جامعة الجزائر 3، إبراهيم سلطان شيبوط
كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبة
شعبة العلوم المالية والمحاسبية

اتجاهات إدارة السياسة النقدية غير التقليدية وآفاق استخدامها في الجزائر

دراسة مقارنة مدعمة بنمذجة قياسية للفترة 2005-2024 واستشرافية إلى أفق 2030

أطروحة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث (ل.م.د) في ميدان العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص: مالية وبنوك

من إعداد الطالب:
ديقو محمود

تحت إشراف:
أ.م. قدي عبد المجيد

أعضاء لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الدرجة العلمية	الصفة	مؤسسة الانتماء
مليكة صديقي	أستاذ	رئيسا	جامعة الجزائر 3
عبد المجيد قدي	أستاذ مميز	مشرفا ومقررا	جامعة الجزائر 3
رشيدة مسعودي	أستاذ	عضوا	جامعة الجزائر 3
حياة بن قويدر	أستاذ محاضر أ	عضوا	جامعة الجزائر 3
علي بوعمامة	أستاذ محاضر أ	عضوا	جامعة الجزائر 3
عبد الرزاق سلام	أستاذ	عضوا	جامعة المدية
محمد بن باحان	خبير	عضوا	بنك الجزائر

السنة الجامعية: 2026/2025


بسم الله الرحمن الرحيم

جامعة الجزائر 3، إبراهيم سلطان شيبوط
كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبة
شعبة العلوم المالية والمحاسبية

اتجاهات إدارة السياسة النقدية غير التقليدية وآفاق استخدامها في الجزائر

دراسة مقارنة مدعمة بنمذجة قياسية للفترة 2005-2024 واستشرافية إلى أفق 2030

أطروحة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث (ل.م.د) في ميدان العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص: مالية وبنوك

من إعداد الطالب:
ديقو محمود

تحت إشراف:
أ.م. قدي عبد المجيد

أعضاء لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الدرجة العلمية	الصفة	مؤسسة الانتماء
مليكة صديقي	أستاذ	رئيسا	جامعة الجزائر 3
عبد المجيد قدي	أستاذ مميز	مشرفا ومقررا	جامعة الجزائر 3
رشيدة مسعودي	أستاذ	عضوا	جامعة الجزائر 3
حياة بن قويدر	أستاذ محاضر أ	عضوا	جامعة الجزائر 3
علي بوعمامة	أستاذ محاضر أ	عضوا	جامعة الجزائر 3
عبد الرزاق سلام	أستاذ	عضوا	جامعة المدية
محمد بن باحان	خبير	عضوا	بنك الجزائر

السنة الجامعية: 2026/2025

شكـر وعرفـان

الحمد لله رب العالمين الذي وفقني لإتمام هذا العمل، والصلاة والسلام على أشرف المرسلين.

يسعدني في ختام هذا العمل أن أتقدم بأسمى عبارات الشكر والتقدير والعرفان إلى أستاذي المشرف الأستاذ المميز **قدي عبد المجيد**، الذي تفضل بالإشراف على هذه الأطروحة، ولم يبخل علي بتوجيهاته القيمة وملاحظاته السديدة وسعة صدره طوال مراحل إنجاز هذا البحث، فجزاه الله عني خير الجزاء.

ولا يفوتني أن أخص بالشكر والتقدير الأستاذ الدكتور **رياض عبد القادر**، مشرفي في مرحلة الليسانس، عرفانا بما قدمه لي من توجيه علمي مبكر، كما أتقدم بخالص الشكر والتقدير إلى الأستاذ الدكتور **بن ساعد عبد الرحمان**، مشرفي في مرحلة الماستر، لما كان له من أثر في تأطيري ومرافقتي العلمية.

كما أتوجه بجزيل الشكر إلى أعضاء لجنة المناقشة الموقرين، الذين تكرموا بقبول قراءة هذه الأطروحة وتقييمها وإثرائها بملاحظاتهم العلمية القيمة.

والشكر موصول إلى كافة أساتذة جامعة الجزائر 3، وإلى كل من قدم لي يد العون والمساعدة من قريبٍ أو بعيد لإتمام هذا العمل.

ولكم جميعاً مني خالص الشكر والامتنان.

إهــداء

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات،

إلى والديّ الكريمين، عرفانا بدعائهما وعطائهما وتضحياتهما التي كانت سندا لي في كل مراحل حياتي، أطال الله في عمرهما، ومتعهما بالصحة والعافية، وجزاهما عني خير الجزاء.

إلى زوجتي الغالية، رفيقة الدرب وشريكة الصبر، وإلى قرة عيني وفلذة كبدي، ابنتي الغالية ليليان، التي كانت الوقود الفعلي الذي أمدني بالعزيمة والإصرار لإتمام هذا العمل.

إلى أخي وزوجته، وإلى خالاتي وعمتي وأعمامي، وسائر أفراد العائلة، تقديرا للمحبة والسند.

إلى عائلة زوجتي الكريمة، والديها وأخيها، عرفانا بدعمهم وتفهمهم واحترامهم لانشغالي العلمي.

إلى صديقي بن شعبة محمد وليد، رفيق درب الماستر وزميلي في إنجاز مذكرة التخرج، عرفانا بصدقه ووفائه، وبما قدمه لي من تشجيع ودعم صادق خلال مسابقة الدكتوراه.

إلى رفقاء مساري في الدكتوراه.

إلى جميع أصدقائي وزملائي في بنك الجزائر، وزملائي السابقين في بنك التنمية المحلية.

وفاء وامتنانا، إلى روح جدتي عزيزو وجدتي مامي، رحمهما الله وأسكنهما فسيح جناته.

إلى أستاذتي الفاضلة حورية مداني، رحمها الله، التي غرست فيّ أولى بذور العلم في المرحلة الابتدائية، وإلى السيد بوصابة محمد، رحمه الله، الذي كان له فضل التوجيه المهني في بدايات مساري بالقطاع البنكي.

إلى كل من أنار لي طريق العلم، أو ساندني بكلمة طيبة أو دعوة صادقة.

أهدي ثمرة هذا الجهد المتواضع.

محمود

فهرس المحتويات

العنوان	الصفحة
شكر وعرفان	
إهداء	
فهرس المحتويات	III-I
قائمة الأشكال	V-IV
قائمة الجداول	VII-VI
قائمة الملاحق	VII
قائمة الاختصارات	XI-VIII
مستخلص	XIII-XII
مقدمة عامة	أ-ز
الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية	56-1
تمهيد	2
المبحث الأول: تطور الفكر النقدي ودوره في تشكيل السياسة النقدية	3
المطلب الأول: المقاربات التأسيسية للسياسة النقدية –من الكلاسيك إلى القطيعة الكينزية–	3
المطلب الثاني: إعادة بناء الأرثوذكسية والتوليف المؤسساتي المعاصر	5
المبحث الثاني: السياسة النقدية التقليدية: الإطار المفاهيمي والوظيفي	8
المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية التقليدية وأهدافها	8
المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية التقليدية	13
المطلب الثالث: قنوات انتقال السياسة النقدية التقليدية	16
المبحث الثالث: حدود السياسة النقدية التقليدية ومبررات التحول نحو الأدوات غير التقليدية	18
المطلب الأول: الحدود البنيوية للسياسة النقدية التقليدية	18
المطلب الثاني: الازمات المالية ككاشف لقصور الإطار التقليدي للسياسة النقدية	23
المطلب الثالث: من قصور الادوات الى تحول فلسفة التدخل النقدي	27
المبحث الرابع: السياسة النقدية غير التقليدية	32
المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية وخصائصها العامة	33

المطلب الثاني: تمييز السياسة النقدية غير التقليدية عن السياسة النقدية التقليدية	44
المطلب الثالث: تصنيف أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وفق منطق التدخل الوظيفي	47
المطلب الرابع: إعادة تشكيل دور البنك المركزي في ظل السياسة النقدية غير التقليدية.	53
خلاصة الفصل الأول	56
الفصل الثاني: التجارب الدولية في السياسة النقدية غير التقليدية وقابلية تكييفها مع السياق الجزائري	130-57
تمهيد	58
المبحث الأول: نماذج من تجارب بعض الدول الصناعية في السياسة النقدية غير التقليدية	59
المطلب الأول: تجربة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي	59
المطلب الثاني: تجربة البنك المركزي الأوروبي	68
المطلب الثالث: تجربة بنك اليابان	77
المبحث الثاني: نماذج من تجارب بعض الدول الناشئة في السياسة النقدية غير التقليدية	84
المطلب الأول: تجربة البنك المركزي لجمهورية تركيا	84
المطلب الثاني: تجربة البنك المركزي المصري	91
المطلب الثالث: تجربة البنك المركزي البرازيلي	99
المبحث الثالث: التركيب المقارن للتجارب الدولية وقابلية تكييفها مع السياق الجزائري	107
المطلب الأول: التركيب المقارن للتجارب الدولية في السياسة النقدية غير التقليدية	107
المطلب الثاني: قابلية تكييف أدوات السياسة النقدية غير التقليدية مع السياق الجزائري	113
المطلب الثالث: السياق الجزائري والتجربة المحلية في السياسة النقدية غير التقليدية	118
خلاصة الفصل الثاني	128
الفصل الثالث: قنوات انتقال السياسة النقدية غير التقليدية وآفاق استخدامها في الجزائر: نمذجة قياسية باستخدام نماذج VAR خلال الفترة 2005–2024 واستشراف إلى أفق 2030	218-131
تمهيد	132
المبحث الأول: الإطار المنهجي والتوصيفي للدراسة القياسية	134
المطلب الأول: متغيرات الدراسة ودلالتها الاقتصادية	135
المطلب الثاني: التحليل البياني والوصفي للمتغيرات	139
المطلب الثالث: اختبارات السكون وفحص إمكانية التكامل المشترك وتبرير استخدام الفروق الأولى	154
المبحث الثاني: تقدير نماذج VAR حسب القنوات واختبارات الصلاحية	157

المطلب الأول: منهجية النمذجة حسب القناة وتحديد درجة الإبطاء المثلى	157
المطلب الثاني: تقدير النماذج وقراءة النتائج الأساسية	162
المطلب الثالث: اختبارات صلاحية النماذج وتشخيصها	163
المبحث الثالث: تحليل دوال الاستجابة الآنية وتحليل التباين لقنوات الانتقال	168
المطلب الأول: أثر السياسة النقدية غير التقليدية عبر قناة الائتمان المصرفي	168
المطلب الثاني: انتقال الصدمات النقدية عبر قناة السيولة المصرفية	173
المطلب الثالث: فعالية قناة سعر الفائدة الحقيقي في نقل الأثر النقدي	178
المطلب الرابع: قناة سعر الصرف وانتقال الأثر إلى المستوى العام للأسعار	182
المطلب الخامس: التحليل المقارن لقنوات الانتقال	187
المبحث الرابع: الاستشراف ومناقشة آفاق استخدام السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر	190
المطلب الأول: منهجية بناء السيناريوهات الاستشرافية 2025–2030	191
المطلب الثاني: تحليل سيناريوهات برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) حسب القنوات	197
المطلب الثالث: سيناريو الاحتياطي الإجباري ودوره في ضبط السيولة	204
المطلب الرابع: سيناريو تسبيقات بنك الجزائر للخزينة العمومية في ضوء تعديل المادة 48 بموجب القانون رقم 23–09	209
المطلب الخامس: مناقشة النتائج وحدود النموذج	214
خلاصة الفصل الثالث	217
خاتمة	226-219
قائمة المراجع	242-227
الملاحق	49-1

قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
1-1	الهرم الوظيفي لأهداف السياسة النقدية	13
1-3	التطور الزمني لرصيد التمويل غير التقليدي (FNC)	140
2-3	التطور الزمني لرصيد برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR)	141
3-3	التطور الزمني للائتمان المصرفي (CREDIT)	142
4-3	التطور الزمني للسيولة المصرفية (LIQ)	143
5-3	التطور الزمني لسعر الفائدة الحقيقي (TIR_REEL)	144
6-3	التطور الزمني لسعر الصرف (EXR)	145
7-3	التطور الزمني للكتلة النقدية 2M	146
8-3	التطور الزمني لمعدل الاحتياطي الإجباري RR	147
9-3	التطور الزمني للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (RGDP)	148
10-3	التطور الزمني لمعدل التضخم (CPI)	149
11-3	التطور الزمني لسعر النفط OIL	150
12-3	مصفوفة الارتباط العامة بين متغيرات الدراسة	153
13-3	مصفوفة الارتباط – قناة الائتمان المصرفي	169
14-3	الاستجابة الآنية لقناة الائتمان عند صدمة FNC	171
15-3	الاستجابة الآنية لقناة الائتمان عند صدمة PSR	172
16-3	مصفوفة الارتباط – قناة السيولة المصرفية	174
17-3	الاستجابة الآنية لقناة السيولة عند صدمة FNC	175
18-3	الاستجابة الآنية لقناة السيولة عند صدمة PSR	176
19-3	مصفوفة الارتباط – قناة سعر الفائدة الحقيقي	179
20-3	الاستجابة الآنية لقناة سعر الفائدة عند صدمة FNC	180
21-3	الاستجابة الآنية لقناة سعر الفائدة عند صدمة PSR	181
22-3	مصفوفة الارتباط – قناة سعر الصرف والأسعار	184
23-3	الاستجابة الآنية لقناة سعر الصرف عند صدمة FNC	185
24-3	الاستجابة الآنية لقناة سعر الصرف عند صدمة PSR	186

25-3	أثر سيناريوهات برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) ضمن الإطار الاستشرافي لاستخدام أدوات السياسة النقدية غير التقليدية (PMNC) في الجزائر عبر قناة الائتمان المصرفي	199
26-3	أثر سيناريوهات برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) ضمن الإطار الاستشرافي لاستخدام أدوات السياسة النقدية غير التقليدية (PMNC) في الجزائر عبر قناة السيولة المصرفية	200
27-3	أثر سيناريوهات برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) ضمن الإطار الاستشرافي لاستخدام أدوات السياسة النقدية غير التقليدية (PMNC) في الجزائر عبر سعر الفائدة الحقيقي	201
28-3	أثر سيناريوهات برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) ضمن الإطار الاستشرافي لاستخدام أدوات السياسة النقدية غير التقليدية (PMNC) في الجزائر عبر قناة سعر الصرف	203
29-3	السيناريو الاستشرافي للاحتياطي الإجباري	206
30-3	أثر تسبيقات بنك الجزائر للخزينة عبر قناة الائتمان المصرفي	210
31-3	أثر التسبيق للخزينة عبر قناة السيولة المصرفية	211
32-3	أثر التسبيق للخزينة عبر قناة سعر الفائدة الحقيقي	212
33-3	أثر التسبيق للخزينة عبر قناة سعر الصرف والأسعار	213

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1−1	تطور مراحل الفكر الأرثوذكسي في السياسة النقدية	7
2-1	أوجه التمييز بين السياسة النقدية التقليدية والسياسة النقدية غير التقليدية	46
3-1	التصنيف الوظيفي لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية	52
1-2	خلاصة تركيبية لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية في التجربة الأمريكية	67
2−2	خلاصة تركيبية للأدوات غير التقليدية في تجربة البنك المركزي الأوروبي	76
3-2	خلاصة تركيبية للأدوات غير التقليدية في تجربة بنك اليابان	83
4-2	خلاصة تركيبية للأدوات غير التقليدية في تجربة البنك المركزي التركي	90
5-2	خلاصة تركيبية للأدوات النقدية والاستثنائية في تجربة البنك المركزي المصري	98
6-2	خلاصة تركيبية للأدوات غير التقليدية وشبه غير التقليدية في تجربة البنك المركزي البرازيلي	106
7-2	الفروقات الجوهرية بين التجارب الدولية الست، من حيث السياق الذي ظهرت فيه الأدوات غير التقليدية، والأداة المركزية المعتمدة، وقناة الانتقال الرئيسية، وشروط الفعالية، والمخاطر الأساسية.	111
8-2	درجة قابلية تكييف بعض الأدوات غير التقليدية مع السياق الجزائري، انطلاقا من التجارب الدولية المدروسة	116
9-2	العلاقة بين الدرس أو الأداة، والمتغير الجزائري المقابل، والفرضية القياسية المقترحة	127
1-3	تعريف متغيرات الدراسة ودلالتها الاقتصادية	138
2-3	الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة	151
3-3	درجة الإبطاء المثلى ونتيجة اختبار البواقي حسب النموذج	161
4-3	البنية الوظيفية للنماذج (متغير الانتقال والمتغير الهدف حسب القناة)	163
5-3	نتائج اختبار Portmanteau للارتباط الذاتي حسب النموذج	164
6-3	ملخص اختبارات صلاحية النماذج وتشخيصها	167
7-3	ملخص نموذج قناة الائتمان المصرفي	169
8-3	مساهمة (FNC) و(PSR) في تباين الناتج الحقيقي – قناة الائتمان المصرفي	173
9-3	ملخص نموذج قناة السيولة المصرفية	174
10-3	مساهمة FNC وPSR في تباين الناتج الحقيقي – قناة السيولة المصرفية	177
11-3	ملخص نموذج قناة سعر الفائدة الحقيقي	178
12-3	مساهمة FNC وPSR في تباين الناتج الحقيقي – قناة سعر الفائدة الحقيقي	182

13-3	ملخص نموذج قناة سعر الصرف والأسعار	183
14-3	مساهمة FNC وPSR في تباين معدل التضخم – قناة سعر الصرف والأسعار	187
15-3	المقارنة الإجمالية لمساهمة FNC وPSR حسب قنوات الانتقال	188
16-3	تعريف السيناريوهات الاستشرافية المعتمدة في الدراسة	193
17-3	تقدير سقف التسبيقات الممكنة للخزينة العمومية وفق قاعدة 20% من الإيرادات الميزانياتية التقديرية	196
18-3	أثر سيناريوهات برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) على المتغير الهدف في أفق 2030 مقارنة بسيناريو المرجع	197
19-3	ملخص نموذج الاحتياطي الإجباري الموسع	205
20-3	أثر سيناريوهات الاحتياطي الإجباري على الناتج الحقيقي في أفق سنة 2030	208
21-3	أثر التسبيق الدائم والمؤقت للخزينة على المتغير الهدف في أفق سنة 2030 مقارنة بالمسار المرجعي	213

قائمة الملاحق

رقم الملحق	الملحق	الصفحة
1	التطور الزمني لمتغيرات الدراسة (2005–2024).	3
2	البرنامج المستعمل في التقدير القياسي (برنامج R).	4–22
3	النتائج التفصيلية لتحليل تباين خطأ التنبؤ (FEVD).	23–24
4	نتائج اختبارات الصلاحية والتشخيص للنماذج.	25–40
5	السيناريوهات الاستشرافية للسياسة النقدية.	41–47
6	نتائج اختبارات السكون والتكامل المشترك.	48–49

قائمة الاختصارات

الدلالة بالعربية	الرمز	الدلالة بالأجنبية
برنامج شراء الأوراق المالية المدعومة بالأصول	ABSPP	Asset-Backed Securities Purchase Programme
دالة الارتباط الذاتي	ACF	Autocorrelation Function
اختبار ديكي–فولر الموسع	ADF	Augmented Dickey-Fuller Test
معيار أكايك للمعلومات	AIC	Akaike Information Criterion
تسهيل السيولة لصناديق السوق النقدي المدعومة بالأصول	AMLF	Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility
برنامج شراء الأصول	APP	Asset Purchase Programme
عدم تجانس التباين الشرطي الذاتي	ARCH	Autoregressive Conditional Heteroskedasticity
نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الموزعة	ARDL	Autoregressive Distributed Lag Model
البنك المركزي البرازيلي	BCB	Central Bank of Brazil
بنك التسويات الدولية	BIS	Bank for International Settlements
مليار	Bn	Billion
بنك اليابان	BOJ	Bank of Japan
نموذج متجه الانحدار الذاتي البيزي	BVAR	Bayesian Vector Autoregression
البنك المركزي المصري	CBE	Central Bank of Egypt
برنامج شراء السندات المغطاة	CBPP	Covered Bond Purchase Programme
البنك المركزي لجمهورية تركيا	CBRT	Central Bank of the Republic of Türkiye
التيسير الائتماني	CE	Credit Easing
لجنة النظام المالي العالمي	CGFS	Committee on the Global Financial System
فاصل الثقة	CI / IC	Confidence Interval
التيسير النقدي الشامل	CME	Comprehensive Monetary Easing
السياسة النقدية التقليدية	CMP / PMC	Conventional Monetary Policy
مؤشر أسعار الاستهلاك	CPI	Consumer Price Index
تسهيل تمويل الأوراق التجارية	CPFF	Commercial Paper Funding Facility

