2002	0	0	8,583333333	5,5	2,75	/	0	0
2003	0	0	8,125	4,5	1,75	/	0	0
2004	0	0	8	4	0,75	/	0	0
2005	0	0	8	4	1,25	0,3	0	0
2006	0	0	8	4	1,25	0,3	0	0
2007	0	0	8	4	1,75	0,75	0	0
2008	0	0	8	4	1,25	0,75	0	0
2009	0	0	8	4	0,75	0,3	0	0
2010	0	0	8	4	0,75	0,3	0	0
2011	0	0	8	4	0,75	0,3	0	0
2012	0	0	8	4	0,75	0,3	0	0
2013	0	2,03	8	4	0,75	0,3	0	0
2014	0,34	1,38	8	4	0,75	0,3	0	0
2015	0,34	2,44	8	4	0,75	0,3	0	0
2016	2,88	2,59	8	3,5	0,75	0	0	0
2017	/	3,45	8	3,75	0	0	5,5	3,5
2018	1,72	4,34	8	3,75	3,5	0	5,5	3,5
2019	2,17	3,12	8	3,75	3,5	0	5,5	3,5
2020	1,73	2,77	8	3,75	3,31	0	5,5	3,25
2021	0	1,22	8	3,75	0	0	5	3

الملاحق

2022	0,35	1,54	8	3,75	0,5	0	5	3
2023	0,73	2,16	8	3,75	0,5			3
2024	2,1	2,28	8	3,75	0			3

الملحق رقم (05) : تطور مؤشرات فعالية النظام المالي 2004-2024

السنة	العمق	الشمول	الكفاءة	الاستقرار
2004	10,998	4,73	4,35	2,48844711
2005	11,929	4,72	6,06	3,41743149
2006	12,117	4,95	6,3	3,31099228
2007	12,990	5,06	6,3	4,57471906
2008	12,796	5,24	6,3	4,68466898
2009	16,266	5,17	6,3	4,72141694
2010	15,208	5,06	6,3	5,02219143
2011	13,716	5,18	6,3	3,06027809
2012	14,025	5,23	6,3	2,82217422
2013	16,498	5,22	6,3	2,45665833
2014	18,352	5,21	6,3	2,89709182
2015	21,712	5,26	6,3	2,80802339
2016	22,876	5,25	6,3	2,68905455
2017	24,403	5,22	6,3	3,0001809
2018	24,830	5,22	6,3	3,52493774
2019	22,9	5,3	6,3	2,24519272
2020	26,1	5,3	6,3	2,13853361
2021	22,7	5,3	6,3	2,53416994
2022	18,2	5,3	6,3	2,04758859
2023	18,9	5,3	6,3	2,04241999