Bank Credit	CREDIT	الائتمان المصرفي
Corporate Sector Purchase Programme	CSPP	برنامج شراء سندات الشركات
Cumulative Sum Test	CUSUM	اختبار المجموع التراكمي للاستقرار
Algerian Dinar	DA	الدينار الجزائري
Covid-19 Dummy Variable	d_covid	المتغير الوهمي لجائحة كوفيد-19
European Central Bank	ECB	البنك المركزي الأوروبي
Effective Lower Bound	ELB	الحد الأدنى الفعلي لسعر الفائدة
Exchange Traded Funds	ETF	صناديق المؤشرات المتداولة
Exchange Rate	EXR	سعر الصرف
Federal Reserve System	FED	الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي
Forecast Error Variance Decomposition	FEVD	تحليل تباين خطأ التنبؤ
Forward Guidance	FG	التوجيه المستقبلي
Financement Non Conventionnel	FNC	التمويل غير التقليدي
Federal Open Market Committee	FOMC	اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة
Final Prediction Error	FPE	خطأ التنبؤ النهائي
Gross Domestic Product	GDP / PIB	الناتج المحلي الإجمالي
Hannan-Quinn Criterion	HQ	معيار هنان-كوين
International Monetary Fund	IMF / FMI	صندوق النقد الدولي
Impulse Response Function	IRF	دالة الاستجابة الآنية
Jarque-Bera Test	JB	اختبار جاركي-بيرا للتوزيع الطبيعي
Johansen Cointegration Test	Johansen	اختبار جوهانسن للتكامل المشترك
Japanese Real Estate Investment Trusts	J-REITs	صناديق الاستثمار العقاري اليابانية
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin Test	KPSS	اختبار كوياتكوفسكي-فيليبس-شميدت-شين
Finance Law	LF	قانون المالية
Bank Liquidity	LIQ	السيولة المصرفية
Large-Scale Asset Purchases	LSAP	مشتريات الأصول واسعة النطاق
Longer-Term Refinancing Operations	LTRO	عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل

Broad Money Supply	M2	الكتلة النقدية بالمعنى الواسع
Mortgage-Backed Securities	MBS	الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري
Milliards de dinars algériens	Mds DA	مليار دينار جزائري
Maturity Extension Programme	MEP	برنامج تمديد آجال الاستحقاق
Negative Interest Rate Policy	NIRP	سياسة سعر الفائدة السلبي
Organisation for Economic Co-operation and Development	OECD	منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية
Oil Price	OIL	سعر النفط
Ordinary Least Squares	OLS	طريقة المربعات الصغرى العادية
Outright Monetary Transactions	OMT	المعاملات النقدية المباشرة
Primary Dealer Credit Facility	PDCF	تسهيل الائتمان للوسطاء الرئيسيين
Pandemic Emergency Purchase Programme	PEPP	برنامج الشراء الطارئ لمواجهة الجائحة
Phillips-Perron Test	PP	اختبار فيليبس–بيرون
Programme Spécial de Refinancement	PSR	برنامج إعادة التمويل الخاص
Public Sector Purchase Programme	PSPP	برنامج شراء سندات القطاع العام
Quantitative Easing	QE	التيسير الكمي
Quantitative and Qualitative Easing	QQE	التيسير الكمي والنوعي
Quantitative Tightening	QT	التشديد الكمي
Real Gross Domestic Product	RGDP	الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي
Reserve Requirement	RR	الاحتياطي الإجباري
Schwarz Criterion	SC	معيار شوارتز
Standard Deviation	SD	الانحراف المعياري
Securities Markets Programme	SMP	برنامج أسواق الأوراق المالية
Structural Vector Autoregression	SVAR	نموذج متجه الانحدار الذاتي الهيكلي
Term Auction Facility	TAF	تسهيل المزادات المؤقتة
Term Asset-Backed Securities Loan Facility	TALF	تسهيل قروض الأوراق المالية المدعومة بالأصول
Real Interest Rate	TIR_REEL	سعر الفائدة الحقيقي

Targeted Longer-Term Refinancing Operations	TLTRO	عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل الموجهة
Term Securities Lending Facility	TSLF	تسهيل إقراض الأوراق المالية المؤقت
Unconventional Monetary Policy	UMP / PMNC	السياسة النقدية غير التقليدية
Vector Autoregression	VAR	نموذج متجه الانحدار الذاتي
Vector Error Correction Model	VECM	نموذج تصحيح الخطأ المتجهي
Yield Curve Control	YCC	التحكم في منحنى العائد
Zero Lower Bound	ZLB	الحد الأدنى الصفري لسعر الفائدة

مستخلص

تتناول هذه الدراسة موضوع اتجاهات ادارة السياسة النقدية غير التقليدية وآفاق استخدامها في الجزائر، انطلاقا من إشكالية مدى انتقال أدوات هذه السياسة – لا سيما التمويل غير التقليدي (FNC) وبرنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) – إلى النشاط الاقتصادي الحقيقي. ولتحقيق هذا الهدف، اعتمدت الدراسة على إطار نظري يتتبع تطور السياسة النقدية من التقليدية إلى غير التقليدية، ثم على قراءة لتجارب دولية صناعية وناشئة، قبل الانتقال إلى دراسة قياسية تطبيقية على الحالة الجزائرية باستخدام نماذج متجه الانحدار الذاتي (VAR) حسب القناة، اعتمادا على بياناتٍ فصلية للفترة 2005–2024، مع تحليل دوال الاستجابة الآنية وتحليل تباين خطأ التنبؤ، وبناء سيناريوهات استشرافية الى آفاق 2030. وقد توصلت الدراسة إلى أن برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) كان أقوى أثرا في الانتقال من التمويل غير التقليدي (FNC)، وأن الانتقال النقدي تركز أساسا عبر قناتي السيولة المصرفية وسعر الفائدة الحقيقي، في حين ظلت قناة الائتمان المصرفي ضعيفة بفعل مزاحمة التمويل غير التقليدي للائتمان، وبقي أثر قناة سعر الصرف على المستوى العام للأسعار محدودا. كما خلصت الدراسة إلى أن استمرار أدوات دعم السيولة أو سحبها ينعكس بصورة متباينة على المسار الاقتصادي، وأن الاستعمال المستقبلي لهذه الأدوات في الجزائر مرهون بضوابط مؤسسية تحد من مخاطرها التضخمية.

الكلمات المفتاحية: سياسة نقدية غير تقليدية، تمويل غير تقليدي، برنامج إعادة التمويل الخاص، قنوات انتقال نقدي، نماذج (VAR)، الجزائر.

تصنيف JEL: E51 ,E52, E58, C32, O55

Abstract

This study examines the trends in the management of unconventional monetary policy and the prospects for its use in Algeria, based on the question of the extent to which the instruments of this policy, particularly non-conventional financing (FNC) and the Special Refinancing Program (PSR), are transmitted to real economic activity. To achieve this objective, the study adopts a theoretical framework that traces the evolution of monetary policy from conventional to unconventional approaches, followed by an analysis of industrial and emerging international experiences. It then moves to an applied econometric study of the Algerian case using Vector Autoregression (VAR) models by transmission channel, based on quarterly data for the period 2005-2024, with impulse response function analysis, forecast error variance decomposition, and the construction of prospective scenarios up to 2030.

The study finds that the Special Refinancing Program (PSR) had a stronger transmission effect than non-conventional financing (FNC). Monetary transmission was mainly concentrated through the bank liquidity channel and the real interest rate channel, while the bank credit channel remained weak due to the crowding-out effect of non-conventional financing on credit. The impact of the exchange rate channel on the general price level also remained limited. The study further concludes that the continuation or withdrawal of liquidity support instruments has differentiated effects on the economic path, and that the future use of these instruments in Algeria depends on institutional safeguards capable of limiting their inflationary risks.

Keywords: Unconventional Monetary Policy, Unconventional Financing, Special Refinancing Program, Monetary Transmission Channels, VAR Models, Algeria.

JEL Classification : E51, E52, E58, C32, O55

المقدمة العامة

مقدمة عامة

شهدت السياسة النقدية منذ سبعينيات القرن العشرين إلى غاية العقد الثالث من القرن الحادي والعشرين تحولات عميقة في طبيعة أدواتها ووظائفها، نتيجة تعاقب الأزمات الاقتصادية والمالية وتغير بنية الأسواق والمؤسسات المالية. ففي الظروف العادية، تعتمد البنوك المركزية على أدوات السياسة النقدية التقليدية، وفي مقدمتها سعر الفائدة الأساسي، عمليات السوق المفتوحة، الاحتياطي الإجباري، وإدارة السيولة قصيرة الأجل، بهدف التأثير في شروط التمويل، ضبط التضخم، ودعم الاستقرار الاقتصادي الكلي. غير أن فعالية هذه الأدوات تفترض سلامة قنوات الانتقال النقدي، واستجابة الجهاز المصرفي والأسواق المالية لتغيرات السياسة النقدية، وهي شروط قد تتعطل في فترات الأزمات العميقة.

لقد كشفت الأزمة المالية العالمية لسنتي 2007 و2008، ثم أزمة الديون السيادية الأوروبية، وبعدها جائحة كوفيد-19، عن حدود السياسة النقدية التقليدية، خاصة عندما تقترب أسعار الفائدة من حدودها الدنيا، أو عندما تتعطل قناة الائتمان، أو عندما ترتفع درجة عدم اليقين في الأسواق. وأمام هذه الأوضاع، اضطرت البنوك المركزية إلى تبني أدوات غير تقليدية تتجاوز منطق التحكم في سعر الفائدة قصير الأجل، مثل التيسير الكمي، التوجيه المستقبلي، أسعار الفائدة السلبية، برامج شراء الأصول، وعمليات إعادة التمويل طويلة الأجل أو الموجهة. وقد هدفت هذه الأدوات إلى دعم السيولة، تخفيض العوائد طويلة الأجل، استعادة الثقة في الأسواق، وتحفيز النشاط الاقتصادي في ظروف لم تعد فيها الأدوات التقليدية كافية.

وفي السياق الجزائري، اتخذت السياسة النقدية غير التقليدية مسارا مختلفا عن تجارب الدول الصناعية، فقد ارتبط ظهورها أساسا بتداعيات صدمة أسعار النفط ابتداء من سنة 2014، وما ترتب عنها من تراجع في الإيرادات الجبائية النفطية، اتساع عجز الخزينة العمومية، استنزاف صندوق ضبط الإيرادات، تراجع احتياطات الصرف، وتقلص السيولة المصرفية. وفي ظل محدودية البدائل التمويلية والرغبة في تجنب الاستدانة الخارجية، لجأت الجزائر إلى التمويل غير التقليدي ابتداء من سنة 2017 كآلية لتمويل حاجات الخزينة العمومية، ثم اعتمد بنك الجزائر لاحقا برنامجا خاصا لإعادة التمويل لفائدة البنوك سنة 2021 في إطار دعم السيولة ومرافقة برنامج إنعاش الاقتصاد الوطني.

غير أن تقييم السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر لا يمكن أن يقتصر على التساؤل عن حجم الأموال المعبأة أو مدى مساهمتها في تمويل الخزينة، بل يجب أن ينتقل إلى تحليل أعمق يتعلق بقنوات انتقال أثر هذه الأدوات إلى الاقتصاد. فالأثر الاقتصادي لا يتحدد فقط من خلال وجود التمويل غير التقليدي أو برنامج إعادة التمويل الخاص، وإنما من خلال قدرة هذه الأدوات على التأثير في السيولة المصرفية، الائتمان، سعر الفائدة الحقيقي، سعر الصرف، الأسعار، والناتج الحقيقي. ومن ثم، فإن السؤال الجوهري لا يتمثل فقط في معرفة ما إذا كانت الجزائر قد استعملت السياسة النقدية غير التقليدية، بل في معرفة كيفية انتقال أثرها، عبر أي قناة، وبأي قوة، وما حدود وآفاق استخدامها مستقبلا.

1. أهمية الدراسة

تنبع أهمية هذه الدراسة من أهمية الموضوع نفسه، باعتبار أن السياسة النقدية غير التقليدية أصبحت من القضايا المركزية في الفكر النقدي المعاصر، خاصة بعد الأزمات التي كشفت حدود الأدوات التقليدية. كما تكتسب الدراسة أهميتها من خصوصية الحالة الجزائرية، حيث لم تأخذ السياسة النقدية غير التقليدية الشكل نفسه الذي عرفته الاقتصادات الصناعية، بل ارتبطت أساسا بتمويل الخزينة ودعم السيولة المصرفية في سياق اقتصاد ريعي يعتمد بدرجة معتبرة على المحروقات.

وتتجلى الأهمية العلمية للدراسة في أنها لا تكتفي بوصف أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، بل تحاول تحليل قنوات انتقالها باستعمال نماذج قياسية ديناميكية. فبدل النظر إلى التمويل غير التقليدي وبرنامج إعادة التمويل الخاص كأدوات منعزلة، تسعى الدراسة إلى اختبار مدى انتقال أثرهما عبر الائتمان، السيولة، سعر الفائدة الحقيقي، وسعر الصرف. وهذا يسمح بتقديم قراءة أكثر دقة لطبيعة فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر.

أما من الناحية العملية، فتساعد الدراسة على تقديم مؤشرات يمكن أن تفيد صانعي القرار في تقييم حدود استعمال هذه الأدوات مستقبلا. فإذا ثبت أن بعض الأدوات تؤثر أساسا في السيولة دون أن تتحول إلى ائتمان منتج، فإن ذلك يفرض إعادة التفكير في طريقة توجيه الدعم النقدي. وإذا ظهر أن التمويل الموجه للخزينة يحمل أثرا محدودا أو غير مباشر على النشاط الحقيقي، فإن ذلك يبرز ضرورة عدم تحويل السياسة النقدية إلى بديل دائم عن الإصلاح المالي

2. أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف العلمية والتطبيقية، يمكن تلخيصها فيما يأتي:

1. تحليل أهم التجارب الدولية في استعمال أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، واستخلاص الدروس الممكنة بالنسبة للجزائر.
2. توضيح خصوصية التجربة الجزائرية في استعمال التمويل غير التقليدي وبرنامج إعادة التمويل الخاص.
3. بناء نماذج (VAR) حسب قنوات الانتقال من أجل تحليل أثر (FNC) و(PSR) على الائتمان، السيولة، سعر الفائدة الحقيقي، سعر الصرف، الناتج الحقيقي، والأسعار.
4. مقارنة قوة انتقال التمويل غير التقليدي وبرنامج إعادة التمويل الخاص عبر القنوات المختلفة.
5. بناء سيناريوهات استشرافية الى أفق 2030 حول توسع أو سحب (PSR)، وتغير الاحتياطي الإجباري، واستعمال التسبيق للخزينة.

3. أسباب اختيار الموضوع

يعود اختيار هذا الموضوع إلى مجموعة من الأسباب العلمية والواقعية. فمن الناحية العلمية، يعد موضوع السياسة النقدية غير التقليدية من الموضوعات الحديثة نسبيا في الأدبيات النقدية، خاصة في الدول النامية والاقتصادات الريعية، حيث تختلف شروط استعمال هذه الأدوات عن الاقتصادات الصناعية. كما أن الحالة الجزائرية تطرح إشكالا خاصا، لأن التمويل غير التقليدي لم يكن موجها أساسا إلى شراء الأصول من الأسواق المالية كما في التيسير الكمي التقليدي، بل ارتبط بتمويل الخزينة العمومية.

ومن الناحية الواقعية، فرضت صدمة أسعار النفط سنة 2014 تحديات كبيرة على الاقتصاد الجزائري، تمثلت في تراجع الموارد المالية، تقلص السيولة المصرفية، وتزايد حاجات تمويل الخزينة. وقد دفع هذا الوضع السلطات إلى اعتماد أدوات استثنائية مثل التمويل غير التقليدي وبرنامج إعادة التمويل الخاص. لذلك يصبح من الضروري تقييم هذه الأدوات ليس فقط من حيث ضرورتها الظرفية، بل من حيث آثارها الاقتصادية وقنوات انتقالها.

كما أن النقاش حول آفاق استعمال هذه الأدوات ما يزال قائما، خاصة في ظل عودة التساؤل حول التسبيق للخزينة، وضبط السيولة، ودور البنك المركزي في تمويل الاقتصاد. وهذا يجعل الموضوع ذا أهمية راهنة من الناحية الأكاديمية والسياساتية.

4. الدراسات السابقة

نعرض فيما يلي أهم الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع السياسة النقدية غير التقليدية وقنوات انتقالها، مع التمييز بين الدراسات الأجنبية والدراسات الجزائرية. ويهدف هذا العرض إلى إبراز تنوع المقاربات المعتمدة في معالجة الموضوع، سواء من خلال التحليل المؤسسي والوصفي، أو من خلال النماذج القياسية مثل (ARDL) و(VAR) و(SVAR). كما يسمح هذا الاستعراض بتحديد موقع الدراسة الحالية ضمن الأدبيات السابقة، وبيان الفجوة العلمية التي تسعى إلى معالجتها، خاصة من حيث التمييز بين أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وتحليل قنوات انتقالها في الحالة الجزائرية..

1.4 الدراسات الأجنبية

في سنة 2025، تناولت دراسة Aoki و Ueda، المنشورة في The Japanese Economic Review، المجلد 76، العدد 3، الصفحات 587–619، والموسومة بـ Survey of the Effects of Unconventional Monetary Policy in Japan، آثار السياسة النقدية غير التقليدية في اليابان، مع التركيز على سياسة التيسير الكمي والنوعي التي اعتمدها بنك اليابان خلال الفترة 2013–2024. وقد بينت الدراسة أن هذه الأدوات ساهمت في خفض أسعار الفائدة طويلة الأجل ودعم أسعار الأصول المالية، خاصة من خلال شراء السندات الحكومية اليابانية وصناديق المؤشرات، غير أن أثرها على التضخم والنشاط الحقيقي بقي

أقل حسما. وتفيد هذه الدراسة البحث الحالي في إبراز أن توسع ميزانية البنك المركزي لا يضمن وحده انتقال الأثر إلى الاقتصاد الحقيقي، ما لم تكن قنوات الانتقال، خاصة الائتمان والتوقعات والطلب الكلي، فعالة.

وفي سنة 2025 أيضا، تناولت دراسة Rostagno وآخرين، المنشورة في Journal of Monetary Economics، والموسومة بـ An Options-Based Impact Study of the Negative Interest Rate Policy and Forward Guidance، أثر كل من سياسة أسعار الفائدة السلبية والتوجيه المستقبلي في تجربة البنك المركزي الأوروبي. واعتمدت الدراسة على تحليل توزيعات أسعار الفائدة المستقبلية المستخلصة من عقود الخيارات، إلى جانب منهجية دراسة الأحداث، بهدف الفصل بين أثر أسعار الفائدة السلبية وأثر التوجيه المستقبلي. وخلصت إلى أن سياسة أسعار الفائدة السلبية أثرت بقوة في الجزء القصير والمتوسط من منحنى العائد، بينما ساهم التوجيه المستقبلي في تثبيت توقعات الأسواق بشأن استمرار السياسة النقدية الميسرة. وتفيد هذه الدراسة البحث الحالي لأنها تبين أن السياسة النقدية غير التقليدية لا تقتصر على ضخ السيولة أو شراء الأصول، بل تشمل كذلك إدارة التوقعات وتوجيه سلوك الأسواق المالية.

وفي سنة 2023، تناولت دراسة Gürkaynak وآخرين، المنشورة في Economic Policy، المجلد 38، العدد 115، والموسومة بـ Exchange Rate and Inflation under Weak Monetary Policy: Turkey Verifies Theory، أثر ضعف السياسة النقدية في تركيا على سعر الصرف والتضخم. وقد ركزت الدراسة على التحولات التي عرفتها السياسة النقدية التركية بعد سنة 2011، خاصة في ظل تراجع مصداقية البنك المركزي والاعتماد على خفض أسعار الفائدة رغم ارتفاع التضخم. وخلصت إلى أن ضعف الالتزام بقواعد السياسة النقدية أدى إلى تدهور سعر الصرف وتسارع التضخم، بما يعكس أهمية مصداقية البنك المركزي واستقلاليته في نجاح أدوات السياسة النقدية. وتفيد هذه الدراسة البحث الحالي في إبراز أن استعمال الأدوات غير التقليدية أو المساندة لا يمكن أن يعوض ضعف المصداقية النقدية أو غياب إطار مؤسسي واضح.

وفي سنة 2021، قدم Swanson دراسة منشورة في Journal of Monetary Economics، المجلد 118، الصفحات 32–53، والموسومة بـ Measuring the Effects of Federal Reserve Forward Guidance and Asset Purchases on Financial Markets، تناولت أثر أدوات السياسة النقدية غير التقليدية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي على الأسواق المالية. وتميزت الدراسة بكونها فرقت بين صدمة سعر الفائدة التقليدي، وصدمة التوجيه المستقبلي، وصدمة مشتريات الأصول واسعة النطاق. وخلصت إلى أن التوجيه المستقبلي ومشتريات الأصول أثرا بوضوح في عوائد السندات وأسعار الأسهم وسعر الصرف، غير أن قنوات تأثيرهما تختلف؛ إذ يعمل التوجيه المستقبلي عبر توقعات الأسواق لمسار الفائدة، بينما تعمل مشتريات الأصول عبر العوائد طويلة الأجل وعلاوات المخاطر. وتفيد هذه الدراسة البحث الحالي في التأكيد على أن أدوات السياسة النقدية غير التقليدية تختلف فعاليتها حسب طبيعة الأداة وقناة الانتقال.