الملاحق

الملحق رقم (06): جدول يبين كيفية حساب Z-Score خلال الفترة 2003-2024

السنوات	رأس المال	الاحتياطات	إجمالي الأصول	E/ 【TA】 _i : المساهمين إلى الموجودات	العائد على الموجودات ROA	ROA - ROA	(ROA - ROA _x) ²	Z-Score
2003	137,8	22	3534,4	0,045212766	0,91	-1,18	1,3924	1,34850356
2004	141,7	24,5	3893	0,042692011	1,72	-0,37	0,1369	2,48844711
2005	151,8	19,7	4209,8	0,040738277	2,38	0,29	0,0841	3,41743149
2006	161,3	23,5	5228,9	0,035342041	2,31	0,22	0,0484	3,31099228
2007	170,8	27,8	6510,8	0,030503164	3,21	1,12	1,2544	4,57471906
2008	183,9	168,7	7287,2	0,048386211	3,27	1,18	1,3924	4,68466898
2009	302	170	7327,3	0,064416634	3,28	1,19	1,4161	4,72141694
2010	318,2	220,8	7988,7	0,067470302	3,49	1,4	1,96	5,02219143
2011	369,7	240,2	9002,4	0,0677486	2,1	0,01	0,0001	3,06027809
2012	372,7	294,3	9654,4	0,06908767	1,93	-0,16	0,0256	2,82217422
2013	396,7	327,5	10320	0,070174419	1,67	-0,42	0,1764	2,45665833
2014	396,7	347,7	11976,4	0,062155573	1,99	-0,1	0,01	2,89709182
2015	449,7	414,2	12508,7	0,069063932	1,92	-0,17	0,0289	2,80802339
2016	520,7	442,7	12881	0,07479233	1,83	-0,26	0,0676	2,68905455
2017	525,7	534,2	14098,4	0,075178744	2,05	-0,04	0,0016	3,0001809
2018	634,1	558,8	15514,3	0,076890353	2,42	0,33	0,1089	3,52493774
2019	793,2	540,1	16586,9	0,080382712	1,51	-0,58	0,3364	2,24519272
2020	818,7	621,7	16979,7	0,08483071	1,43	-0,66	0,4356	2,13853361
2021	861	675,2	20460,9	0,075079786	1,72	-0,37	0,1369	2,53416994
2022	861	780,4	23312,1	0,070409787	1,38	-0,71	0,5041	2,04758859
2023	1093	785	24469,5	0,076748605	1,37	-0,72	0,5184	2,04241999
σ (ROA) الانحراف المعياري للعائد على الموجودات :					0,708350195877717			

$$H H = \sum_{i=1}^n \left(\frac{X_i}{\sum(X_i)} \right)^2$$

الملحق رقم (07) : جدول يبين كيفية حساب مؤشر هرفندال

السنة	حصة البنوك العمومية ودائع	حصة البنوك الخاصة ودائع	حصة البنوك العمومية قروض	حصة البنوك الخاصة القروض	مؤشر هرفندال للقروض	مؤشر هرفندال للودائع
2000	94,8	5,2	97,3	2,7	9474,58	9014,08
2001	92,2	7,8	95,9	4,1	9213,62	8561,68
2002	87,5	12,5	85,7	14,3	7548,98	7812,5
2003	94,4	5,6	92,7	7,3	8646,58	8942,72
2004	93,5	6,5	92,9	7,1	8680,82	8784,5
2005	93,3	6,7	92,6	7,4	8629,52	8749,78
2006	92,9	7,1	90,7	9,3	8312,98	8680,82
2007	93,1	6,9	88,5	11,5	7964,5	8715,22
2008	92,2	7,8	87,5	12,5	7812,5	8561,68
2009	90	10	87,9	12,1	7872,82	8200
2010	89,8	10,2	86,8	13,2	7708,48	8168,08
2011	89,1	10,9	85,7	14,3	7548,98	8057,62
2012	87,1	12,9	86,7	13,3	7693,78	7752,82
2013	86,6	13,4	86,5	13,5	7664,5	7679,12
2014	87,74	12,26	87,84	12,16	7863,7312	7848,6152
2015	88,3	11,7	87,51	12,49	7814,0002	7933,78
2016	87,06	12,94	87,58	12,42	7824,5128	7746,8872
2017	85,81	14,19	86,78	13,22	7705,5368	7564,7122
2018	86,24	13,76	86,59	13,41	7677,6562	7626,6752
2019	85,32	14,68	87,93	12,07	7877,3698	7495,0048
2020	84,71	15,29	88,3	11,7	7933,78	7409,5682
2021	84,61	15,39	85,46	14,54	7514,8232	7395,7042
2022	86,51	13,49	85,58	14,42	7531,8728	7665,9602

الملحق رقم (08): تحليل المركبات الأساسية (PCA)

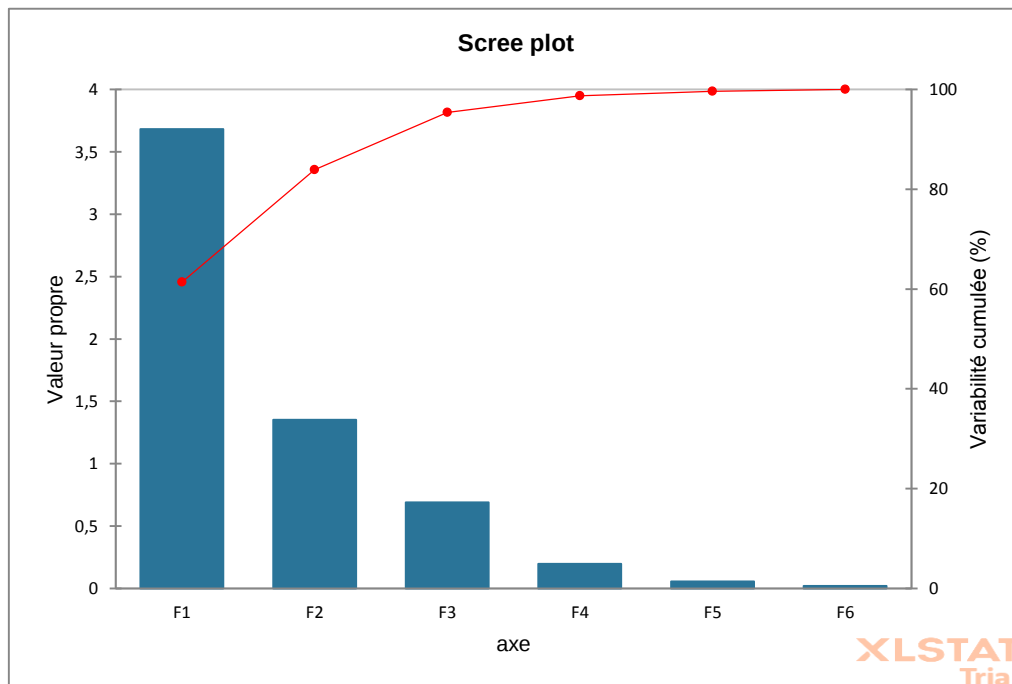
الملحق رقم (8-1): القيم الذاتية

Analyse en Composantes Principales :

Valeurs propres :

	F1	F2	F3	F4	F5	F6
Valeur propre	3,684	1,352	0,690	0,198	0,056	0,021
Variabilité (%)	61,392	22,530	11,501	3,295	0,940	0,343
% cumulé	61,392	83,922	95,422	98,718	99,657	100,000

الملحق رقم (8-2): التمثيل البياني للقيم الذاتية للمحاور



الملاحق

الملحق رقم (9): نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة باستخدام اختبار (ADF)

الملحق رقم (9-1): نتائج اختبار جذر الوحدة للمتغير LV2

Null Hypothesis: LV2 has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.362934	0.5916
Test critical values:		
1% level	-3.588509	
5% level	-2.929734	
10% level	-2.603064	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LV2)
Method: Least Squares
Date: 11/23/25 Time: 17:21
Sample (adjusted): 1981 2024
Included observations: 44 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LV2(-1)	-0.088648	0.065042	-1.362934	0.1802
C	0.036251	0.034863	1.039814	0.3044
R-squared	0.042355	Mean dependent var		-0.005748
Adjusted R-squared	0.019554	S.D. dependent var		0.109228
S.E. of regression	0.108154	Akaike info criterion		-1.566123
Sum squared resid	0.491290	Schwarz criterion		-1.485024
Log likelihood	36.45471	Hannan-Quinn criter.		-1.536048
F-statistic	1.857589	Durbin-Watson stat		1.538421
Prob(F-statistic)	0.180166			

الجدول رقم (9-2): نتائج اختبار جذر الوحدة للمتغير D(LV2)

Null Hypothesis: D(LV2) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.251054	0.0001
Test critical values:		
1% level	-3.592462	
5% level	-2.931404	
10% level	-2.603944	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LV2,2)
Method: Least Squares