2.4 الدراسات الجزائرية

في سنة 2025، تناولت دراسة ديقو وقدي، المنشورة في المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، المجلد 16، الصفحات 99–125، والموسومة بـ«العمليات الخاصة لإعادة التمويل كاتجاه للسياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر»، برنامج إعادة التمويل الخاص الذي أطلقه بنك الجزائر سنة 2021، مركزة على طبيعته كأداة غير تقليدية ودوره في دعم السيولة البنكية. وبينت الدراسة أن هذا البرنامج جاء استجابة للظروف الاقتصادية الصعبة الناجمة عن انخفاض أسعار المحروقات وتداعيات جائحة كوفيد–19، وأن بنك الجزائر استخدمه لتوفير السيولة للبنوك العمومية ودعم الاستقرار المالي. غير أن هذه الدراسة بقيت في حدود التحليل الوصفي والمؤسسي، دون نمذجة قياسية لأثر البرنامج عبر قنوات انتقال السياسة النقدية أو تقدير انعكاساته الكمية على المتغيرات الحقيقية والنقدية.

أما أطروحة عيادي (2024) المقدمة بجامعة العربي بن مهيدي بأم البواقي، في تخصص الاقتصاد الكمي، والموسومة بـ«فعالية التسهيل الكمي كآلية للتمويل غير التقليدي في الاقتصاد الجزائري: دراسة استشرافية»، فقد بنت نموذجا هيكليا مستلهما من نموذج «سانت لويس» المعدل، يتكون من دوال للطلب الكلي والأسعار وأسعار الفائدة والبطالة، وقدر بطريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين SLS 2وبمنهجية .ARDL كما تضمنت الدراسة سيناريوهين استشرافيين يقارنان بين التمويل التقليدي والتسهيل الكمي. وخلصت إلى أن ما طبق في الجزائر لا يمثل تيسيرا كميا بالمعنى الدقيق المتعارف عليه في الاقتصادات الصناعية، بل يقترب أكثر من التمويل النقدي المباشر للخزينة، بسبب غياب سوق مالية عميقة تسمح بشراء الأصول في الأسواق الثانوية.

وفي سنة 2023، اعتمد كرشي ومزياني في دراستهما المنشورة في المجلة الدولية للأداء الاقتصادي، المجلد 06 العدد 02، الصفحات 495–519، والموسومة ب Impact of unconventional financing on» economic growth and inflation in Algeria «، نموذج شعاع الانحدار الذاتي الهيكلي SVAR على بيانات فصلية للفترة 2006–2022. وقد ركزت الدراسة على القاعدة النقدية، والكتلة النقديةM2 ، ومؤشر الأسعار، ومعدل النمو، ضمن منطق انتقال صدمة التمويل غير التقليدي عبر مضاعف النقود. وخلصت إلى أن صدمة السياسة النقدية غير التقليدية لا تنتقل بوضوح إلى التضخم ولا إلى النمو الاقتصادي، لا في المدى القصير ولا في المدى الطويل، حتى في ظل القيود النظرية المفروضة على النموذج، وهو ما أرجعته إلى ضعف مضاعف الائتمان وخصوصية بنية الاقتصاد الجزائري.

أما أطروحة محسن عادل (2022) المقدمة بجامعة قاصدي مرباح ورقلة، والموسومة بـ«الآثار الاقتصادية للسياسات النقدية غير التقليدية: دراسة تقييمية لآلية التمويل غير التقليدي بالجزائر»، فقد اعتمدت نموذج شعاع الانحدار الذاتي (VAR) واختبار سببية غرانجر Granger على بيانات سنوية للفترة 1990–2020 تقريبا، مع تمثيل السياسة النقدية غير التقليدية بمتغير السيولة البنكية. وقد اختبرت الدراسة أثر هذه السياسة في رصيد الموازنة والميزان التجاري والدين العام الداخلي والتضخم والناتج المحلي الإجمالي. وانتهت إلى

وجود أثر موجب على رصيد الموازنة وأثر عكسي على الميزان التجاري، مقابل غياب أثر معنوي واضح على الدين الداخلي والتضخم والناتج المحلي، بما يعكس محدودية فاعلية التمويل غير التقليدي في التأثير على المتغيرات الكلية.

وفي السنة نفسها، تناولت دراسة زهاف وشيبي، 2022، المنشورة في مجلة أبعاد اقتصادية، المجلد 12، العدد 02، الصفحات 392–407، والموسومة بـ «The impact of unconventional monetary policy on inflation in Algeria- an empirical study by applying the ARDL model» ، العلاقة بين السياسة غير التقليدية والتضخم باستعمال نموذج (ARDL) على بيانات شهرية للفترة 2016M01-2021M07 واعتمدت الدراسة معدل التضخم متغيرا تابعا، والكتلة النقدية M1 ومتغيرا صوريا UMP يمثل تطبيق السياسة غير التقليدية متغيرين مستقلين. وأظهرت النتائج أن الاقتصاد الجزائري لم يتأثر كثيرا من جهة التضخم عند تطبيق التمويل غير التقليدي، إذ جاء أثر المتغير الصوري سالبا، بينما كان أثر الكتلة النقدية ضعيفا وموجبا.

3.4 مقارنة الدراسة الحالية بالدراسات السابقة وتحديد الفجوة العلمية

تظهر الدراسات الأجنبية أن السياسة النقدية غير التقليدية لا تنتقل إلى الاقتصاد الحقيقي بصورة آلية، بل تتوقف فعاليتها على طبيعة الأداة المستعملة، ودرجة تطور الأسواق المالية، ومصداقية البنك المركزي، وقوة قنوات الانتقال النقدي. فقد بيّنت دراسة Aoki و Ueda (2025)في حالة اليابان أن التوسع الكبير في ميزانية البنك المركزي، من خلال التيسير الكمي والنوعي، ساهم في التأثير على أسعار الفائدة طويلة الأجل وأسعار الأصول، غير أن أثره على التضخم والنشاط الحقيقي بقي أقل حسما. كما أوضحت دراسة Rostagno وآخرين (2025) في تجربة البنك المركزي الأوروبي أن أدوات مثل أسعار الفائدة السلبية والتوجيه المستقبلي تعمل أساسا عبر توقعات الأسواق ومنحنى العائد، بما يدل على أن السياسة غير التقليدية لا تقتصر على ضخ السيولة فقط.

وفي السياق نفسه، أبرزت دراسة Swanson (2021) الخاصة بالاحتياطي الفيدرالي الأمريكي أن أدوات السياسة النقدية غير التقليدية تختلف في آليات انتقالها؛ فالتوجيه المستقبلي يعمل عبر توقعات أسعار الفائدة، بينما تؤثر مشتريات الأصول من خلال العوائد طويلة الأجل وعلاوات المخاطر. أما دراسة Gürkaynak وآخرين (2023) حول تركيا، فقد بيّنت أن ضعف مصداقية السياسة النقدية وتراجع استقلالية البنك المركزي قد يؤديان إلى تدهور سعر الصرف وتسارع التضخم، وهو ما يؤكد أن نجاح الأدوات غير التقليدية أو المساندة يبقى مشروطا بوجود إطار مؤسسي واضح ومصداقية نقدية كافية.

أما على مستوى الدراسات الجزائرية، فقد مثلت أطروحة محسن عادل (2022) محاولة مهمة لقياس الآثار الكلية للسياسة النقدية غير التقليدية باستعمال نموذج (VAR)، غير أن اعتمادها على بيانات سنوية ومتغير واحد ممثل للسياسة، هو السيولة البنكية، يحد من قدرتها على التقاط الديناميكية القصيرة الأجل التي تميز أدوات السياسة النقدية. كما أن الدراسة تعاملت مع الأثر على المستوى الكلي المجمع، دون التمييز بين

أدوات السياسة غير التقليدية أو بين قنوات انتقالها، مما يجعل نتائجها مفيدة في الحكم العام على محدودية الأثر، لكنها غير كافية لتحديد مصدر الضعف أو القناة المعطلة.

وتكمن أهمية دراسة زهاف وشيبي (2022) في تركيزها على العلاقة بين السياسة النقدية غير التقليدية والتضخم باستعمال نموذج (ARDL)وبيانات شهرية، وهو ما يمنحها قدرة أفضل على تتبع الأثر الزمني. غير أن اختزال السياسة النقدية غير التقليدية في متغير صوري يجعل القياس محدودا، لأن المتغير الصوري يميز فقط بين وجود السياسة وعدم وجودها، ولا يعكس حجم التمويل أو شدته أو تغيره عبر الزمن. كما أن حصر التحليل في التضخم لا يسمح بفهم أثر السياسة على الائتمان والسيولة وسعر الفائدة وسعر الصرف.

أما دراسة كرشي ومزياني (2023) فتعد من الدراسات القياسية الأكثر قربا من موضوع البحث، لأنها استخدمت نموذج (SVAR) وبيانات فصلية، وحاولت تحليل انتقال صدمة التمويل غير التقليدي إلى التضخم والنمو. غير أن تركيزها على منطق مضاعف النقود جعلها تحصر قناة الانتقال في العلاقة بين القاعدة النقدية والكتلة النقدية والأسعار والنمو، دون توسيع التحليل إلى قنوات أخرى مثل الائتمان المصرفي، السيولة البنكية، سعر الفائدة الحقيقي، وسعر الصرف، كما أنها لم تدرج برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) في الدراسة.

وتتميز أطروحة عيادي (2024) بأنها قدمت مقاربة استشرافية، وهو جانب مهم، غير أن النموذج المعتمد بقي في مستوى كلي مجمع، من خلال دوال الطلب والأسعار والفائدة والبطالة، ولم يفكك أثر السياسة النقدية غير التقليدية بحسب الأدوات والقنوات. كما أن المقارنة بين التمويل التقليدي والتسهيل الكمي بقيت عامة، دون تقدير تفصيلي لحجم التدخل الأمثل أو مسار الأداة حسب كل قناة من قنوات الانتقال.

أما دراسة ديقو وقدي (2025) فتكتسب أهميتها من كونها تناولت برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) باعتباره اتجاها غير تقليدي في السياسة النقدية الجزائرية، وهو جانب أهملته أغلب الدراسات السابقة. غير أن طبيعة الدراسة بقيت وصفية ومؤسسية، إذ ركزت على خلفيات البرنامج ودوره في دعم السيولة البنكية، دون اختبار قياسي لأثره على المتغيرات النقدية والحقيقية. ومن ثم، فهي تمثل أرضية نظرية مهمة، لكنها تحتاج إلى امتداد قياسي يختبر فعالية هذه الأداة ضمن نموذج ديناميكي.

وبناء على ما سبق، يمكن القول إن الدراسات السابقة أسهمت في توضيح جوانب متعددة من السياسة النقدية غير التقليدية، سواء في التجارب الأجنبية أو في الحالة الجزائرية. فقد ركزت الدراسات الأجنبية على أدوات مثل التيسير الكمي، مشتريات الأصول، أسعار الفائدة السلبية، والتوجيه المستقبلي، بينما ركزت أغلب الدراسات الجزائرية على التمويل غير التقليدي المباشر للخزينة، أو على أثره في التضخم والنمو بصورة كلية. غير أن القاسم المشترك بينها هو محدودية التفكيك بين الأدوات المختلفة من جهة، وبين قنوات الانتقال النقدي من جهة أخرى.

ومن هنا تتحدد الفجوة العلمية للدراسة الحالية في كونها تنتقل من قياس الأثر الكلي إلى تحليل الأثر بحسب الأداة والقناة، من خلال إدراج التمويل غير التقليدي (FNC) وبرنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) ضمن

إطار قياسي واحد، وبناء نماذج (VAR) مستقلة لقنوات الائتمان المصرفي، والسيولة، وسعر الفائدة الحقيقي، وسعر الصرف والأسعار. كما تتميز الدراسة بتوظيف دوال الاستجابة الآنية (IRF)، وتحليل تفكيك تباين خطأ التنبؤ (FEVD)، والاستدلال بطريقة (Bootstrap)، إضافة إلى البعد الاستشرافي الذي يسمح بتقدير المسارات المستقبلية وحجم التدخل الأنسب.

كما تتميز الدراسة الحالية بإضافة بعد استشرافي من خلال بناء سيناريوهات شرطية للفترة 2025–2030، لا باعتبارها تنبؤات مؤكدة، وإنما كمحاكاة مبنية على فرضيات محددة حول توسع أو تراجع بعض أدوات السياسة النقدية غير التقليدية. وبذلك تسعى الدراسة إلى تقديم قراءة أكثر دقة لفعالية هذه الأدوات في الجزائر، ليس فقط من حيث وجود الأثر أو غيابه، بل من حيث الأداة الأكثر ارتباطا بالجهاز المصرفي، والقناة الأكثر قدرة على نقل الأثر إلى النشاط الحقيقي.

5. إشكالية الدراسة

رغم أن الجزائر لجأت إلى أدوات غير تقليدية في سياقات اقتصادية ومالية خاصة، إلا أن طبيعة هذه الأدوات وقنوات انتقالها ما تزال محل نقاش. فالتمويل غير التقليدي ارتبط أساسا بتمويل الخزينة العمومية، في حين ارتبط برنامج إعادة التمويل الخاص بدعم السيولة داخل الجهاز المصرفي. وهذا الاختلاف في طبيعة الأداتين يطرح إشكالا حول مدى تشابه أو اختلاف أثرهما على الاقتصاد الحقيقي والأسعار.

كما أن الأدبيات التي تناولت الحالة الجزائرية ركزت غالبا على العلاقة بين التمويل غير التقليدي والتضخم، أو على الطابع القانوني والمالي لهذه السياسة، في حين لم تحظ قنوات الانتقال النقدي بالاهتمام الكافي، خاصة من حيث التمييز بين قناة الائتمان المصرفي، قناة السيولة، قناة سعر الفائدة الحقيقي، وقناة سعر الصرف والأسعار. وعليه، تتمحور إشكالية الدراسة حول السؤال الرئيسي الآتي:

إلى أي مدى انتقلت آثار أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر، ممثلة في التمويل غير التقليدي وبرنامج إعادة التمويل الخاص، إلى الاقتصاد الحقيقي والأسعار عبر قنوات الانتقال النقدي، وما آفاق استخدامها مستقبلا؟

وتتفرع عن هذه الإشكالية الأسئلة الفرعية الآتية

1. ما هي الأسس النظرية التي تفسر التحول من السياسة النقدية التقليدية إلى السياسة النقدية غير التقليدية؟
2. ما هي أهم الأدوات غير التقليدية التي استخدمتها البنوك المركزية في التجارب الدولية؟
3. ما هي الدروس الممكن للجزائر الاستفادة منها من تجارب الدول الأخرى؟
4. ما الخصوصية التي ميزت استعمال السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر مقارنة بالتجارب الدولية؟

5. ما مدى فعالية التمويل غير التقليدي (FNC) وبرنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) في التأثير على قنوات القرض، السيولة، سعر الفائدة الحقيقي، وسعر الصرف في الجزائر؟
6. ما الآثار المحتملة لاستمرار أو سحب أدوات دعم السيولة، وما حدود استعمال التسبيق للخزينة والاحتياطي الإجباري مستقبلا؟

6. فرضيات الدراسة

انطلاقا من الإشكالية المطروحة، تقوم الدراسة على الفرضيات الآتية:

1. **الفرضية الأولى** :كان لصدمة أسعار النفط بعد سنة 2014 أثر مباشر في إضعاف موارد الدولة والسيولة المصرفية، مما ساهم في تراجع فعالية الأدوات التقليدية ودفع السلطات إلى اللجوء إلى أدوات غير تقليدية.
2. **الفرضية الثانية** :يمثل التمويل غير التقليدي (FNC) أداة ذات طابع مالي وتمويلي مرتبط بالخزينة أكثر من كونه أداة نقدية موجهة مباشرة إلى الجهاز المصرفي، لذلك يكون انتقال أثره إلى الاقتصاد الحقيقي غير مباشر ومحدود نسبيا.
3. **الفرضية الثالثة** :يمتلك برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) قدرة أكبر على التأثير في القنوات المصرفية والنقدية، خاصة قناة السيولة وقناة سعر الفائدة الحقيقي، مقارنة بالتمويل غير التقليدي.
4. **الفرضية الرابعة** :تبقى قناة الائتمان المصرفي أقل فعالية في نقل أثر السياسة النقدية غير التقليدية، لأن توفر السيولة لا يتحول آليا إلى ائتمان منتج في ظل القيود البنكية والمؤسسية.
5. **الفرضية الخامسة** :لا تمثل قناة سعر الصرف والأسعار القناة الرئيسية لانتقال أثر أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر، رغم بقاء المخاطر التضخمية قائمة في حالة التوسع النقدي غير الموجه.
6. **الفرضية السادسة** :إن الاستعمال المستقبلي لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر يجب أن يكون مؤقتا، موجها، ومشروطا بقدرته على دعم التمويل المنتج، مع تجنب تحويل التسبيق للخزينة إلى آلية دائمة لتمويل العجز.

7. منهجية الدراسة وأدواتها

تعتمد الدراسة على منهجية مركبة تجمع بين المنهج الوصفي، المنهج المقارن، مع استخدام الأدوات القياسية. فقد تم استعمال المنهج الوصفي في عرض الإطار النظري للسياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية، وتحليل مبررات التحول نحو الأدوات غير التقليدية. كما تم اعتماد المنهج المقارن في دراسة تجارب بعض الدول الصناعية والناشئة، بهدف استخلاص الدروس الممكنة بالنسبة للحالة الجزائرية.

أما في الجانب التطبيقي، فقد تم اعتماد الأدوات القياسية من خلال نماذج متجه الانحدار الذاتي(VAR) ، باعتبارها مناسبة لتحليل العلاقات الديناميكية بين المتغيرات الاقتصادية الكلية، وتتبع أثر الصدمات عبر الزمن. وقد تم بناء النماذج حسب قنوات الانتقال، بحيث يضم كل نموذج أداتي السياسة النقدية غير التقليدية، أي (FNC) و(PSR)، إضافة إلى متغير القناة والمتغير الهدف.

وتشمل القنوات المدروسة قناة الائتمان المصرفي، قناة السيولة المصرفية، قناة سعر الفائدة الحقيقي، وقناة سعر الصرف والأسعار. كما تم إدراج نموذج موسع يتضمن الاحتياطي الإجباري(RR) ، إلى جانب بناء سيناريوهات استشرافية الى آفاق 2030 حول (PSR)، الاحتياطي الإجباري، والتسبيق للخزينة. وتمت الاستعانة بدوال الاستجابة الآنية (IRF) وتحليل تفكيك تباين خطأ التنبؤ (FEVD) لتفسير قوة واتجاه انتقال الصدمات.

8. حدود الدراسة

تتحدد حدود الدراسة في ثلاثة مستويات رئيسية: حدود موضوعية، زمنية، ومكانية. فمن الناحية الموضوعية، تركز الدراسة على السياسة النقدية غير التقليدية من خلال أداتين أساسيتين في الحالة الجزائرية، هما التمويل غير التقليدي FNC وبرنامج إعادة التمويل الخاصPSR ، مع تحليل قنوات انتقالهما إلى النشاط الاقتصادي والأسعار.

أما من الناحية الزمنية، فتغطي الدراسة القياسية الفترة الممتدة من الثلاثي الأول لسنة 2005 إلى الثلاثي الرابع لسنة 2024، وهي فترة تسمح بمقارنة مرحلة ما قبل استعمال الأدوات غير التقليدية بمرحلة ظهورها وتطورها. كما تمتد القراءة الاستشرافية إلى الفترة 2025–2030 من خلال سيناريوهات شرطية مبنية على نتائج نماذج (VAR).

ومن الناحية المكانية، تركز الدراسة التطبيقية على الاقتصاد الجزائري، مع الاستعانة بتجارب دولية مختارة في الفصل المقارن من أجل فهم طبيعة الأدوات غير التقليدية ودروسها الممكنة. ولا تهدف المقارنة الدولية إلى إسقاط التجارب الأجنبية على الجزائر بصورة مباشرة، بل إلى إبراز شروط نجاح هذه الأدوات وحدود تكييفها مع السياق الجزائري.

9. هيكل الدراسة

لمعالجة الإشكالية المطروحة، تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول مترابطة.

يتناول الفصل الأول الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية، من خلال تتبع تطور الفكر النقدي، وتحديد مفهوم السياسة النقدية التقليدية وأدواتها وقنوات انتقالها، ثم تحليل حدودها ومبررات التحول نحو الأدوات غير التقليدية.

أما الفصل الثاني، فيخصص لتحليل التجارب الدولية في السياسة النقدية غير التقليدية، من خلال عرض نماذج من الدول الصناعية والدول الناشئة، ثم تقديم تركيب مقارن يسمح باستخلاص الدروس المتعلقة بطبيعة الأدوات، شروط فعاليتها، ومخاطر استعمالها، مع إبراز قابلية تكييفها مع السياق الجزائري.