الملاحق

Date: 11/23/25 Time: 17:23
Sample (adjusted): 1982 2024
Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LV2(-1))	-0.804330	0.153175	-5.251054	0.0000
C	-0.005059	0.016745	-0.302110	0.7641
R-squared	0.402102	Mean dependent var		-0.000787
Adjusted R-squared	0.387519	S.D. dependent var		0.140138
S.E. of regression	0.109674	Akaike info criterion		-1.537223
Sum squared resid	0.493159	Schwarz criterion		-1.455306
Log likelihood	35.05028	Hannan-Quinn criter.		-1.507014
F-statistic	27.57357	Durbin-Watson stat		1.893625
Prob(F-statistic)	0.000005			

الجدول رقم (9-3): نتائج اختبار جذر الوحدة للمتغير LTR

Null Hypothesis: LTR has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 9 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.808830	0.3702
Test critical values:		
1% level	-3.632900	
5% level	-2.948404	
10% level	-2.612874	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LTR)
Method: Least Squares
Date: 11/23/25 Time: 17:26
Sample (adjusted): 1990 2024
Included observations: 35 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LTR(-1)	-0.084362	0.046639	-1.808830	0.0830
D(LTR(-1))	-0.132061	0.112567	-1.173172	0.2522
D(LTR(-2))	-0.060646	0.102416	-0.592156	0.5593
D(LTR(-3))	0.182140	0.088762	2.052017	0.0512
D(LTR(-4))	0.250330	0.087517	2.860378	0.0086
D(LTR(-5))	0.078694	0.080987	0.971688	0.3409
D(LTR(-6))	0.198881	0.081069	2.453241	0.0218
D(LTR(-7))	0.061543	0.085084	0.723314	0.4765
D(LTR(-8))	-0.197756	0.082300	-2.402864	0.0244
D(LTR(-9))	-0.239804	0.084600	-2.834573	0.0092
C	0.108680	0.078791	1.379347	0.1805
R-squared	0.659378	Mean dependent var		-0.029418
Adjusted R-squared	0.517452	S.D. dependent var		0.101414
S.E. of regression	0.070448	Akaike info criterion		-2.216618
Sum squared resid	0.119109	Schwarz criterion		-1.727794
Log likelihood	49.79082	Hannan-Quinn criter.		-2.047876

الملاحق

F-statistic	4.645936	Durbin-Watson stat	2.537243
Prob(F-statistic)	0.000988		

الجدول رقم (9-4): نتائج اختبار جذر الوحدة للمتغير LTR

Null Hypothesis: D(LTR) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 8 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.551158	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.632900	
5% level	-2.948404	
10% level	-2.612874	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LTR,2)
Method: Least Squares
Date: 11/23/25 Time: 17:28
Sample (adjusted): 1990 2024
Included observations: 35 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LTR(-1))	-1.197218	0.158548	-7.551158	0.0000
D(LTR(-1),2)	0.038826	0.138139	0.281067	0.7810
D(LTR(-2),2)	-0.020370	0.134137	-0.151861	0.8805
D(LTR(-3),2)	0.137250	0.129335	1.061202	0.2987
D(LTR(-4),2)	0.347248	0.122157	2.842632	0.0088
D(LTR(-5),2)	0.386804	0.116219	3.328226	0.0027
D(LTR(-6),2)	0.546639	0.111639	4.896485	0.0000
D(LTR(-7),2)	0.556853	0.112311	4.958119	0.0000
D(LTR(-8),2)	0.289344	0.083602	3.460968	0.0019
C	-0.032135	0.012690	-2.532366	0.0180
R-squared	0.849995	Mean dependent var	-0.017455	
Adjusted R-squared	0.795993	S.D. dependent var	0.162904	
S.E. of regression	0.073579	Akaike info criterion	-2.145959	
Sum squared resid	0.135347	Schwarz criterion	-1.701574	
Log likelihood	47.55429	Hannan-Quinn criter.	-1.992558	
F-statistic	15.74012	Durbin-Watson stat	2.364734	
Prob(F-statistic)	0.000000			

الجدول رقم (9-5): نتائج اختبار جذر الوحدة للمتغير L LINF

Null Hypothesis: LINF has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
--	-------------	--------