أما الفصل الثالث، فيمثل الجانب التطبيقي للدراسة، حيث يتم تحليل قنوات انتقال السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر باستعمال نماذج (VAR) خلال الفترة 2005–2024. ويتضمن هذا الفصل توصيف المتغيرات، اختبارات السكون، تقدير النماذج حسب القنوات، اختبارات الصلاحية، تحليل دوال الاستجابة الآنية وتحليل التباين، ثم بناء سيناريوهات استشرافية الى آفاق 2030، قبل عرض النتائج العامة والتوصيات.

وبذلك تسعى الدراسة إلى تقديم قراءة متكاملة للسياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر، تربط بين الأساس النظري، الدروس الدولية، والتحليل القياسي، بما يسمح بفهم طبيعة هذه الأدوات، حدود فعاليتها، وآفاق استخدامها مستقبلا.

الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية

تمهيد

شهدت السياسة النقدية منذ سبعينيات القرن العشرين إلى غاية العقد الثالث من القرن الحادي والعشرين تحولات عميقة عكست تطور الفكر الاقتصادي وتغير طبيعة الصدمات التي تواجه الاقتصادات الحديثة. فمنذ هيمنة المقاربات الكلاسيكية والنيوكلاسيكية ظلت السياسة النقدية التقليدية الإطار المرجعي الأساسي لتحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي، خاصة من خلال التحكم في سعر الفائدة واستهداف استقرار الأسعار.

غير أن الأزمة المالية العالمية لسنتي 2007 و2008 شكلت نقطة تحول مفصلية، إذ كشفت عن حدود الإطار التقليدي للسياسة النقدية وعجز أدواته عن مواجهة صدمات نظامية عميقة اتسمت بتعقد الأسواق المالية، وضعف قنوات الانتقال النقدي، وبلوغ أسعار الفائدة حدودها الدنيا. وأمام هذه التحديات، اضطرت البنوك المركزية إلى إعادة النظر في فلسفة تدخلها، واللجوء إلى أدوات وسياسات غير تقليدية تجاوزت المنطق القائم على سعر الفائدة، لتشمل إدارة التوقعات، والتدخل المباشر في الأسواق المالية، وتوسيع ميزانياتها، ودعم الاستقرار المالي.

وعليه، يهدف هذا الفصل إلى بناء إطار نظري للسياسة النقدية غير التقليدية، من خلال تتبع تطور الفكر النقدي ودوره في تشكيل السياسة النقدية، ثم عرض الإطار المفاهيمي والوظيفي للسياسة النقدية التقليدية، قبل تحليل حدودها البنيوية ومبررات التحول نحو الأدوات غير التقليدية، وصولا إلى تحديد مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية وخصائصها وأدواتها وآليات تمييزها عن السياسة النقدية التقليدية.

المبحث الأول: تطور الفكر النقدي ودوره في تشكيل السياسة النقدية

يشكل تطور الفكر الأرثوذكسي في السياسة النقدية أحد المرتكزات الأساسية لفهم التحولات التي عرفتها أدوات وأهداف التدخل النقدي عبر الزمن، إذ لم تتشكل السياسة النقدية في صورتها المعاصرة دفعة واحدة، بل جاءت نتيجة مسار فكري تراكمي تفاعل مع التحولات الاقتصادية والمؤسساتية والأزمات الدورية. وقد ارتبط هذا المسار بإعادة تعريف دور النقود في الاقتصاد، وبالانتقال التدريجي من مقاربات تقوم على حياد النقود والتوازن التلقائي للأسواق، إلى أطر أكثر تعقيدا تعترف بدور السياسة النقدية في إدارة الاستقرار الاقتصادي الكلي.

وفي هذا السياق، عرف الفكر الأرثوذكسي تحولات متعاقبة، بدأت بالمدرسة الكلاسيكية والنيوكلاسيكية التي كرست الفصل بين الحقيقي والنقدي، ثم القطيعة الكينزية التي شككت في فرضية التوازن التلقائي وحياد النقود، قبل أن تعود الأرثوذكسية إلى الواجهة من خلال المدرسة النقدية، ثم تعاد صياغتها نظريا ضمن إطار الكلاسيكية الجديدة الجديدة، وتترجم مؤسساتيا عبر الإجماع النقدي الجديد. وقد مثلت هذه المرحلة ذروة التطور الأرثوذكسي للسياسة النقدية قبل أن تكشف الأزمة المالية العالمية لسنتي 2007و2008 عن حدود هذا الإطار.

المطلب الأول: المقاربات التأسيسية للسياسة النقدية –من الكلاسيك إلى القطيعة الكينزية–

يتتبع هذا المطلب الجذور الفكرية الأولى للسياسة النقدية عبر ثلاث مراحل تأسيسية: المرحلة الكلاسيكية التي كرست حياد النقود والفصل بين الحقيقي والنقدي، والمرحلة النيوكلاسيكية التي رسخت إطار التوازن العام، ثم القطيعة الكينزية التي شككت في هذه الفرضيات وأعادت للسياسة النقدية دورا فاعلا في الاستقرار الكلي.

1. المرحلة الكلاسيكية (Classical): حياد النقود وآلية التوازن الطبيعي

في إطار الفكر الكلاسيكي الذي امتد من القرن الثامن عشر الى غاية منتصف القرن التاسع عشر، اعتبر الاقتصاديون الكلاسيكيون، وفي مقدمتهم آدم سميث ودايفيد ريكاردو، أن النقود عنصرا محايدا يقتصر دورها على تسهيل المبادلات، دون تأثير جوهري على المتغيرات الحقيقية للاقتصاد. فقد انطلق التحليل الكلاسيكي من فرضية التوازن الطبيعي للأسواق، حيث تؤدي مرونة الأسعار والأجور إلى امتصاص الصدمات تلقائيا، ما يجعل تدخل الدولة أو السلطات النقدية غير ضروري بل ومشوه لهذا التوازن. (Smith, 1776) (Ricardo, 1817).

وعليه، لم تطرح السياسة النقدية كأداة لإدارة الدورة الاقتصادية، بل كآلية تقنية تهدف أساسا إلى الحفاظ على استقرار القيمة النقدية ومنع الاضطرابات التضخمية. وقد أسست هذه المرحلة لمفهوم حياد النقود الذي سيظل حجر الزاوية في المقاربات الأرثوذكسية اللاحقة.

2. المرحلة النيوكلاسيكية(Neoclassical) : التوازن العام وترسيخ الفصل بين الحقيقي والنقدي

شهدت المرحلة النيوكلاسيكية، التي امتدت من نهاية القرن التاسع عشر الى غاية ثلاثينيات من القرن العشرين، ترسيخ التحليل الاقتصادي القائم على نماذج التوازن العام، ولا سيما من خلال إسهامات ليون ولراس وألفرد مارشال، حيث يفترض هذا الإطار عقلانية الأفراد وقدرة الأسواق التنافسية على تحقيق التوازن الذاتي. ففي نموذج ولراس، يتمحور التحليل حول العلاقات الحقيقية بين الإنتاج والتبادل والاستهلاك، في حين تدرج النقود بوصفها وسيطا للتبادل ووحدة للحساب، دون أن يكون لها دور مستقل في تحديد المتغيرات الحقيقية للاقتصاد. (WALRAS, 1874)

وفي الاتجاه نفسه، عزز مارشال هذا التصور من خلال تمييزه بين الأجلين القصير والطويل، حيث أقر بإمكانية حدوث تأثيرات نقدية مؤقتة، لكنه خلص في الأجل الطويل إلى أن الإنتاج والتشغيل يتحددان بعوامل حقيقية، بينما يقتصر أثر النقود على المستوى العام للأسعار (MARSHALL, 1890) .

3. المرحلة الكينزية(Keynesian): القطيعة مع حياد النقود وأولوية السياسة المالية

أحدثت أزمة الكساد العظيم (1929–1933) تحولا جذريا في النظرية الاقتصادية، إذ بينت أن الأسواق لا تستطيع دائما تحقيق التوازن الذاتي، وأن الطلب الكلي قد يكون غير كاف لتحقيق التشغيل الكامل. من هنا برزت أفكار جون ماينارد كينز في كتابه النظرية العامة للتشغيل والفائدة والنقود الذي ظهر عام 1936، والذي أعاد تعريف العلاقة بين النقود والاقتصاد الحقيقي.

حيث رأى كينز أن الادخار والاستثمار لا يتساويان بالضرورة، وأن تحديد سعر الفائدة هو العامل الحاسم في توجيه الاستثمارات، ومن ثم يجب على الدولة والبنك المركزي التدخل عبر السياسة النقدية لخفض الفائدة وتحفيز الطلب الكلي. فبذلك، أصبحت السياسة النقدية أداة أساسية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي إلى جانب السياسة المالية. (Keynes, 1936)

غير أن هذا التحول لم يؤد إلى بناء نظرية نقدية تشغيلية متكاملة، بقدر ما أعاد ترتيب أدوار السياسات الاقتصادية، ففي التحليل الكينزي، لم تقدم السياسة النقدية كأداة مستقلة وفعالة في جميع الظروف، بل كآلية مساندة لسياسة مالية نشطة، خاصة في حالات فخ السيولة حيث تفقد تغييرات سعر الفائدة قدرتها على تحفيز الاستثمار. وبذلك، جرى تهميش الدور المركزي للسياسة النقدية لصالح السياسة المالية، وهو ما يفسر محدودية الإسهام الكينزي في تطوير إطار مؤسساتي لإدارة السياسة النقدية، رغم أهميته في كسر فرضية الحياد النقدي.

المطلب الثاني: إعادة بناء الأرثوذكسية والتوليف المؤسساتي المعاصر

إذا كان المطلب السابق قد أظهر كيف تأسس النقاش حول حياد النقود ثم انكسر مع كينز، فإن هذا المطلب يتتبع كيف أعادت المدارس اللاحقة بناء الأرثوذكسية النقدية على أسس جديدة، من النقديين الذين استعادوا مركزية النقود بأدوات كينزية، إلى الكلاسيكيين الجدد الذين أدخلوا التوقعات الرشيدة، ثم الكينزيين الجدد الذين أنتجوا التوليف بين المرونة والقواعد، وصولا إلى الإجماع النقدي الجديد الذي ترجم هذا التوليف مؤسساتيا عبر قاعدة تايلور واستهداف التضخم واستقلالية البنك المركزي وهو الإطار الذي ستكشف أزمة 2007–2008 عن حدوده في المبحث الثالث.

1. المرحلة النقدية (Monetarism): إعادة الاعتبار للنقود ضمن إطار قواعدي

برزت المرحلة النقدية منذ خمسينيات القرن العشرين، خاصة مع أعمال ميلتون فريدمان، كرد فعل مباشر على الهيمنة الكينزية التي قللت من دور النقود في تفسير التقلبات الاقتصادية. فقد أعادت المدرسة النقدية التأكيد على مركزية عرض النقود في تحديد المستوى العام للأسعار، معتبرة أن التضخم ظاهرة نقدية بالأساس ناتجة عن التوسع المفرط في الكتلة النقدية(Friedman, 1968) .

وعلى الرغم من اعترافها بإمكانية تأثير السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي في الأجل القصير، فإنها أكدت حياد النقود في الأجل الطويل، بما ينسجم مع الرؤية الأرثوذكسية. كما رفضت هذه المرحلة التدخل التقديري للسلطات النقدية، ودعت إلى اعتماد قواعد نقدية ثابتة لتفادي عدم اليقين والانحياز التضخمي. وقد شكلت هذه المرحلة أساسا فكريا مهما لاستقلالية البنوك المركزية وتركيز السياسة النقدية على استقرار الأسعار.

2. المرحلة الكلاسيكية الجديدة الجديدة(New Neoclassical Synthesis):

منذ أواخر السبعينيات وخلال الثمانينيات وبداية التسعينيات من القرن العشرين، ظهرت المرحلة الكلاسيكية الجديدة الجديدة كمحاولة لإعادة توحيد الفكر الأرثوذكسي بعد الانتقادات التي وجهت لكل من الكينزية التقليدية والنقدية. وقد قامت هذه المرحلة على الجمع بين فرضية التوقعات العقلانية للكلاسيكية الجديدة ومساهمات الكينزية الجديدة المتعلقة بوجود جمود اسمي في الأسعار والأجور (Goodfriend & King, 1997, p. 232). ووفق هذا الإطار، تعد السياسة النقدية غير محايدة في الأجل القصير فقط، بينما تستعيد النقود حيادها في الأجل الطويل. كما اعتمدت هذه المرحلة على الأسس الجزئية ونماذج التوازن العام العشوائي الديناميكي (DSGE) لتحليل السياسة النقدية. وقد مثلت هذه المرحلة إطارا نظريا مرجعيا للاقتصاد الكلي المعاصر، دون أن تشكل بحد ذاتها نموذجا مؤسساتيا للتدخل النقدي.

3. مرحلة الإجماع النقدي الجديد (New Monetary Consensus):

خلال التسعينيات إلى غاية الأزمة المالية العالمية في 2007، تبلور الإجماع النقدي الجديد بوصفه الإطار التطبيقي المهيمن لإدارة السياسة النقدية في الاقتصادات الصناعية. وقد استند هذا الإجماع إلى الأسس النظرية للمرحلة الكلاسيكية الجديدة الجديدة، مع التركيز على استهداف التضخم كهدف نهائي للسياسة النقدية، وتعزيز استقلالية البنك المركزي لضمان المصداقية واستقرار التوقعات. (Bernanke & Mishkin, 1997; Clarida et al., 1999)

كما اعتمد سعر الفائدة قصير الأجل كأداة رئيسية للتدخل، في إطار قواعد واضحة تقلص الطابع التقديري للسياسة النقدية، لا سيما على غرار قاعدة تايلور (Taylor, 1993)، مما أفضى إلى تعزيز الشفافية والمصداقية. (Mishkin, 2007)

وفي هذه المرحلة، جرى تهميش السياسة المالية من إدارة الاستقرار الاقتصادي الكلي، انطلاقا من فرضية أن استقرار الأسعار كفيل بضمان النمو المستدام (Goodfriend & King, 1997). وقد مثل هذا الإطار ذروة تطور الأرثوذكسية النقدية قبل أن تتكشف حدوده البنيوية.

4. مرحلة تصدع الإجماع وبروز السياسات النقدية غير التقليدية

منذ الأزمة المالية العالمية لسنتي 2007و2008، دخلت السياسة النقدية مرحلة مفصلية اتسمت بتصدع الإطار التطبيقي للإجماع النقدي الجديد، بعد أن بلغت أدواته التقليدية حدودها القصوى. فقد أدّى انخفاض أسعار الفائدة إلى مستويات قريبة من الصفر، وظهور فخ السيولة، إلى إضعاف فعالية القناة التقليدية لسعر الفائدة في تحفيز الطلب الكلي والنشاط الائتماني. (Gertler & Karadi, 2011)

كما أبرزت الأزمة هشاشة قنوات الانتقال النقدي، خاصة قناة الائتمان، وكشفت عن تجاهل الإطار التقليدي لمخاطر عدم الاستقرار المالي والتراكم المفرط للمخاطر النظامية. (Borio, 2014b)

وفي هذا السياق، اضطرت البنوك المركزية الكبرى إلى توسيع نطاق تدخلها عبر تبني سياسات نقدية غير تقليدية، تمثلت في أدوات غير تقليدية متعددة، يأتي تحليلها التفصيلي في المبحث الرابع، بهدف استعادة فعالية السياسة النقدية ودعم الاستقرار المالي. وقد مثل هذا التحول انتقالا من سياسة قائمة على إدارة سعر الفائدة إلى سياسة قائمة على إدارة ميزانية البنك المركزي والتأثير المباشر في هيكل الأسواق المالية.

ومع ذلك، لا تعبر هذه المرحلة عن قطيعة نظرية كاملة مع الأرثوذكسية النقدية، بقدر ما تعكس تكيفا عمليا واستثنائيا لإطار قائم مع صدمات نظامية غير مسبوقة، مما أعاد تعريف دور البنك المركزي وحدود تدخله في الاقتصاد، دون المساس بالمرتكزات النظرية الأساسية للفكر الأرثوذكسي، ولا سيما فرضية حياد النقود في الأجل الطويل.

الجدول (1-1): تطور مراحل الفكر الأرثوذكسي في السياسة النقدية

المرحلة	الفترة الزمنية	التصور النظري للنقود	دور السياسة النقدية	النتيجة/الانتقال
المرحلة الكلاسيكية (Classical)	القرن 18 – منتصف القرن 19	النقود محايدة، غطاء للمبادلات	دور تقني محدود يقتصر على استقرار القيمة	إقصاء التدخل النقدي ورفض إدارة الدورة
المرحلة النيوكلاسيكية (Neoclassical)	نهاية القرن 19 – 1930	الفصل بين الحقيقي والنقدي، توازن عام	ضبط الكتلة النقدية دون أثر حقيقي دائم	ترسيخ حياد النقود وتحليل التوازن
المرحلة الكينزية (Keynesian)	1936 – خمسينيات القرن 20	كسر حياد النقود، عدم يقين	دور ثانوي للنقد مقابل أولوية المالية	محدودية السياسة النقدية التقليدية
المرحلة النقدية (Monetarism)	خمسينيات – سبعينيات	التضخم ظاهرة نقدية، حياد طويل الأجل	قواعد نقدية صارمة واستقرار الأسعار	إعادة مركزية النقود ضمن إطار قواعدي
المرحلة الكلاسيكية الجديدة الجديدة (New Neoclassical Synthesis)	أواخر سبعينيات-تسعينيات	توقعات عقلانية + جمود اسمي	فعالية قصيرة الأجل، حياد طويل الأجل	تأسيس الإطار النظري الحديث للسياسة
مرحلة الإجماع النقدي الجديد (New Monetary Consensus)	تسعينات-2007	استقرار الأسعار شرط للاستقرار الكلي	سعر الفائدة، استهداف التضخم، استقلالية	ذروة الأرثوذكسية النقدية التطبيقية
مرحلة ما بعد الأزمة وبروز السياسات النقدية غير التقليدية	منذ 2007– 2008	تكثيف الأرثوذكسية مع الصدمات النظامية	أدوات غير تقليدية	تجاوز حدود PMC وبروز السياسات غير التقليدية

المصدر: من إعداد الباحث بالاستناد إلى الأدبيات النظرية المؤسسة لتطور الفكر النقدي والسياسة النقدية، لا سيما:
Smith (1776) ، Ricardo (1817), Walras (1874), Marshall (1890), Keynes (1936), Friedman (1968), Goodfriend and King (1997), Bernanke and Mishkin (1997), Taylor (1993), Clarida et al. (1999), Mishkin (2007), Gertler and Karadi(2011) , Borio(2014)

يظهر عرض مراحل تطور الفكر الأرثوذكسي في مجال السياسة النقدية، بدءا من المرحلة الكلاسيكية والنيوكلاسيكية القائمة على حياد النقود، مرورا بالقطيعة الكينزية، ثم إعادة الاعتبار لدور النقود في إطار المدرسة النقدية، وصولا إلى مرحلة الكلاسيكية الجديدة الجديدة وترجمتها التطبيقية من خلال الإجماع النقدي الجديد، مسارا تراكميا اتسم بالتدرج أكثر مما اتسم بالقطيعة الجذرية. وقد أفضى هذا المسار إلى ترسيخ هيمنة السياسة النقدية التقليدية وأدواتها، وعلى رأسها سعر الفائدة، باعتبارها كافية لضمان الاستقرار الاقتصادي الكلي في ظل إطار قاعدي قائم على المصداقية واستقلالية البنك المركزي.

غير أن الأزمة المالية العالمية لسنتي 2007 و2008 كشفت عن حدود هذا الإطار التقليدي، خاصة في البيئات التي بلغت فيها أسعار الفائدة حدها الأدنى، وضعفت قنوات انتقال السياسة النقدية، وبرزت مخاطر عدم الاستقرار المالي والصدمات النظامية. وفي هذا السياق، لم يكن بروز السياسات النقدية غير التقليدية نتيجة تحول فكري منفصل، بقدر ما كان استجابة عملية لقصور السياسة النقدية التقليدية عن التعامل مع أوضاع استثنائية.

المبحث الثاني: السياسة النقدية التقليدية: الإطار المفاهيمي والوظيفي

بعد استعراض المسار التاريخي لتطور الفكر الأرثوذكسي في السياسة النقدية، تبرز الحاجة إلى الانتقال من التحليل التاريخي الفكري إلى التحديد المفاهيمي والوظيفي للسياسة النقدية التقليدية، باعتبارها الإطار العملي الذي ساد قبل بروز السياسات النقدية غير التقليدية. ففهم حدود هذا الإطار لا يمكن أن يتم دون ضبط مفهوم السياسة النقدية التقليدية، وتحديد أهدافها الأساسية، واستعراض أدواتها الرئيسية التي اعتمدت عليها البنوك المركزية في إدارة الاستقرار الاقتصادي الكلي.

المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية التقليدية وأهدافها

يهدف هذا المطلب إلى تقديم مفهوم للسياسة النقدية التقليدية، وبيان موقعها داخل المنظومة الأرثوذكسية، مع التركيز على أهدافها العامة. ويعد هذا التحديد خطوة منهجية ضرورية تمكن من استعراض أدوات السياسة النقدية التقليدية في المطلب الموالي.

1. مفهوم السياسة النقدية التقليدية

تعد السياسة النقدية مفهوما أساسيا في علم الاقتصاد، وتختلف تعريفاتها باختلاف المصادر والمقاربات المعتمدة، فمن جهة، تقدم المؤسسات النقدية، على سبيل المثال البنوك المركزية والمنظمات المالية الدولية، تعريفات تعكس مهامها وأهدافها. ومن جهة أخرى، يقترح الاقتصاديون تفسيرات نظرية تركز على جوانب مختلفة، مثل استقرار الأسعار، والنمو الاقتصادي، وإدارة السيولة. ومن أجل تقديم رؤية شاملة، سنستعرض فيما يلي بعض التعريفات الصادرة عن المؤسسات النقدية، إلى جانب تلك التي وردت من الاقتصاديون.

1.1التعريفات المؤسساتية

تعتمد المؤسسات المالية والمنظمات الدولية تعريف السياسة النقدية التقليدية وفقا لأهدافها والأدوات المستخدمة لتحقيقها:

وفقا للصندوق النقد الدولي، فإن السياسة النقدية التقليدية "هي الآلية التي تعتمدها البنوك المركزية لتعديل أسعار الفائدة وإدارة السيولة النقدية بهدف الحفاظ على استقرار الأسعار وتخفيض واستقرار مستويات التضخم". (IMF , 2023)

بينما يرى البنك المركزي الأوروبي أن السياسة النقدية التقليدية "هي إطار تدخل يعتمد على تعديل أسعار الفائدة واستخدام أدوات أخرى بهدف تحقيق استقرار الأسعار، من خلال الحفاظ على معدل التضخم عند 2% على المدى المتوسط من أجل دعم النمو الاقتصادي". (ECB, 2021)

واستنادا إلى تقرير السياسة النقدية المقدم من البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي إلى الكونغرس يمكن تعريف السياسة النقدية على "أنها الأداة التي تستخدمها اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة (FOMC) لضبط أسعار الفائدة ومستوى السيولة في الاقتصاد بهدف تحقيق أقصى مستوى من التوظيف، واستقرار الأسعار، ومعدلات فائدة طويلة الأجل معتدلة، وتستند قرارات السياسة النقدية إلى تقييمات دورية لنواقص التوظيف ومستويات التضخم، كما يتم تعديلها وفقا للظروف الاقتصادية والمالية لضمان الاستقرار الاقتصادي". (FEDERAL RESERVE, 2025)

تؤكد هذه التعريفات على الدور المركزي الذي تؤديه البنوك المركزية في إدارة الاستقرار الاقتصادي من خلال أدوات السياسة النقدية التقليدية.

2.1 تعريفات من وجهة نظر الاقتصاديين

ساهم العديد من الاقتصاديين في تطوير مفهوم السياسة النقدية التقليدية فمثلا يعتبر Keynes "السياسة النقدية أداة أساسية لتنظيم الاقتصاد، إلا أن فعاليتها تعتمد على سلوك الفاعلين الاقتصاديين والظروف الاقتصادية السائدة. ويرى أن التغيرات في الكتلة النقدية وأسعار الفائدة داخل اقتصاد السوق تؤثر بشكل مباشر على الاستثمار والاستهلاك، مما يؤدي إلى تحفيز الطلب الكلي". (Keynes, 1936)

ومع ذلك، يشير Keynes إلى أن السياسة النقدية قد تفقد فعاليتها في أوقات الركود الحاد، خاصة عند وقوع الاقتصاد في فخ السيولة، حيث لا يؤدي تخفيض أسعار الفائدة إلى تحفيز الاستثمار (Keynes, 1936, p. 106). لهذا أكد كينز على أهمية تدخل الدولة والجمع بين السياسة المالية والسياسة النقدية، بحيث تلعب هاته الأخيرة دورا تكميليا لدعم النشاط الاقتصادي وتحقيق التوظيف الكامل.

ويرى Friedman أن السياسة النقدية يجب أن تستند إلى المتغيرات القابلة للتحكم من طرف السلطات النقدية، على غرار الكتلة النقدية، بدلا من الاعتماد على مؤشرات غير مستقرة كالبطالة أو أسعار الفائدة. كما يعارض فكرة استخدام أسعار الصرف كأداة رئيسية للسياسة النقدية في الولايات المتحدة. (Friedman M. , 1968, pp. 14-15)

ينتقد Friedman التغييرات الحادة التي تتبعها البنوك المركزية المتمثلة في اتخاذ قرارات متأخرة ومبالغ فيها، مما يؤدي إلى اضطرابات اقتصادية، فهو يرى أن التضخم لا ينتج فقط عن العوامل الخارجية أو الصدمات المؤقتة، بل يرجع دائما إلى التوسع المفرط في الكتلة النقدية، وقد لخص هذه الفكرة بقوله:"التضخم هو دائما وفي كل مكان ظاهرة نقدية." (Friedman M. , 1970, p. 11)

ولتجنب هذه التقلبات، يقترح اعتماد معدل نمو نقدي ثابت يتراوح بين 3% و5% سنويا، بهدف تحقيق استقرار الأسعار وتعزيز بيئة اقتصادية متوازنة. (Friedman M. , 1968, p. 16)

ويوضح قدي بأن "البنك المركزي يتدخل في السياسة النقدية على أساس سلطة نقدية باستخدام مجموعة من التدابير قصد ضمان استقرار أسعار الصرف والتحكم في النقود وأسعار الفائدة وشروط الائتمان". (قدي، 2006)

كما يبينMishkin "أن السياسة النقدية المتوازنة تعد عاملا أساسيا في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، فالإفراط في التوسع النقدي قد يؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم، مما يعيق النمو الاقتصادي، بينما قد يتسبب التشديد المفرط في حدوث ركود وزيادة البطالة". (Mishkin, 2022, p. 435)

وعليه يمكن استنتاج أن السياسة النقدية التقليدية هي عبارة عن قرارات واجراءات تتخذها السلطة النقدية المتمثلة في البنك المركزي للتأثير في الأوضاع النقدية والمالية للاقتصاد، أساسا عبر سعر الفائدة قصير الأجل وتدبير السيولة اليومية، بما يسمح بتوجيه الطلب الكلي والتضخم ضمن أفق زمني متوسط، وتمتاز هذه السياسة بأنها تقليدية لكونها تعمل في بيئة تفترض فيها أن تكون قنوات الانتقال فعالة وعدم تعطل الأسواق المالية.

2. أهداف السياسة النقدية التقليدية

تعد السياسة النقدية أحد أهم أدوات السياسة الاقتصادية الكلية، إذ تضطلع بدور محوري في تحقيق الاستقرار النقدي والمالي ودعم الأداء العام للاقتصاد. ولا يمكن تقييم فعالية السياسة النقدية بمعزل عن تحليل أهدافها، التي تشكل الإطار التوجيهي لتدخلات البنك المركزي، سواء على المستوى الاستراتيجي أو التنفيذي.

وفي هذا السياق، استقر الفكر الاقتصادي النقدي على اعتماد مقاربة هرمية تقسم أهداف السياسة النقدية إلى ثلاثة مستويات مترابطة وهي الأهداف النهائية، الأهداف الوسيطة والأهداف التشغيلية.

1.2الأهداف النهائية للسياسة النقدية

تمثل الأهداف النهائية للسياسة النقدية الغايات الكلية التي تسعى السلطة النقدية إلى بلوغها على المدى المتوسط والبعيد، وهي تعكس الوظيفة الاستقرارية للبنك المركزي في منظومة الاقتصاد الكلي. وفي الأدبيات النقدية المعاصرة، يعد استقرار الأسعار الهدفَ المحوري للسياسة النقدية، إذ يقصد به الحفاظ على معدل تضخم منخفض ومستقر، بما يكفل صون القوة الشرائية للنقود، ويحد من حالة عدم اليقين، ويسهم في تعزيز شفافية الأسعار النسبية، مما ينعكس إيجابا على تخصيص الموارد والادخار والاستثمار. (Mishkin et al., 2013,pp.275-276)

وإلى جانب استقرار الأسعار، تشير الأدبيات إلى جملة من الأهداف الأخرى المرتبطة بالسياسة النقدية، من أبرزها دعم مستويات التشغيل المرتفعة، وتحفيز النمو الاقتصادي، والحفاظ على استقرار الأسواق المالية،

واستقرار أسعار الفائدة، واستقرار أسواق الصرف الأجنبي. غير أن هذه الأهداف لا تطرح في الغالب بوصفها بدائل مكافئة لهدف استقرار الأسعار، بل باعتبارها أهدافا مكملة تتحدد أهميتها النسبية تبعا لدرجة استقلالية البنك المركزي، وبنية الاقتصاد، وطبيعة الصدمات التي يتعرض لها. (Mishkin et al., 2013, pp.278-279)

وفي هذا السياق، تتبنى كثير من البنوك المركزية ترتيبا هرميا للأولويات، يقتضي تقديم استقرار الأسعار، ثم دعم النشاط الاقتصادي والتشغيل في مرتبة لاحقة، ما لم يتعارض ذلك مع الهدف الأساسي. ويتجلى هذا المنطق بوضوح في الإطار المؤسساتي لبنك إنجلترا، الذي يُحدد الحفاظ على استقرار الأسعار هدفا أساسيًا، ويجعل دعم السياسة الاقتصادية للحكومة في مجالي النمو والتشغيل هدفا تابعا ومشروطا بعدم التعارض مع الأول.(Mishkin et al., 2013,p.281)

وقد برز الاستقرار المالي خلال العقود الأخيرة، ولا سيما في أعقاب الأزمة المالية العالمية، بوصفه هدفا متنامي الأهمية في تصميم السياسة النقدية وصياغتها، نظرا لما تفضي إليه اضطرابات الأسواق والمؤسسات المالية من تداعيات مباشرة على فاعلية قنوات انتقال السياسة النقدية، وعلى الاستقرار الاقتصادي الكلي. أما في الاقتصادات المفتوحة، فقد يكتسب استقرار سعر الصرف أهمية خاصة مضافة، لارتباطه الوثيق بمستويات التضخم المستورد، وحركة رؤوس الأموال، ومتطلبات التوازن الخارجي.

وتتسم هذه الأهداف النهائية بجملة من الخصائص المشتركة، أبرزها أنها أهداف متوسطة وبعيدة الأجل، ولا تخضع للتحكم المباشر من قبل البنك المركزي، بل تؤثر فيها السياسة النقدية بصورة غير مباشرة عبر أدواتها التشغيلية وقنوات انتقالها المتعددة. فضلا عن ذلك، تبقى هذه الأهداف متأثرة بعوامل هيكلية ومؤسساتية ومالية تتجاوز نطاق السياسة النقدية منفردة.

2.2الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية

تشكل الأهداف الوسيطة الحلقة الرابطة بين أدوات السياسة النقدية وأهدافها النهائية، إذ يعتمد عليها البنك المركزي في توجيه السياسة النقدية على المدى القصير والمتوسط، انطلاقا من ضرورة وجود متغيرات يمكن رصدها والتأثير فيها بصورة أسرع من الأهداف النهائية. ولذلك، فإن صلاحية المتغير الوسيط تتوقف على ثلاثة شروط أساسية: أن يكون قابلا للملاحظة والقياس، وأن يكون خاضعا لسيطرة البنك المركزي بدرجة معقولة، وأن يكون ذا أثر متوقع في الأهداف النهائية. (Mishkin et al., 2013, pp.368-369)

وفي المقاربات النقدوية التقليدية، احتلت المجاميع النقدية موقع الهدف الوسيط الأساسي، من خلال استهداف معدل نمو أحد المجمعات النقدية، مثل M1 أوM2 ، على أساس افتراض وجود علاقة مستقرة نسبيا بين نمو النقود والتضخم. غير أن هذا النمط من الاستهداف لا يكون فعالا إلا إذا كانت العلاقة بين المجمع النقدي والمتغير النهائي، وخاصة التضخم، علاقة موثوقة ومستقرة، وهو شرط لم يتحقق تجريبيا

على نحو دائم، الأمر الذي أضعف فاعلية الاستهداف النقدي الصارم ودفع إلى البحث عن متغيرات توجيه أكثر كفاءة .(Mishkin et al., 2013, pp.351,354)

وفي الأطر النقدية المعاصرة، برز سعر الفائدة القصير الأجل بوصفه المتغير الأكثر استخداما في توجيه السياسة النقدية، بالنظر إلى كونه سريع الملاحظة، سهل القياس، وأكثر قابلية للضبط من قبل البنك المركزي عبر عمليات السوق المفتوحة وإدارة سوق الاحتياطيات، كما أن تغيره ينتقل إلى بقية أسعار الفائدة المصرفية والمالية، ومن ثم يؤثر في شروط التمويل والإنفاق والاستثمار، بما يجعله أكثر ملاءمة من المجاميع النقدية في الممارسة الحديثة(Mishkin et al., 2013, pp. 327, 368–369) .غير أن فعاليته لا ترتبط بمستواه الحالي فقط، بل بقدرته على التأثير في أسعار الأصول الأخرى وفي توقعات الأسواق بشأن مساره المستقبلي، بما ينعكس في النهاية على الإنفاق والنشاط الاقتصادي والأسعار .(Woodford, 2003,pp.19-20)

ومن جهة أخرى، يمكن أن يستخدم سعر الصرف بوصفه متغيرا وسيطا أو مرساة اسمية بديلة في بعض النظم النقدية، لأنه يساهم في كبح التضخم وربط التوقعات الاسمية، غير أن ذلك يكون على حساب درجة من فقدان استقلالية السياسة النقدية وتعريض الاقتصاد لمخاطر إضافية، وهو ما يجعل الاعتماد عليه مشروطًا بطبيعة النظام النقدي ومحدداته المؤسساتية (Mishkin et al., 2013,p.427).

أما الائتمان المصرفي، فالأدق نظريا ألا يقدم هنا بوصفه هدفا وسيطا كلاسيكيا قائما بذاته، بل بوصفه مؤشرا تكميليا وقناة انتقال مهمة للسياسة النقدية، ذلك أن تأثير السياسة النقدية في الاحتياطيات والودائع والقروض المصرفية ينعكس في حجم التمويل المتاح، ومن ثم في الاستثمار والنشاط الاقتصادي. ولذلك، فإن الاستناد بتطور الائتمان يظل مفيدا في تقييم اتجاه السياسة النقدية، دون أن يحل بالضرورة محل سعر الفائدة أو المجاميع النقدية كمتغير توجيه رئيسي. (Mishkin et al., 2013, p.542)

3.2الأهداف التشغيلية للسياسة النقدية

تمثل الأهداف التشغيلية المستوى التنفيذي الأدنى في هرم السياسة النقدية، وهي المتغيرات التي يتحكم فيها البنك المركزي بصورة مباشرة وفورية بهدف تنفيذ قراراته اليومية، ولا سيما عبر توجيه سعر الفائدة القصير الأجل في سوق ما بين البنوك لليلة واحدة(Overnight Interbank Rate) ، الذي يعد المؤشر العملي الرئيسي لتوجه السياسة النقدية. وفي الأنظمة المعتمدة على استهداف المجاميع النقدية، قد يمتد نطاق الأهداف التشغيلية ليشمل استهداف القاعدة النقدية باعتبارها متغيرا كميا يمكن للبنك المركزي ضبطه مباشرة عبر ميزانيته العمومية وأدواته التشغيلية. (Bindseil & Fotia, 2022, pp.29-31)

وتشمل الأهداف التشغيلية أيضا إدارة سيولة الجهاز المصرفي من خلال التحكم في مستويات الاحتياطيات البنكية، واستخدام عمليات السوق المفتوحة والتسهيلات الدائمة ضمن إطار ممر أسعار الفائدة (Interest

(Bindseil & Fotia, 2022, pp.43-47) Rate Corridor) لتنظيم تكاليف وسيولة التمويل القصير الأجل للبنوك.

4.2الهرم الوظيفي لأهداف السياسة النقدية

يعمل نظام السياسة النقدية وفق منطق هرمي متكامل، حيث تستخدم الأدوات النقدية للتأثير أولا في الأهداف التشغيلية، التي توجه بدورها الأهداف الوسيطة، وصولا إلى تحقيق الأهداف النهائية على مستوى الاقتصاد الكلي. ويعد هذا التسلسل شرطا أساسيا لفعالية السياسة النقدية، إذ إن أي اختلال في المستوى التشغيلي يضعف آلية انتقال السياسة النقدية برمتها.

الشكل (1-1): الهرم الوظيفي لأهداف السياسة النقدية



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على:

Mishkin et al. (2013) , Woodford (2003), Bindseil and Fotia (2022)

يمكن القول إن السياسة النقدية لا تسعى إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي بصورة مباشرة، بل تعتمد مقاربة غير مباشرة تقوم على التحكم المتدرج في مجموعة من الأهداف التشغيلية والأولية. وتقاس فعالية السياسة النقدية بمدى انسجام الهرم النقدي، واستقرار العلاقات بين مستوياته المختلفة، وقدرة البنك المركزي على ضبط الحلقة التشغيلية باعتبارها الأساس العملي لتحقيق الأهداف العليا.

المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية التقليدية

تشكل أدوات السياسة النقدية التقليدية الوسائل التنفيذية الأساسية التي يعتمد عليها البنك المركزي للتأثير في الأوضاع النقدية والمالية للاقتصاد في الظروف الاعتيادية، وتستند هذه الأدوات إلى فكرة مفادها أن التحكم في السيولة المصرفية وأسعار الفائدة قصيرة الأجل يتيح التأثير بصورة غير مباشرة في الطلب الكلي،

ومن ثم في مستوى الأسعار والنشاط الاقتصادي. وتتميّز هذه الأدوات بكونها تُستخدم ضمن الإطار الاعتيادي للسياسة النقدية، بخلاف الأدوات غير التقليدية التي تلجأ إليها البنوك المركزية عادة في فترات الأزمات أو عند بلوغ أسعار الفائدة مستوياتها الدنيا أو الاقتراب منها.

1. سعر الفائدة الرئيسي (Official interest rate)

يمثل سعر الفائدة الرئيسي الإشارة الأساسية لموقف السياسة النقدية، إذ ينعكس على هيكل أسعار الفائدة في الاقتصاد، سواء في سوق ما بين البنوك أو في أسعار القروض والودائع. ويعد تعديل هذا السعر من أهم الآليات التي يعتمد عليها البنك المركزي للتأثير في توقعات المتعاملين الاقتصاديين وتوجيه النشاط الاقتصادي في الأجل القصير، نظرًا لما يحمله من دلالة مباشرة بشأن توجه السياسة النقدية، سواء في الاتجاه التوسعي أو الانكماشي.(Mishkin et al., 2013,p.326)

وتعد السياسة النقدية توسعية عندما يقدم البنك المركزي على خفض سعر الفائدة الرئيسي أو الإبقاء عليه عند مستويات منخفضة نسبيا لفترة زمنية ممتدة، بما يدعم تيسير شروط التمويل وتحفيز الاستهلاك والاستثمار والطلب الكلي. وعلى العكس من ذلك، توصف السياسة النقدية بالانكماشية عندما يعمد البنك المركزي إلى رفع سعر الفائدة الرئيسي أو الحفاظ عليه عند مستويات مرتفعة نسبيا، بما يشدد شروط الائتمان ويكبح الضغوط التضخمية عبر تقليص نمو الطلب الكلي

2. الاحتياطي الإلزامي(Reserve requirements)

يعد الاحتياطي الإلزامي من الأدوات الكمية والتنظيمية للسياسة النقدية، إذ يفرض على البنوك الاحتفاظ بحد أدنى من الأرصدة لدى البنك المركزي، يحدد عادة كنسبة من بعض خصومها، خاصة الودائع قصيرة الأجل. ويؤدي رفع هذه النسبة إلى زيادة حاجة البنوك إلى الاحتياطيات، بما يحد من قدرتها على التوسع الائتماني وقد يساهم في ارتفاع أسعار الفائدة القصيرة الأجل، في حين يفضي خفضها إلى تخفيف الضغط على السيولة وتعزيز القدرة على الإقراض. ومن ثم، يسهم الاحتياطي الإلزامي في دعم استقرار السوق النقدية وتمكين البنك المركزي من تحسين ضبط السيولة داخل الجهاز المصرفي (Bindseil & Fotia, 2022, pp.41-42; Mishkin et al., 2013,p.332).