الملاحق

Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.953183	0.0474
Test critical values:	1% level	-3.588509
	5% level	-2.929734
	10% level	-2.603064

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(LINF)
 Method: Least Squares
 Date: 11/23/25 Time: 17:30
 Sample (adjusted): 1981 2024
 Included observations: 44 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LINF(-1)	-0.343097	0.116179	-2.953183	0.0051
C	0.599333	0.233598	2.565663	0.0140
R-squared	0.171945	Mean dependent var	-0.019419	
Adjusted R-squared	0.152230	S.D. dependent var	0.744132	
S.E. of regression	0.685155	Akaike info criterion	2.126047	
Sum squared resid	19.71639	Schwarz criterion	2.207146	
Log likelihood	-44.77303	Hannan-Quinn criter.	2.156122	
F-statistic	8.721289	Durbin-Watson stat	2.172146	
Prob(F-statistic)	0.005133			

الجدول رقم (9-6): نتائج اختبار جذر الوحدة للمتغير L LINF

Null Hypothesis: D(LINF) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.657323	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.592462
	5% level	-2.931404
	10% level	-2.603944

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(LINF,2)
 Method: Least Squares
 Date: 11/23/25 Time: 17:58
 Sample (adjusted): 1982 2024
 Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LINF(-1))	-1.302872	0.150494	-8.657323	0.0000
C	-0.030056	0.110381	-0.272294	0.7868
R-squared	0.646397	Mean dependent var	-0.029420	
Adjusted R-squared	0.637773	S.D. dependent var	1.202647	
S.E. of regression	0.723817	Akaike info criterion	2.236840	
Sum squared resid	21.48037	Schwarz criterion	2.318756	

الملاحق

Log likelihood	-46.09205	Hannan-Quinn criter.	2.267048
F-statistic	74.94924	Durbin-Watson stat	1.977807
Prob(F-statistic)	0.000000		

الجدول رقم (9-7): نتائج اختبار جذر الوحدة للمتغير LTC

Null Hypothesis: LTC has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.135409	0.2323
Test critical values:		
1% level	-3.588509	
5% level	-2.929734	
10% level	-2.603064	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LTC)
Method: Least Squares
Date: 11/23/25 Time: 17:31
Sample (adjusted): 1981 2024
Included observations: 44 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LTC(-1)	-0.035768	0.016750	-2.135409	0.0386
C	0.209991	0.063833	3.289671	0.0020
R-squared	0.097938	Mean dependent var		0.080760
Adjusted R-squared	0.076460	S.D. dependent var		0.140144
S.E. of regression	0.134680	Akaike info criterion		-1.127439
Sum squared resid	0.761827	Schwarz criterion		-1.046340
Log likelihood	26.80366	Hannan-Quinn criter.		-1.097364
F-statistic	4.559970	Durbin-Watson stat		1.300827
Prob(F-statistic)	0.038604			

الجدول رقم (9-8): نتائج اختبار جذر الوحدة للمتغير LTC

Null Hypothesis: D(LTC) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.217246	0.0018
Test critical values:		
1% level	-3.592462	
5% level	-2.931404	
10% level	-2.603944	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LTC,2)
Method: Least Squares
Date: 11/23/25 Time: 17:46
Sample (adjusted): 1982 2024
Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LTC(-1))	-0.609644	0.144560	-4.217246	0.0001
C	0.047527	0.023448	2.026907	0.0492
R-squared	0.302545	Mean dependent var		-0.003040
Adjusted R-squared	0.285534	S.D. dependent var		0.156325
S.E. of regression	0.132135	Akaike info criterion		-1.164586
Sum squared resid	0.715849	Schwarz criterion		-1.082670
Log likelihood	27.03860	Hannan-Quinn criter.		-1.134378
F-statistic	17.78516	Durbin-Watson stat		2.062887
Prob(F-statistic)	0.000133			