3. عمليات السوق المفتوحة(Open Market Operations)

تعد عمليات السوق المفتوحة أداة محورية ضمن أدوات السياسة النقدية التقليدية، حيث يقوم البنك المركزي من خلالها بتنفيذ معاملات مالية مع البنوك بهدف تنظيم مستوى السيولة والتأثير في أسعار الفائدة قصيرة الأجل. وتشمل هذه العمليات نوعين رئيسيين: معاملات نهائية تتمثل في شراء أو بيع الأصول المالية، وعمليات مؤقتة تعتمد على منح سيولة مقابل ضمانات لفترة محددة. ويؤدي ضخ السيولة إلى زيادة الاحتياطيات المصرفية وانخفاض معدلات الفائدة، في حين يفضي امتصاصها إلى نتائج عكسية. وبذلك

تستخدم هذه الأداة لضبط الأوضاع النقدية وتحقيق الأهداف التشغيلية للسياسة النقدية. (Bindseil & Fotia, 2022, p.41)

4. عمليات إعادة التمويل(Refinancing Operations)

تشمل عمليات إعادة التمويل قيام البنك المركزي بتوفير السيولة للبنوك التجارية مقابل ضمانات مقبولة، بهدف تلبية احتياجاتها التمويلية قصيرة أو متوسطة الأجل. وتسهم هذه العمليات في ضمان استقرار السوق النقدية، وتوجيه أسعار الفائدة قصيرة الأجل، والحفاظ على استمرارية وظيفة الوساطة المصرفية. وتتسم هذه العمليات في صورتها التقليدية بقصر الأجل، غير أنها ستعرف لاحقا تطورا ضمن الأطر غير التقليدية ليشمل عمليات أطول أجلا وأكثر استهدافا.

5. التسهيلات الدائمة(Standing Facilities)

تتيح التسهيلات الدائمة للبنوك إدارة أوضاعها اليومية من السيولة بمبادرة منها، وتشكل عنصرًا محوريًا في نظام ممر أسعار الفائدة، إذ تساعد على ضبط تقلبات أسعار الفائدة في السوق النقدية ضمن حدود يحددها البنك المركزي(Bindseil & Fotia, 2022, pp.43-47). وتتجسد التسهيلات الدائمة أساسا في شكلين رئيسيين: تسهيل الإقراض الهامشي من جهة، وتسهيل الإيداع من جهة أخرى.

1.5 تسهيل الإقراض الهامشي(Marginal Lending Facility)

يتيح هذا التسهيل للبنوك الحصول على سيولة فورية من البنك المركزي، غالبا لليلة واحدة، مقابل ضمانات مناسبة وبسعر فائدة أعلى من السعر الرئيسي. ولذلك فإنه يمثل الحد الأعلى لسعر الفائدة في سوق ما بين البنوك، ويهدف إلى الحد من الاختناقات الحادة في السيولة ومنع الارتفاعات المفرطة في أسعار الفائدة قصيرة الأجل.

2.5 تسهيل الإيداع(Deposit Facility)

يسمح هذا التسهيل للبنوك بإيداع فوائض سيولتها لدى البنك المركزي بسعر فائدة أدنى من السعر الرئيسي، ويمثل بذلك الحد الأدنى لممر أسعار الفائدة. كما يسهم في تقليص تقلبات أسعار الفائدة قصيرة الأجل، من خلال توفير منفذ آمن لتوظيف السيولة الفائضة لدى المؤسسات المصرفية.

6 .عمليات امتصاص السيولة(Liquidity-Absorbing Operations)

تلجأ البنوك المركزية إلى عمليات امتصاص السيولة عندما يواجه النظام المصرفي فائضا هيكليا أو ظرفيا في السيولة، وذلك من خلال أدوات مثل الودائع لأجل لدى البنك المركزي، والتي تكون في الغالب مصحوبة بعائد، أو عبر بيع الأوراق المالية، وغيرها من الآليات الهادفة إلى سحب السيولة الزائدة من السوق. وتكمن وظيفة هذه العمليات في الحد من الضغوط النزولية على أسعار الفائدة قصيرة الأجل، بما يعزز فعالية

السياسة النقدية ويحافظ على قدرة البنك المركزي على توجيه المتغيرات النقدية في الاتجاه المنسجم مع أهدافه النهائية. (Bindseil & Fotia, 2022, pp.42-45)

وفي المجمل، تظهر أدوات السياسة النقدية التقليدية أن فعالية البنك المركزي في التأثير في الاقتصاد لا ترتبط فقط بإعلانه عن توجهات السياسة النقدية، بل كذلك بقدرته على استخدام مجموعة متكاملة من الأدوات التشغيلية والتنظيمية التي تمكنه من ضبط السيولة، وتوجيه أسعار الفائدة، والحفاظ على استقرار السوق النقدية في إطار السياسة الاعتيادية

المطلب الثالث: قنوات انتقال السياسة النقدية التقليدية

تعرف قنوات انتقال السياسة النقدية بأنها المسارات التي تنتقل عبرها قرارات البنك المركزي من المجال النقدي والمالي إلى الاقتصاد الحقيقي، بما يؤثر في سلوك الوحدات الاقتصادية، ولا سيما في قرارات الاستثمار والاستهلاك، ومن ثم في الطلب الكلي، والناتج، والتشغيل، ومستوى الأسعار. ولا تعمل السياسة النقدية بصورة مباشرة، بل من خلال سلسلة من الروابط السلوكية والمؤسساتية التي تختلف فعاليتها باختلاف بنية النظام المالي، ودرجة تطور الأسواق، ومستوى المصداقية المؤسساتية للبنك المركزي. وقد استقر الأدب الاقتصادي على مجموعة من القنوات التقليدية، تتصدرها قناة سعر الفائدة، وتتكامل معها قنوات الائتمان المصرفي، والميزانية، وسعر الصرف، والتوقعات، وأسعار الأصول.

1. قناة سعر الفائدة (Interest Rate Channel)

تعد قناة سعر الفائدة القناة التقليدية والرئيسية لانتقال السياسة النقدية، وتقوم على تأثير قرارات البنك المركزي في أسعار الفائدة الاسمية والحقيقية، قصيرة الأجل وطويلة الأجل. فعند اعتماد سياسة نقدية توسعية عبر خفض سعر الفائدة الرئيسي، تنخفض أسعار الفائدة في السوق النقدية، بما يقلل تكلفة الاقتراض ويحفز الاستثمار والاستهلاك ويرفع الطلب الكلي، وهو ما ينعكس في النهاية على النمو ومستوى الأسعار. ويحدث العكس في حالة السياسة النقدية الانكماشية(Bindseil & Fotia, 2022, p.39) . وتزداد فعالية هذه القناة في الاقتصادات التي تتسم بعمق الأسواق المالية وحساسية قرارات الاستثمار والاستهلاك لتغيرات أسعار الفائدة.

2. قناة الائتمان المصرفي (Bank Lending Channel)

تركز قناة الائتمان المصرفي على الدور الخاص الذي تؤديه البنوك في انتقال أثر السياسة النقدية، لاسيما في الاقتصادات التي يغلب عليها التمويل البنكي. فحين تتبنى السلطة النقدية سياسة توسعية، ترتفع احتياطيات البنوك وودائعها، بما يعزز قدرتها على منح القروض. ونظرا لاعتماد عدد كبير من المقترضين، خاصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، على التمويل المصرفي بدرجة أكبر من اعتمادهم على الأسواق المالية، فإن توسع الائتمان البنكي ينعكس في زيادة الاستثمار والإنفاق ومن ثم دعم النشاط الاقتصادي.

وتزداد فعالية هذه القناة في النظم المالية القائمة أساسا على البنوك، بينما تضعف نسبيا في الاقتصادات التي تتوافر فيها بدائل تمويل سوقية أوسع.(Mishkin et al., 2013, pp.542-543)

3. قناة الميزانية (Balance Sheet Channel)

تبرز قناة الميزانية أثر السياسة النقدية للبنك المركزي في القيمة الصافية للمؤسسات والأفراد، وما ينجم عن ذلك من تغير في شروط التمويل الخارجي، فحين تؤدي السياسة النقدية التوسعية إلى ارتفاع أسعار الأصول، تتحسن المراكز المالية للمقترضين وترتفع قيمة الضمانات المتاحة لهم، وهو ما يخفف من مشكلات الاختيار المعاكس والمخاطر الأخلاقية من وجهة نظر المقرضين. ونتيجة لذلك، تتوسع القدرة على الحصول على التمويل، بما يدعم الاستثمار والنشاط الاقتصادي.(Mishkin et al., 2013, p.544)

وتعد هذه القناة مكملة لقناة الائتمان المصرفي، إذ تبرز البعد المتعلق بالمخاطر والضمانات الائتمانية.

4. قناة سعر الصرف (Exchange Rate Channel)

تعمل قناة سعر الصرف في الاقتصادات المفتوحة، حيث تؤثر السياسة النقدية في تدفقات رؤوس الأموال، ومن ثم في قيمة العملة الوطنية. فخفض أسعار الفائدة المحلية قد يدفع إلى خروج جزء من رؤوس الأموال، بما يؤدي إلى تراجع قيمة العملة المحلية. ويسهم ذلك في تعزيز القدرة التنافسية للصادرات والحد من الواردات، مما يرفع الطلب الكلي والناتج. غير أن هذه القناة قد تقترن أيضًا بارتفاع الضغوط التضخمية المستوردة، وتتوقف فعاليتها على نظام الصرف المعتمد ودرجة الانفتاح الاقتصادي. (Bindseil & Fotia, 2022, p.39)

5. قناة التوقعات (Expectations Channel)

تعتمد قناة التوقعات على تأثير السياسة النقدية في توقعات الفاعلين الاقتصاديين بشأن المسار المستقبلي لأسعار الفائدة والتضخم والنشاط الاقتصادي. فكلما كان البنك المركزي أكثر وضوحًا ومصداقية في تواصله، ازدادت قدرته على توجيه هذه التوقعات، بما ينعكس على قرارات الاستثمار والاستهلاك والتسعير، ويعزز فعالية السياسة النقدية ويحد من فترات التأخر في انتقال آثارها.(Woodford, 2003)

6. قناة أسعار الأصول (Asset Price Channel)

تنتقل آثار السياسة النقدية أيضا عبر أسعار الأصول، ولا سيما الأسهم والعقارات، من خلال مسارين رئيسيين، يتمثل الأول في تأثير ارتفاع أسعار الأصول على القيمة السوقية للمؤسسات مقارنة بتكلفة الإحلال، بما يحسن حوافز الاستثمار ويقرب هذا المنطق مما يعرف بنظرية Tobin's q. أما المسار الثاني فيتعلق بأثر الثروة، إذ يؤدي ارتفاع أسعار الأصول إلى زيادة الثروة المالية للأفراد، بما يدعم الاستهلاك. ومن ثم، فإن السياسة النقدية التوسعية، عبر دعمها لارتفاع أسعار الأصول، يمكن أن تسهم في تنشيط

الاستثمار والاستهلاك ومن ثم رفع الطلب الكلي والنشاط الاقتصادي. وتبرز هذه القناة بوضوح أكبر في الاقتصادات التي تتسم بأسواق مالية وعقارية متطورة ونشطة.(Mishkin et al., 2013, pp.240,242)

تشكل قنوات انتقال السياسة النقدية الحلقة الحاسمة التي تربط قرارات البنك المركزي بالاقتصاد الحقيقي. ولا تتوقف فعالية السياسة النقدية على تصميم أدواتها فحسب، بل على سلامة قنوات انتقالها واستقرارها . وتزداد أهمية هذا التحليل في الاقتصادات النامية، حيث قد تؤدي الاختلالات الهيكلية وضعف العمق المالي إلى إضعاف بعض القنوات، بما يحد من الأثر الكلي للسياسة النقدية التقليدية.

المبحث الثالث: حدود السياسة النقدية التقليدية ومبررات التحول نحو الأدوات غير التقليدية

بعد ضبط الإطار المفاهيمي للسياسة النقدية التقليدية وأدواتها وآليات انتقالها، يصبح من الضروري الانتقال إلى تحليل حدود هذا الإطار، لا بوصفها أخطاء تطبيقية ظرفية، وإنما باعتبارها قيودا بنيوية تتكشف بوضوح في فترات الركود العميق والأزمات المالية.

المطلب الأول: الحدود البنيوية للسياسة النقدية التقليدية

تبنى السياسة النقدية التقليدية على فرضية مركزية مفادها أن توجيه سعر الفائدة قصير الأجل ضمن منظومة تشغيلية مستقرة يكفي لتعديل الأوضاع المالية والتأثير في الطلب الكلي والتضخم، غير أن هذا الافتراض يتضمن شروطا بنيوية ضمنية لا تصرح بها دائما، على غرار وجود هامش مناورة كاف للفائدة الاسمية من جهة، واستقرار قنوات الانتقال لا سيما القناة الائتمانية، وسلامة الأسواق المالية، وقابلية التوقعات للانضباط عبر مصداقية البنك المركزي من جهة أخرى. وعندما تختل هذه الشروط، تظهر حدود السياسة النقدية التقليدية لا بوصفها قصورا في التطبيق، بل كإخفاق هيكلي متأصل في الإطار ذاته.

وتكشف الأزمات المتعاقبة منذ 2008 مرورا بأزمة الديون الأوروبية، وجائحة كوفيد-19، ودورة التضخم وتشديد السياسة النقدية ما بين سنتين 2022 و2024 أن هذه القيود ليست استثنائية، بل إنها تعيد إنتاج نفسها في كل صدمة كبرى. ويمكن تفصيل هذه القيود البنيوية على النحو الآتي:

1. قيد الحد الأدنى الصفري/ الحد الأدنى الفعلي لسعر الفائدة (ZLB/ELB) **وفقدان الأداة المحورية**

يعد بلوغ الحد الأدنى الصفري أو الحد الأدنى الفعلي لسعر الفائدة الرئيسي (ZLB/ELB) من أشد القيود البنيوية حدة، إذ يفرغ الأداة الرئيسية من محتواها في اللحظة التي تبلغ فيها الحاجة إلى التيسير ذروتها. ففي حالات الركود العميق والانكماش، يصبح خفض سعر الفائدة الرئيسي غير ممكن تقنيا أو غير كاف أثرا، مما يحيل السياسة النقدية إلى سياسة مقيدة عاجزة عن دفع الأوضاع المالية نحو مزيد من التيسير عبر القناة . (Eggertsson & Woodford, 2003, p. 147)

وتزداد صعوبة الحد الأدنى الفعلي لسعر الفائدة كلما طال بقاء سعر الفائدة الرئيسي قرب من الصفر، حيث تتراكم في الأسواق والمؤسسات المالية آليات دفاعية مثل ارتفاع الميل للاحتفاظ بالسيولة، وتشديد معايير

الإقراض، وإعادة هيكلة محافظ المخاطر وهي آليات تضعف التأثير الحقيقي للسياسة النقدية حتى عندما تبقى الفائدة منخفضة لفترات طويلة-، وقد أثبت تجارب البنوك المركزية والاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بعد الأزمة المالية العالمية أن هذا الوضع قد يمتد لسنوات دون أن تستعيد السياسة التقليدية قدرتها التحفيزية الكاملة. (Kiley & Mishkin, 2024, p. 48)

2. فخ السيولة والقيد النفسي-التوقعي

يقصد بفخ السيولة وضعية يقترب فيها سعر الفائدة الرئيسي من الصفر، بحيث تصبح النقود والسندات بدائل شبه تامة، وتفقد السياسة النقدية التقليدية فعاليتها، حيث هذه الظاهرة لا يمكن تفسيرها فقط بصعوبات القطاع المصرفي أو بالمشكلات الهيكلية، لأن السؤال الحقيقي يتمثل في فهم سبب عجز الزيادة في القاعدة النقدية عن تحفيز الأسعار أو الإنتاج. (Krugman et al., 1998, pp.141-142)

وما دام سعر الفائدة الاسمي قابلا للانخفاض فإن التوسع النقدي يظل مؤثرا، لكن بمجرد بلوغ الحد الصفري تصبح أي زيادة إضافية في خلق النقود مجرد أرصدة محتفظ بها دون أثر إضافي على النشاط الاقتصادي، ففخ السيولة يرتبط أساسا بالتوقعات، لأن الفاعلين الاقتصاديين إذا اعتقدوا أن التوسع النقدي مؤقت وأن البنك المركزي سيعود لاحقا إلى استقرار الأسعار، فإنهم لا يغيرون سلوكهم الإنفاقي. فهذه الوضعية، في إطار الأسعار المرنة، لا تؤدي بالضرورة وحدها إلى البطالة، لكنها تجعل النقود عديمة الأثر عند الهامش، وهو ما يمهد لتحولها إلى أزمة اقتصادية كلية حقيقية بمجرد إدخال عناصر الجمود الاسمي. (Krugman , Dominquez , & Rogoff, 1998, pp. 146-148)

وبذلك يصبح المسار التقليدي للانتقال النقدي من خفض الفائدة إلى زيادة الاقتراض ثم إلى توسع الإنفاق منقطعا في حلقته الأولى لأن الطلب على الأمان يتغلب على الحوافز السعرية وتتحول السياسة النقدية إلى محاولة دفع حبل بدلا من سحبه إذ لا يتحول التيسير النقدي تلقائيا إلى إنفاق حقيقي .

3. تعطل قنوات الانتقال النقدي

إلى جانب القيود السلوكية والتوقعية، تواجه السياسة النقدية التقليدية قيدا بنيويا آخر يتعلق بآليات الانتقال ذاتها. فحتى في غياب الحد الأدنى الصفري، قد تخفق السياسة النقدية إذا تعطلت قنواتها، ولا سيما القناة الائتمانية التي تعد الأكثر حساسية في أوقات الأزمات، وتظهر الأدبيات أن السياسة النقدية لا تعمل عبر سعر الفائدة وحده، بل تعتمد أساسا على قدرة البنوك في تحويل السيولة إلى ائتمان، وهو ما يتوقف بدوره على جودة ميزانياتها ومستوى مخاطرها. (Bernanke & Gertler, 1995, pp. 28-29)

وخلال الأزمات المالية، يؤدي ضعف ميزانيات البنوك إلى شح ائتماني (credit crunch) يوسع الفجوة بين سعر السياسة النقدية وشروط التمويل الفعلية. فالبنوك ترفع علاوات المخاطر وتشدد معايير الجدارة، ما يحرم الشرائح الأكثر هشاشة كالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من التمويل في اللحظة الأشد حاجة إليه،

وهكذا يتحول الاختناق الائتماني من مشكلة سيولة إلى مشكلة ثقة وميزانيات، ولا تكفي أدوات السياسة النقدية التقليدية لمعالجتها . (Mishkin , 2009, pp. 574-576)

4. ضعف قناة التوقعات وحدود التواصل المركزي

وبخلاف فخ السيولة الذي يؤثر مباشرة في سلوك الفاعلين الاقتصاديين من خلال ارتفاع تفضيلهم للاحتفاظ بالسيولة، يرتبط ضعف قناة التوقعات أساسا بمدى قدرة البنك المركزي على التأثير في توقعات الأسواق والفاعلين الاقتصاديين بشأن المسار المستقبلي للسياسة النقدية. ففعالية السياسة النقدية لا تعتمد فقط على القرارات الراهنة المتعلقة بأسعار الفائدة، بل كذلك على قدرة السلطة النقدية على توجيه توقعات الفاعلين بشأن المسار المستقبلي لسعر الفائدة والتضخم، ويؤدي التواصل المركزي دورا محوريا في تثبيت التوقعات وإرسال إشارات واضحة إلى الأسواق حول توجهات السياسة النقدية، بما ينعكس على معدلات الفائدة طويلة الأجل عبر تأثيره في منحنى العائد وآفاق الاستثمار والاستهلاك.(Woodford, 2005, pp. 3–6)

غير أن هذه القناة قد تتعرض للضعف أو الاختلال في فترات الاضطراب الشديد وعدم اليقين الاقتصادي والمالي، حين تصبح الأسواق أقل استجابة للإشارات الصادرة عن البنك المركزي، ولا سيما إذا شاب التواصل النقدي قدر من الغموض، أو تراجعت مصداقية السلطة النقدية، أو أصبحت قاعدة رد الفعل المتوقعة للسياسة النقدية أقل وضوحا بالنسبة للفاعلين الاقتصاديين. ففي مثل هذه الحالات، لا تعود السياسة النقدية قادرة بالدرجة نفسها على توجيه توقعات الفاعلين الاقتصاديين بشأن المسار المستقبلي لأسعار الفائدة والتضخم، وهو ما يحد من أثرها في الأوضاع المالية وأسعار الفائدة الأطول أجلا.

وفي هذا السياق، تبين أن فعالية السياسة النقدية لا تتوقف على قرار تعديل سعر الفائدة الرئيسي في حد ذاته، بل تعتمد أيضا على قدرة البنك المركزي على ترسيخ التزام اسمي موثوق، وتقديم تواصل شفاف يوضح أهدافه وكيفية تحقيقها، بما يعزز توجيه توقعات الأسواق ويحدّ من حالة عدم اليقين في بيئة مالية معقدة. (Kiley & Mishkin, 2024, pp.48-50)

5. التفتت المالي وارتفاع علاوات المخاطر

وإلى جانب تعطل القناة الائتمانية على مستوى البنوك، تبرز إشكالية أوسع تتعلق بالتفتت المالي عبر القطاعات والأسواق. فعندما ترتفع علاوات المخاطر الائتمانية وعلاوات السيولة وعلاوات الأجل وعلاوات المخاطر السيادية، لا يعود سعر الفائدة الأساسي مرجعا كافيا لتمثيل تكلفة التمويل الفعلية، لأن هذه الأخيرة تصبح محصلة لمعادلة مركبة:

تكلفة التمويل الفعلية = سعر السياسة النقدية + علاوات المخاطر

ونتيجة لذلك، قد لا يكون خفض سعر الفائدة الرئيسي كافيا لتيسير الشروط المالية فعليا، لأن ارتفاع هذه العلاوات يمكن أن يحد من انتقال أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي، بما يجعل التمويل يظل مكلفا

رغم التيسير النقدي الظاهري. وفي هذا الإطار، قد يؤدي تدهور الجدارة الائتمانية، ولا سيما على المستوى السيادي، إلى تشديد فعلي في الأوضاع المالية وإلى إضعاف قدرة السياسة النقدية على دعم التعافي الاقتصادي. (Borio, 2014,p.15)

6. قصور استهداف التضخم عن رصد المخاطر النظامية

يواجه الإطار التقليدي لاستهداف التضخم قصورا مفاهيميا عميقا يتعلق بنطاق أهدافه ذاتها، إذ ساد قبل أزمة 2007–2008 اعتقاد راسخ مفاده أن استقرار الأسعار يكفي وحده لضمان الاستقرار الاقتصادي الكلي[1]، فيما اصطلح على تسميته بالاعتدال العظيم(Great Moderation) ، غير أن الأزمات المتعاقبة جاءت لتكشف أن المخاطر النظامية قادرة على التراكم بصمت تام دون أن تخلف أي أثر يذكر على مؤشرات التضخم، فتنتفخ فقاعات الأصول، وتتمدد المحافظ الائتمانية بصورة مفرطة، وترتفع مديونية القطاع الخاص، وتتهاوى متانة الميزانيات المصرفية، كل ذلك في ظل معدلات تضخم منخفضة ومستقرة. (Borio, 2014,pp. 7-9)

وتعود جذور هذا القصور، وفق Borio، أحد أبرز اقتصاديي بنك التسويات الدولية (BIS) والباحثين في قضايا الاستقرار المالي والدورة المالية إلى تفاعل ثلاثة أنظمة متشابكة: التحرير المالي الذي يوسع نطاق التقلبات الائتمانية، وأطر السياسة النقدية الرامية إلى استقرار الأسعار والتي تجرد الاقتصاد من محفزات التصحيح الذاتي المبكر، فضلا عن قوى العولمة التي تولد ضغوطا انكماشية تبقي التضخم منخفضا حتى في أوج طفرات الأصول. وقد نتج عن هذا التشابك ما وصفه بمفارقة المصداقية(Paradox of Credibility) ، أي أن التزام البنوك المركزية بمكافحة التضخم يغدو هو نفسه السبب في أن الاختلالات لا تتجلى في التضخم بل في طفرات ائتمانية غير مستدامة، ومن ثم يتحول التضخم إلى «إشارة غير موثوقة» على استدامة التوسع الاقتصادي.

وعند انفجار الفقاعة، لا تجد السياسة التقليدية نفسها أمام صدمة تضخمية اعتيادية، بل أمام صدمة مركبة ثلاثية الأبعاد: انهيار ائتماني حاد، وذعر مالي مصحوب بأزمات في الميزانيات العمومية، وركود عميق بطيء التعافي نتيجة تراكم أعباء الديون وسوء تخصيص الموارد في مرحلة الطفرة. وهنا يتضح وجه القصور الجوهري في الإطار التقليدي: فأدواته صممت أصلا لإدارة التضخم في ظروف الاستقرار النسبي، لا لمواجهة انهيارات الميزانيات العمومية الناجمة عن طفرات ائتمانية مطولة. (Borio, 2014, pp. 13-15)

وقد دفعت هذه التجربة إلى إعادة النظر الجذرية في أطر السياسة النقدية، ففي عام 2024، أصدر بوريو ورقة بحثية تتساءل عن مستقبل استهداف التضخم بوصفه معيارا نقديا عالميا، مؤكدا أن البنوك المركزية

[1] يقصد بالاستقرار النقدي الحفاظ على استقرار قيمة العملة والثقة فيها، وهو ما يرتبط أساسا باستقرار الأسعار والتحكم في التضخم ضمن مهام البنك المركزي. أما الاستقرار الاقتصادي الكلي فهو مفهوم أوسع، إذ يشمل إضافة إلى الاستقرار النقدي توازنات المالية العامة، والتوازن الخارجي، واستدامة الدين، وسلامة القطاع المالي. ومن ثم، فالاستقرار النقدي يمثل أحد أبعاد الاستقرار الاقتصادي الكلي، لكنه لا يختزل هذا الأخير ولا يطابقه(Bank of England, 2012, p. 1 ; World Bank, 2023, p. 8)

باتت بحاجة ماسة إلى إدماج دورة المال (Financial Cycle) في أطرها التحليلية والتشغيلية، بدلا من الاقتصار على رصد دورة الأعمال وحركة الأسعار. (Borio, 2024, pp.6-8)

ويرى أن ذلك يستلزم تحديدا ثلاثة تعديلات جوهرية: أولا، إطالة أفق السياسة النقدية ليتجاوز العامين التقليديين، إذ إن الاختلالات المالية تتراكم عبر دورات أطول بكثير من تلك التي تستهدفها النماذج التقليدية؛ وثانيا، التشديد النسبي على أسعار الفائدة حتى في غياب ضغوط تضخمية آنية، كلما أشارت مؤشرات الائتمان وأسعار الأصول العقارية إلى تراكم الاختلالات المالية، وذلك بدلا من انتظار ظهور التضخم مؤشرا للتحرك؛ وثالثا، الحد من وتيرة التيسير الحاد عقب الأزمات، تفاديا لفخ الدين (Debt Trap)، وهو الوضع الذي تفضي فيه معدلات الفائدة المنخفضة لفترات مطولة إلى تراكم مديونية إضافية، مما يجعل أي رفع مستقبلي لسعر الفائدة أكثر إيلاما للاقتصاد. (Borio, 2024, pp.14-17)

7. عدم تماثل الأداة والهدف وحدود أداة واحدة لأهداف متعددة

تواجه السياسة النقدية التقليدية معضلة بنيوية تتمثل في محاولة بلوغ أهداف متعددة، مثل استقرار الأسعار، ودعم النشاط الاقتصادي، والاستقرار المالي، وأحيانا التوازن الخارجي، اعتمادا أساسا على أداة تشغيلية واحدة هي سعر الفائدة الرئيسي، ويكشف هذا الوضع عن اختلال بين عدد الأهداف وعدد الأدوات، بما يفضي إلى مفاضلات صعبة وتعارضات عملية. ويتضح أن توسيع مهام البنوك المركزية نحو أهداف إضافية يجعل مهمة الاستقرار أكثر تعقيدا، لأن تعدد الأهداف لا يقابله دائما تعدد مكافئ في الأدوات. ويشدد الخبراء على أن تحقيق أهداف متعددة يتطلب أدوات متعددة وملائمة لكل هدف على حدة، وأنه من الممكن أن يؤدي إسناد قضايا إضافية مثل المناخ أو اللامساواة إلى البنك المركزي إلى إثارة توترات مؤسساتية قد تضعف استقلاليته، دون أن تضمن بالضرورة حلولا فعالة لتلك القضايا. من هنا، يصبح سعر الفائدة أداة غير كافية وحده للتوفيق بين هذه المفاضلات، مما يفرض اللجوء إلى أدوات أكثر تخصيصا، ولا سيما الأدوات الاحترازية الكلية، لمعالجة الاختلالات المالية بصورة أكثر مباشرة، مع إبقاء السياسة النقدية موجهة أساسا نحو استقرار الأسعار والنشاط الاقتصادي.(Kiley & Mishkin, 2024, pp.18-20,50-51)

تكشف القيود البنيوية السبعة المستعرضة سابقا أن محدودية السياسة النقدية التقليدية ليست ظرفية أو قابلة للتجاوز بمجرد ضبط التطبيق، بل إنها قصور هيكلي متأصل في الإطار ذاته حين يواجه صدمات استثنائية أو اختلالات مالية عميقة. فالأداة المحورية سعر الفائدة الرئيسي قد تفقد فعاليتها عند بلوغ حدودها الفنية (ZLB/ELB)، أو حين تتعطل قنوات انتقالها الائتمانية والتوقعية، أو حين يرتفع التفتت المالي بما يفوق قدرتها التعويضية، أو حين تتراكم مخاطر نظامية خارج نطاق الرصد التقليدي للتضخم.

وتتشابك هذه القيود وتتعزز بعضها بعضا في بيئات الضغط المالي الشديد، مما ينتج ديناميكية إخفاق مركبة لا تعالجها أداة واحدة مهما أُحكم استخدامها. من هنا، لم تكن السياسات النقدية غير التقليدية استثناء مؤقتا، بل استجابة ضرورية لقصور بنيوي موثق.

المطلب الثاني: الازمات المالية ككاشف لقصور الإطار التقليدي للسياسة النقدية

إذا كان المطلب الاول قد استعرض القيود البنيوية للسياسة النقدية التقليدية في اطارها النظري، فإن أزمة 2007–2008 جاءت لتجسد هذه القيود على ارض الواقع وتكشف عن عمقها بصورة لم تكن الادبيات تستطيع استيعابها كاملا قبل تلك اللحظة، فالأزمة لم تكن مجرد حدث خارجي تعرض له الاقتصاد العالمي، بل كانت اختبارا مباشرا لمدى صلاحية الإطار التقليدي للسياسة النقدية، وقد أخفق فيه هذا الإطار بشكل واضح. ويهدف هذا المطلب الى بيان الكيفية التي تجلت بها هذه القيود خلال الأزمة.

1. خصوصية الازمة باعتبارها اختبارا استثنائيا

تميزت أزمة 2007–2008 عن الأزمات الدورية التقليدية بكونها لم تنشأ أساسا عن ضغوط تضخمية مرتفعة أو اختلالات مألوفة في الطلب الكلي، بل عن أزمة ائتمان وسيولة انفجرت من داخل البنية المالية نفسها. فقد تراكمت المخاطر بصورة تدريجية وغير مرئية نسبيا نتيجة التوسع الائتماني المفرط، والاعتماد العالي على الرفع المالي، والتوسع في توريق الأصول وتعقيد الأدوات المالية المهيكلة، فضلا عن اعتماد المؤسسات المالية على التمويل القصير الأجل داخل أسواق الجملة. وفي هذا السياق، حل نموذج «الإنشاء والتوزيع» (originate and distribute)محل النموذج المصرفي التقليدي القائم على الاحتفاظ بالقروض حتى الاستحقاق، بما أضعف معايير المنح والرقابة على الائتمان، ووسع هشاشة النظام المالي أمام أي صدمة في الثقة أو السيولة، لذلك لم تكن الأزمة مجرد تصحيح دوري، بل مثلت اختبارا استثنائيا كشف قابلية النظام المالي الحديث لتضخيم الخسائر الصغيرة وتحويلها إلى أزمة نظامية واسعة النطاق. (Brunnermeier, 2009, pp.78-80)

وفي امتداد لهذا التحليل، يبين غورتون وميتريك أن ما حول هشاشة النظام المالي إلى أزمة نظامية شاملة لم يكن مجرد تراجع قيمة الأصول المرتبطة بالرهن العقاري عالي المخاطر، بل اندلاع حالة سحب جماعي داخل نظام التمويل المصرفي المورق عبر أسواق إعادة الشراء (repo markets)، فقد أدت الشكوك المتزايدة بشأن ملاءة المؤسسات المقابلة وبشأن سيولة السندات المهيكلة المستعملة كضمانات إلى ارتفاع نسب الاقتطاع (haircuts) وتراجع القدرة على تجديد التمويل القصير الأجل، وهو ما فرض على المؤسسات المالية موجة واسعة من تقليص الرفع المالي وبيع الأصول. وبهذا المعنى، انتقلت الأزمة من نطاق الخسائر القطاعية إلى مستوى الذعر النظامي، لأن الخلل أصاب آلية التمويل نفسها التي كانت تسند جزءا جوهريا من الوساطة المالية الحديثة.(Gorton & Metrick, 2012, pp.428-429,447)

وما جعل هذه الأزمة اختبارا استثنائيا للسياسة النقدية التقليدية هو أنها دفعت، في وقت واحد، إلى الواجهة جملة من القيود البنيوية التي كانت تناقش في الأدبيات على نحو نظري أكثر منه عملي، من تدهور الائتمان وتوتر أسواق التمويل، إلى بلوغ أسعار الفائدة حدها الأدنى الفعال، بما قيد فاعلية الأدوات التقليدية وفرض اللجوء إلى أدوات غير تقليدية. وقد تفاعلت هذه الاختلالات بشكل متزامن ومتشابك، على نحو لم يسبق أن واجهته البنوك المركزية بهذا الحجم وبهذا التزامن. (Bernanke, 2012, pp.2-4,10-11,17-18)

2. الدوامة التمويلية وعجز سعر الفائدة الرئيسي عن كسرها

كشفت أزمة 2007–2008 أن ارتفاع علاوات المخاطر في فترات الاضطراب المالي قد يبلغ مستوى من الحدة يجعل التخفيضات العامة في سعر الفائدة الرسمي غير كافية لاستعادة التدفق الطبيعي للائتمان. فمع تزايد الخسائر وتدهور جودة الضمانات، تتشكل دوامة تمويلية متصاعدة تقوم على تفاعل انخفاض أسعار الأصول مع تشدد شروط التمويل، إذ تفضي هذه الآلية إلى مسارين متشابكين: دوامة الخسائر (loss spiral) التي تتجلى في تآكل رؤوس أموال المؤسسات المالية وإجبارها على تصفية مراكزها، ودوامة الهوامش (margin spiral) التي تعكس ارتفاع نسب الاقتطاع التمويلي وتشدد شروط الضمانات، بما يفرض عليها بيع أصولها قسرا بأسعار متدنية. وتؤدي هذه البيوع القسرية بدورها إلى مزيد من الانخفاض في الأسعار، ومن ثم إلى مزيد من التشدد في التمويل، فتتعمق الأزمة وتتسع آثارها داخل النظام المالي. ولهذا فان خفض أسعار الفائدة من طرف البنك المركزي لم يكن كافيا وحده، لأن اختناق السيولة وضعف انتقال السياسة النقدية إلى البنوك استدعى اللجوء إلى أدوات تدخل أكثر استهدافا.-(Brunnermeier, 2009, pp.87-89,92-94)

3. انتقال الصدمة الى الاقتصاد الحقيقي وتعذر استجابة السياسة النقدية التقليدية

كشفت الأزمة المالية العالمية أن القطاع المالي لا يؤدي دور الوسيط المحايد فحسب، بل يمكن أن يتحول إلى مصدر مستقل للصدمات الكلية وقناة رئيسة لتوليد الركود وتعميقه، فعندما تتعرض البنوك والمؤسسات المالية لخسائر كبيرة تؤدي إلى تآكل رؤوس أموالها، ولا يقتصر الأثر على تراجع متانتها المالية، بل يمتد إلى إضعاف قدرتها على أداء وظيفتها الأساسية في الوساطة بين المدخرين والمستثمرين وبهذا المعنى، يصبح الخلل المالي نفسه عنصرا مفسرا للتقلبات الاقتصادية، لا مجرد انعكاس لها.

ويتجسد هذا الأثر بصورة مباشرة في تراجع عرض الائتمان وارتفاع كلفة الوساطة المالية، بما يزيد من صعوبة حصول المؤسسات والأسر على التمويل اللازم للاستثمار والاستهلاك والتشغيل، ويتزامن ذلك مع انخفاض أسعار الأصول، الأمر الذي يضعف الثروة الخاصة ويقلص القيمة الضمانية للضمانات، فينشأ أثر انكماشي مزدوج يجمع بين تشدد شروط الائتمان وتدهور الأوضاع المالية للمقترضين. وهكذا تنتقل الصدمة من المجال المالي إلى الاقتصاد الحقيقي عبر قنوات مترابطة تشمل الائتمان والضمانات والثروة والإنفاق.

وانطلاقا من هذا المنظور، يبين برنانكي أن اضطرابات أسواق الائتمان كانت عاملا حاسما في تفسير عمق الركود الكبير، وأن الضائقة المالية التي أصابت المقرضين، لا سيما بعد انهيار ليمان براذرز في سبتمبر 2008، كانت أكثر قدرة على تفسير التدهور الحاد في الناتج والتوظيف من مجرد خسائر المقترضين وحدها. وتكتسي هذه النتيجة أهمية نظرية وعملية بالغة، لأنها تدل على أن السياسة النقدية التقليدية، القائمة على تعديل سعر الفائدة الأساسي، لا تكون كافية بمفردها لاحتواء الأزمات المالية الحادة ما دام الخلل قد أصاب قنوات الائتمان نفسها وآليات التمويل والضمان، الأمر الذي يستدعي تدخلات مباشرة تستهدف إعادة الاستقرار إلى أسواق الائتمان والتمويل وضمان استمرارية الوساطة المالية. (Bernanke, 2023,pp.1143,1146-1147,1159-1161)

4. الأزمة كضغط نظامي مركب (التقاء القيود البنيوية في لحظة واحدة)

ما جعل أزمة 2008 نقطة تحول تاريخية هو أنها لم تستدع قيدا بنيويا واحدا، بل جمعت القيود المستعرضة في المطلب الاول في لحظة واحدة ومتشابكة، حيث بلغت أسعار الفائدة حدودها الدنيا في الاقتصادات الصناعية الكبرى، وتعطلت القناة الائتمانية بسبب ضعف رسملة البنوك وتوقف أسواق التمويل بين البنوك، وانكسرت قناة التوقعات حين عجزت البنوك المركزية عن تقديم إرشاد موثوق في بيئة بالغة الغموض، فارتفعت علاوات المخاطر إلى مستويات لم تستطع تخفيضات الفائدة تعويضها. وقد كشف هذا التراكب المتزامن أن الأدوات التقليدية للسياسة النقدية لم تفقد فاعليتها منفردة، بل فقدتها جميعا في آن واحد، مما أفضى إلى شلل نظامي غير مسبوق.

وكان أشد هذه القيود دلالة قصور إطار "استقرار الأسعار" وحده مرجعا للسياسة النقدية، لا لأنه مؤشر خاطئ في حد ذاته، بل لأن الدورة المالية (financial cycle) تعمل بمنطق زمني مختلف جذريا عن دورة الأعمال التي بني عليها هذا الإطار. فقد ثبت أن متوسط طول الدورة المالية في سبع اقتصادات صناعية بلغ نحو ستة عشر عاما، وارتفع إلى ما يقارب عشرين عاما للدورات التي بلغت ذروتها بعد عام 1998، أي ما يزيد على ضعف مدة دورة الأعمال الاعتيادية التي لا تتجاوز ثمانية أعوام. وهذا التفاوت الزمني هو بالضبط ما جعل البوصلة التقليدية تعطي إشارات صحيحة في الأفق القصير بينما تتراكم الهشاشة في صمت على الأفق المتوسط. (Borio, 2014, p.183)

ويؤكد بوريو أن ارتباط قمم الدورة المالية بنشوء الأزمات المصرفية الجهازية لم يكن استثناء بل قاعدة في جميع الحالات المدروسة، مما يعني أن أدوات السياسة النقدية التقليدية صممت لإدارة التضخم في ظروف الاستقرار النسبي، لا لمواجهة انهيارات الميزانيات الناجمة عن طفرات ائتمانية مطولة. (Borio, 2014, p. 183-184,190-191)

5. الأزمة كمنعطف في دور البنك المركزي

امام هذا الإخفاق المركب، اضطرت البنوك المركزية إلى تجاوز وظائفها التقليدية والانتقال من إدارة سعر الفائدة إلى إدارة السيولة والنظام المالي عبر تدخلات غير مسبوقة في نطاقها ومنطقها معا، فقد جرى توسيع دور "مقرض الملاذ الأخير" ليشمل مؤسسات غير مصرفية وفئات أصول خارج الإطار التقليدي تماما، وانطلقت برامج شراء الأصول والتسهيلات الائتمانية والتوجيه المستقبلي كاستجابة لقيود بنيوية لم تملك الأدوات التقليدية حلا لها. والمنطق النظري الذي يبرر هذا التدخل غير التقليدي يكمن في طبيعة البنك المركزي المؤسساتية ذاتها، فخلافا للوسطاء الماليين الخاصين المقيدين بقيود الرافعة المالية الناجمة عن مشكلة الوكالة بينهم وبين المودعين، يتمتع البنك المركزي بقدرة مرنة على الحصول على التمويل بإصدار ديون حكومية خالية من المخاطر، مما يجعله الوحيد القادر على سد الفجوة الائتمانية حين تتشدد القيود على ميزانيات الوسطاء الخاصين .وبهذا المعنى، لا يتدخل البنك المركزي بوصفه موجها للأسعار، بل بوصفه وسيطا احتياطيا (backstop intermediary) يعوض انهيار الوساطة الخاصة ويمنع تحول أزمة السيولة إلى أزمة ملاءة نظامية(Gertler & Karadi, 2011, pp.17-19).

وقد كرست أزمة كوفيد-19 سنة 2020 هذا التحول وعمقته، اذ تحركت البنوك المركزية هذه المرة بسرعة وحجم لم يسبق لهما مثيل، مدفوعة باستيعابها الكامل لدروس 2008، وهذا يؤكد أن التحول نحو أدوات ما وراء التقليدية لم يكن ظرفيا عابرا بل أصبح ركيزة ثابتة في منظومة الاستجابة النقدية للأزمات المعقدة.