الجدول رقم (9-9): نتائج اختبار جذر الوحدة للمتغير LCR

Null Hypothesis: LCR has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.177388	0.6754
Test critical values:		
1% level	-3.596616	
5% level	-2.933158	
10% level	-2.604867	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LCR)
Method: Least Squares
Date: 11/23/25 Time: 17:35
Sample (adjusted): 1983 2024
Included observations: 42 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LCR(-1)	-0.020382	0.017311	-1.177388	0.2464
D(LCR(-1))	-0.080099	0.147357	-0.543573	0.5899
D(LCR(-2))	-0.378004	0.146673	-2.577183	0.0140
C	0.732252	0.486301	1.505758	0.1404
R-squared	0.169653	Mean dependent var		0.109601
Adjusted R-squared	0.104099	S.D. dependent var		0.174885
S.E. of regression	0.165532	Akaike info criterion		-0.668910
Sum squared resid	1.041234	Schwarz criterion		-0.503418
Log likelihood	18.04711	Hannan-Quinn criter.		-0.608251
F-statistic	2.588001	Durbin-Watson stat		2.055434
Prob(F-statistic)	0.067114			

الملحق رقم (9-10): نتائج اختبار جذر الوحدة للمتغير L CR

Null Hypothesis: D(LCR) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.744507	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.596616	
5% level	-2.933158	
10% level	-2.604867	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(LCR,2)
Method: Least Squares
Date: 11/23/25 Time: 17:38
Sample (adjusted): 1983 2024
Included observations: 42 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LCR(-1))	-1.436922	0.213051	-6.744507	0.0000
D(LCR(-1),2)	0.365238	0.146995	2.484705	0.0174
C	0.161217	0.035712	4.514345	0.0001
R-squared	0.594607	Mean dependent var	-0.004550	
Adjusted R-squared	0.573818	S.D. dependent var	0.254815	
S.E. of regression	0.166350	Akaike info criterion	-0.680699	
Sum squared resid	1.079218	Schwarz criterion	-0.556580	
Log likelihood	17.29468	Hannan-Quinn criter.	-0.635204	
F-statistic	28.60148	Durbin-Watson stat	2.039605	
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم (9-11): نتائج اختبار جذر الوحدة للمتغير L M2

Null Hypothesis: LM2 has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.267101	0.1868
Test critical values: 1% level	-3.588509	
5% level	-2.929734	
10% level	-2.603064	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

الملاحق

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LM2)

Method: Least Squares

Date: 11/23/25 Time: 17:39

Sample (adjusted): 1981 2024

Included observations: 44 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LM2(-1)	-0.014228	0.006276	-2.267101	0.0286
C	0.531521	0.178169	2.983231	0.0047
R-squared	0.109032	Mean dependent var		0.128355
Adjusted R-squared	0.087819	S.D. dependent var		0.075987
S.E. of regression	0.072574	Akaike info criterion		-2.364041
Sum squared resid	0.221211	Schwarz criterion		-2.282942
Log likelihood	54.00890	Hannan-Quinn criter.		-2.333966
F-statistic	5.139747	Durbin-Watson stat		1.649085
Prob(F-statistic)	0.028593			

الملحق رقم (9-12): نتائج اختبار جذر الوحدة للمتغير LM2

Null Hypothesis: D(LM2) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.939061	0.0002
Test critical values:		
1% level	-3.592462	
5% level	-2.931404	
10% level	-2.603944	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LM2,2)

Method: Least Squares

Date: 11/23/25 Time: 17:40

Sample (adjusted): 1982 2024

Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LM2(-1))	-0.748294	0.151505	-4.939061	0.0000
C	0.095197	0.022705	4.192836	0.0001
R-squared	0.373034	Mean dependent var		-0.001579
Adjusted R-squared	0.357742	S.D. dependent var		0.093858
S.E. of regression	0.075219	Akaike info criterion		-2.291438
Sum squared resid	0.231972	Schwarz criterion		-2.209521
Log likelihood	51.26591	Hannan-Quinn criter.		-2.261230
F-statistic	24.39433	Durbin-Watson stat		1.961667
Prob(F-statistic)	0.000014			