وهكذا، يكشف الاستعراض السابق أن ما واجهته السياسة النقدية التقليدية إبان أزمة 2007-2008 لم يكن إخفاقا عرضيا قابلا للمعالجة بتعديلات تقنية على الأدوات القائمة، بل كان انكشافا بنيويا عميقا لحدود الإطار ذاته الذي أسست عليه، فحين عجزت تخفيضات سعر الفائدة الرئيسي عن تفكيك الدوامة التمويلية، وتعطلت قناة الائتمان جراء ضعف الرسملة وتوقف أسواق التمويل بين البنوك، وفشل هدف استقرار الأسعار في رصد الهشاشة المتراكمة على الأفق الزمني للدورة المالية لم يعد الأمر مجرد بحث عن أدوات بديلة، بل أصبح استدعاء حتميا لإعادة التفكير في الغرض ذاته من التدخل النقدي، وفي المنطق الذي يشكل علاقة البنك المركزي بالنظام المالي والاقتصاد الحقيقي.

ومن هنا يتضح أن الانتقال من قصور الأدوات إلى تحول فلسفة التدخل النقدي ليس قفزة خطابية بل استنتاج منطقي مباشر من مجمل المقدمات التي استعرضت في هذا المطلب، وهو ما يستدعي الوقوف عنده تفصيلا في المطلب الموالي الذي يتتبع هذا التحول في أبعاده النظرية والمؤسساتية ومآلاته على منظومة الاستجابة النقدية للأزمات.

المطلب الثالث: من قصور الادوات الى تحول فلسفة التدخل النقدي

لم يقتصر أثر أزمة 2007–2008 وأزمة كوفيد–19 على إظهار حدود السياسة النقدية التقليدية، بل أفضى إلى تحول نوعي في فلسفة التدخل ذاتها. فحين أصبح سعر الفائدة الرئيسي قريبا من حدوده الدنيا الفعلية وتعطلت قنوات انتقاله، باتت السياسة النقدية أمام استحقاق جوهري يتجاوز مسألة الجرعة التقنية للتخفيض، إذ أثبتت الأزمتان أن استعادة الأوضاع المالية الملائمة تستلزم تجاوز منطق السعر إلى منطق أشمل يرتكز على ميزانية البنك المركزي، وإدارة التوقعات، والتدخلات الائتمانية الموجهة. وقد شكل هذا الانتقال قطيعة فلسفية حقيقية مع الإطار التقليدي الذي قصر دور البنك المركزي على ضبط تكلفة الأموال قصيرة الأجل دون تدخل مباشر في هيكل التمويل ومسارات الائتمان. ويهدف هذا المطلب إلى تتبع أبعاد هذا التحول وتحليل مضامينه النظرية والمؤسساتية.

1. من استهداف سعر واحد الى استهداف الأوضاع المالية

في الإطار التقليدي، كان سعر الفائدة قصير الأجل نقطة الارتكاز التي يفترض أن تعيد تسعير بقية الآجال وتوجه الائتمان والطلب الكلي، وقد قام هذا الإطار ضمنيا على منطق بسيط مفاده أن البنك المركزي يضبط السعر الرئيسي، بينما تتكفل آليات السوق بنقل أثره إلى بقية شروط التمويل. غير أن الأزمات الكبرى كشفت أن الأوضاع المالية الفعلية لا تتحدد بسعر الفائدة وحده، بل تتشكل أيضا بفروق العوائد(spreads) ، وعلاوات المخاطر، ومستويات السيولة في الأسواق، وهي عناصر قد ترتفع إلى مستويات مقيدة حتى حين يقترب سعر الفائدة الرئيسي من الصفر، بما يؤدي إلى انفصال الأوضاع المالية الفعلية عن أداة السياسة النقدية التقليدية. (Cardarelli et al., 2011, pp.80-82)

وقد بينت دراسة كاردرلي، اليكدك ولال أن تقييم الأوضاع المالية يقتضي الاعتماد على مؤشر مركب يجمع بين أسعار الأصول، وفروق العوائد، والتوترات الائتمانية، وظروف التمويل، لأن هذه العناصر مجتمعة تعكس الضغط المالي بصورة أشمل من الاكتفاء بمؤشر نقدي منفرد.(Cardarelli et al., 2011)

وفي ضوء هذه الفجوة، لم يعد التدخل النقدي مقتصرا على تعديل سعر الفائدة الرئيسي، بل أصبح موجها نحو تخفيف علاوات المخاطر، واحتواء اختناقات التسعير في أسواق الائتمان، وتحسين شروط التمويل على نحو أوسع، وقد تجسد هذا التحول في برامج شراء الأصول التي أثبتت قدرتها على التأثير في أسعار الفائدة طويلة الأجل وعلاوات مخاطر محددة عبر قنوات متعددة، بصورة لا تختزل في مستوى الفائدة القصيرة وحده. (KRISHNAMURTHY et al., 2011, pp.215,243,262-263)

وبذلك، لم تعد السياسة النقدية تقاس بمسار الفائدة وحده، بل بمدى قدرتها على تيسير الشروط المالية الشاملة (financial conditions) وإعادة تشغيل آلية التسعير والوساطة داخل أسواق الائتمان، وهو ما يعكس انتقالا واضحا من استهداف سعر واحد إلى استهداف البيئة المالية الكلية بوصفها المجال الحقيقي لانتقال الأثر النقدي.

2. سياسات الميزانية كمنطق بديل للأداة التقليدية

عندما تستنفد أداة الفائدة فاعليتها، يصبح توسيع ميزانية البنك المركزي وسيلة مباشرة للتأثير في الأسواق المالية وتيسير الأوضاع الائتمانية، وتقوم سياسات الميزانية للبنك المركزي على محورين أساسيين يكمل أحدهما الآخر.

يتمثل المحور الأول في قناة إعادة توازن المحافظ(Portfolio Balance Channel) ، حيث يؤدي شراء البنك المركزي للأصول طويلة الأجل أو ذات المخاطر المعينة إلى تقليص المعروض المتاح منها في أيدي القطاع الخاص، فيخفض عوائدها ويضيق فروقها ويدفع المستثمرين إلى إعادة توزيع محافظهم نحو أصول أخرى، بما يخفض تكاليف التمويل على نطاق أوسع ويدعم الطلب الكلي. وقد أثبتت الأدلة التجريبية المقارنة الدولية أن توسيع الميزانية عند الحد الأدنى للفائدة يحدث أثرا موجبا على النشاط الاقتصادي والأوضاع المالية يضاهي في حجمه أثر السياسة النقدية التقليدية، كما تبرز قناة إعادة توازن المحافظ بوصفها إحدى القنوات الرئيسية، ولا سيما في أوضاع الضغط المالي الحاد. (Gambacorta et al., 2014, pp.616-617,627-629)

أما المحور الثاني فهو قناة الإشارة (Signaling Channel)، إذ قد يحمل توسع ميزانية البنك المركزي إشارة ضمنية حول مسار السياسة المستقبلية، بما يعزز توقعات استمرار التيسير ويضغط على العوائد في الآجال الأطول بما يتجاوز الأثر الكمي المباشر لعمليات الشراء ذاتها. وقد أظهرت الأدلة المقارنة لتجارب منطقة اليورو واليابان والمملكة المتحدة أن هذين المحورين يعملان في آن واحد، وإن تفاوتت أهمية كل منهما تبعا لظروف النظام المالي وبنية الوساطة السائدة في كل اقتصاد. (Dell'Ariccia et al., 2018, pp.150-151,166-167)

وبهذا المنطق، لم يعد البنك المركزي مجرد "محدد لسعر فائدة ليلي" فحسب، بل أصبح فاعلا في هيكل العوائد وفروق المخاطر عبر تدخلات كمية ونوعية تتجاوز الحدود التشغيلية التقليدية.

3. صعود ادارة التوقعات من عنصر مساعد إلى أداة تدخل مستقلة

أبرزت الخبرة النقدية المعاصرة أن جزءا معتبرا من أثر السياسة النقدية لا ينتج عن التغيير الآني في الأداة التشغيلية وحده، بل يمر أساسا عبر توقعات الفاعلين الاقتصاديين بشأن المسار المستقبلي لأسعار الفائدة والتضخم. وفي ظروف الحد الأدنى لسعر الفائدة، تزداد إدارة التوقعات أهمية وحسما، لأن القدرة على التأثير في العوائد طويلة الأجل، وأسعار الأصول، وشروط التمويل الأوسع، تصبح مرتبطة بمدى نجاح البنك المركزي في إقناع الأسواق بأن التيسير سيستمر لفترة كافية، حتى بعد بداية التعافي الجزئي. وقد أسس اغرستون ووودفورد لهذا المنطق نظريا، مبينين أن مفتاح الحد من الآثار الانكماشية عند القيد الصفري يكمن في تشكيل التوقعات بشأن السياسة المستقبلية، وأن التزام البنك المركزي بالإبقاء على الفائدة منخفضة

مدة أطول يؤثر في الطلب الحالي حتى عندما تتعطل الأداة التقليدية. (Eggertsson & Woodford, 2003, pp.143-145,165-166)

ومن هنا، لم يعد التواصل المؤسساتي للبنوك المركزية مجرد شرح لاحق للقرارات المتخذة، بل تطور إلى أداة تدخل مستقلة تتجسد خصوصا في التوجيه المستقبلي(Forward Guidance) ، الذي يستهدف تثبيت المسار المتوقع للسياسة النقدية وإحداث أثر تحفيزي فوري في قرارات التمويل والاستثمار والإنفاق. وفي هذا السياق، يوضح وودفورد أن التوجيه المستقبلي الفعال لا يقوم على مجرد توقع، بل على التزام مستقبلي قابل للتصديق، أي على التزام مستقبلي واضح يعيد تشكيل توقعات الأسواق بشأن المسار الزمني للسياسة النقدية. (Woodford, 2012, pp.221-225)

وتعزز الأدبيات الحديثة هذا الاستنتاج من زاوية أكثر تطبيقية، إذ يبين برنانكي أن التوجيه المستقبلي والتيسير الكمي، باعتبارهما من أبرز أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، أصبحا من الأدوات الرئيسية التي تمكن البنوك المركزية من توفير حيز نقدي إضافي عندما تقيد الفائدة القصيرة بالحد الأدنى، وأن الجمع بينهما يمكن أن يولد ما يعادل نحو ثلاث نقاط مئوية من فضاء السياسة النقدية الإضافي عندما يكون معدل الفائدة المحايد الاسمي في حدود 2–3 بالمئة، بما يجعل هاتين الأداتين جزءا من العدة الدائمة للسياسة النقدية لا مجرد استجابة استثنائية لظرف عابر.(Bernanke, 2020, pp.943-945,973-975)

وبهذا المعنى، لم يعد التواصل المؤسساتي وظيفة إعلامية ثانوية، بل أصبح أداة تشغيلية مستقلة تعمل عبر تشكيل التوقعات وإدارة المسار الزمني المتوقع للسياسة، أي إن البنك المركزي بات يؤثر في الاقتصاد ليس فقط بما ينفذه آنيا، بل أيضا بما يلتزم به مستقبلا ويقنع الأسواق بمصداقيته، وهو ما يجسد أحد أعمق التحولات في فلسفة التدخل النقدي ألا وهي الانتقال من إدارة المتغيرات عبر الأداة المباشرة إلى إدارة سلوك الأسواق عبر التوقعات.

4. من التيسير العام الى التدخلات الائتمانية الموجهة

عندما تتعطل الوساطة المالية وتتسع فروق الائتمان، يصبح التيسير النقدي العام عبر خفض سعر الفائدة أقل فاعلية، لأن الاختلال لا يكمن في المستوى العام لكلفة التمويل فقط، بل في قنوات انتقال الائتمان نفسها .(CÚRDIA & WOODFORD, 2010, pp.3-4) ومن هذا المنطلق، تقترح النماذج الحديثة إدماج الأوضاع المالية وفروق الائتمان ضمن استجابة السياسة النقدية، بدلا من الاقتصار على سعر الفائدة الاسمي، على أن يظل حجم هذا التكيّف مرتبطاً بطبيعة الصدمة ومصدرها ودرجة استمرارها (CÚRDIA & WOODFORD, 2010, pp.15-20)

في هذا الإطار، تتجه السياسة النقدية غير التقليدية من منطق التيسير العام إلى منطق تدخلات أكثر توجيها تستهدف مواضع التعطل داخل آلية الانتقال النقدي، من خلال دعم أسواق تمويل بعينها، وتخفيف فروق الائتمان في فئات محددة من الأصول، وربط توفير السيولة بشروط تتصل فعليا بتوسيع الإقراض

للاقتصاد الحقيقي. (Gertler & Karadi, 2011, pp.17-23) وتبرز نماذج الوساطة المالية المعاصرة أن التدخل الائتماني العمومي يكتسب مبرره خصوصا في فترات الأزمات، عندما تعجز آليات التحكيم الخاصة عن امتصاص الاضطراب المالي وإعادة تدفق الائتمان بشكل طبيعي، فيتحول تدخل القطاع العام إلى عنصر حاسم في منع تحوّل اختلالات الوساطة إلى ركود عميق. (Gertler & Kiyotaki, 2010, pp.566-568) ومع ذلك، ينظر إلى هذا التدخل باعتباره أداة استثنائية ومؤقتة، ترتبط ضرورتها بمرحلة تصحيحية محددة، وتتراجع أهميتها كلما استعادت المؤسسات المالية رسملتها وعادت قنوات الائتمان إلى العمل بصورة عادية. (Gertler & Karadi, 2011, p.33)

5. اعادة تعريف دور البنك المركزي في الاستقرار المالي

لقد كشفت الأزمة المالية العالمية أن اختزال وظيفة البنك المركزي في مجرد حفظ استقرار الأسعار لم يعد كافيا لفهم طبيعة الاختلالات الحديثة، لأن البيئة الاقتصادية قد تبدو مستقرة من زاوية التضخم، فيما تكون الهشاشة المالية تتراكم بصمت في عمق النظام المالي نفسه. ومن ثم، تهاوى التصور التقليدي الذي كان يفصل بوضوح بين الاستقرار النقدي والاستقرار المالي، وحل محله إدراك جديد مفاده أن استقرار الأسعار قد يغدو، في غياب اليقظة تجاه الاختلالات المالية، مجرد استقرار ظاهري يخفي وراءه قابلية مرتفعة لاندلاع الأزمات النظامية. (Borio, 2014a, pp.191-195)

وفي هذا السياق، تعززت الفكرة القائلة إن الاستقرار المالي ليس هدفا ثانويا منفصلا، بل شرطا أساسيا لتحقيق استقرار الأسعار والنشاط الاقتصادي، وهو ما وسع عمليا نطاق مسؤولية البنوك المركزية، مع ما يرافق ذلك من تحديات تمس استقلاليتها وحدود ولايتها.(Kiley & Mishkin, 2024, pp.2-3)

كما أصبحت البنوك المركزية تضطلع، بعد الأزمات، بدور أكثر وضوحا في سياسات الاستقرار المالي، سواء من خلال وظيفة المقرض الأخير أو من خلال الإشراف الاحترازي وأدوات السلامة الكلية، بما يؤكد أن منع العدوى النظامية لم يعد خارج مجالها المؤسساتي الفعلي.(Kiley & Mishkin, 2024, pp.13-15)

وقد تجلى هذا التحول أيضا في مراجعة الاحتياطي الفيدرالي لإطاره الاستراتيجي سنة 2020، حين أقر نهجا يسمح، بعد فترات يكون فيها التضخم دون الهدف، بالسعي إلى تضخم يتجاوز 2% بشكل معتدل لبعض الوقت، وهو ما يعكس مرونة تشغيلية أكبر من دون التخلي عن مرساة الهدف الاسمي. (Kiley & Mishkin, 2024, pp.36-39)

غير أن هذا التوسع في الأدوار لا يلغي التوتر القائم بين توسيع مهام البنك المركزي والمحافظة على وضوح ولايته ومصداقيته، إذ إن تعدد الأهداف قد يضعف قدرته على تحقيق الاستقرار السعري والاقتصادي إذا لم يظل البعد المالي مكملا لا بديلا عن المهمة النقدية الأساسية. (Kiley & Mishkin, 2024, pp.49-50)

6. تحول الإطار التشغيلي من ندرة الاحتياطيات الى وفرتها

لم يكن التحول الذي أعقب الأزمة المالية العالمية مجرد انتقال تقني من نظام يقوم على ندرة احتياطيات البنوك إلى نظام تتسع فيه التزامات البنك المركزي، بل مثل إعادة صياغة عميقة للإطار التشغيلي للسياسة النقدية نفسه، ففي النموذج التقليدي قبل الأزمة، كانت البنوك المركزية تؤثر في الأوضاع المالية أساسا عبر التحكم في عرض احتياطيات البنوك التجارية، باعتبار هذه الاحتياطيات الأصول الأكثر أمانا وسيولة والأقصر أجلا في النظام المالي، بحيث كانت ندرتها تحدد كلفة الفرصة البديلة لحيازة الأصول السائلة الأخرى، ومن ثم ينتقل أثر السياسة النقدية إلى سائر أسعار الأصول والعوائد في السوق. غير أن هذا المنطق تعطل مع أزمة 2007، حين أدت الاحتكاكات المالية وتجمد الأسواق بين البنكية إلى إضعاف صلة الأداة التقليدية بالشروط المالية الواسعة، ثم جاء بلوغ أسعار الفائدة حدودها الدنيا الفعالة ليجعل الاعتماد الحصري على الأداة التقليدية غير كاف. عندئذ تحول مركز الثقل في التنفيذ النقدي من إدارة سعر الفائدة القصير الأجل وحده إلى استخدام ميزانية البنك المركزي نفسها أداة للتدخل، عبر توسيع كميات التزامات البنك المركزي التي يحتفظ بها القطاع المصرفي، والتدخل المباشر في نطاق أوسع من أسواق الأصول، بما جعل السياسة النقدية أقل اعتمادا على منطق الندرة اليومية للاحتياطيات وأكثر ارتباطا بحجم الحضور المباشر للبنك المركزي داخل البنية المالية والنقدية. وبهذا المعنى، لم يعد تضخم الميزانية مجرد استجابة استثنائية للأزمات، بل أصبح تحولا مؤسساتيا أعاد تشكيل طريقة تنفيذ السياسة النقدية وحدود العلاقة بين الاحتياطيات والسيولة السوقية ودور البنك المركزي في توجيه الأوضاع المالية. (CECCHETTI & SCHOENHOLTZ, 2021, pp.148-151)

7. الحدود الجديدة وأسئلة لم تحسم بعد

غير أن هذا التحول الفلسفي لم ينه الأسئلة الجوهرية، بل ولد إشكالات جديدة ما تزال محل نقاش واسع، فقد كشفت خبرة ما بعد الأزمات أن توسيع ميزانيات البنوك المركزية، وإن عزز قدرتها على احتواء الاضطرابات ودعم الاستقرار المالي، يثير في المقابل تساؤلات متزايدة بشأن حدود السلطة النقدية ومخاطر المساس بالاستقلالية المؤسساتية، خاصة عندما تتعدد الأهداف وتتسع الأدوات بما يتجاوز المهمة التقليدية المتمثلة في استقرار الأسعار والنشاط الاقتصادي.

كما أن موجة التضخم خلال 2021–2023 أعادت إبراز حدود الإطار الجديد، إذ بينت أن فترات التيسير الطويلة والاعتماد المكثف على الأدوات غير التقليدية قد تجعل لاحقا مهمة إعادة التضخم إلى الهدف أكثر تعقيدا، لا سيما عندما تتزامن مع أخطاء في التقدير، وتحولات في العرض والطلب، وتراجع النزعة الاستباقية في تشديد السياسة النقدية.(Kiley & Mishkin, 2024 pp.39-45)

ومن ثم، لم يعد السؤال مقتصرا على مدى فعالية هذه الأدوات في لحظة الأزمة، بل امتد إلى قدرتها على الحفاظ، على المدى الأطول، على وضوح الإطار النقدي ومصداقيته من دون أن تتحول البنوك المركزية إلى مؤسسات مثقلة بأهداف متزاحمة وأدوار يصعب التوفيق بينها.(Kiley & Mishkin, 2024, pp.49-50)

وفي الاتجاه نفسه، يلفت بوريو إلى أن السياسة النقدية أصبحت تعمل اليوم في بيئة أكثر هشاشة وتعقيدا، حيث يتعين عليها الموازنة بين كبح التضخم والحفاظ على الاستقرار المالي، في ظل مستويات مرتفعة من الدين العام والخاص وحساسية أكبر للأسواق تجاه تحركات أسعار الفائدة. وبهذا المعنى، فإن الخروج من الدعم النقدي لم يعد مسألة تقنية بسيطة، بل اختبارا دقيقا قد يكشف توترات كامنة بين متطلبات التشديد النقدي ومخاطر الاضطراب المالي.(BORIO, 2023)

وفي مواجهة هذه القيود، تحولت فلسفة التدخل النقدي تدريجيا من منطق قائم على "السعر" الى منطق قائم على ميزانية البنك المركزي وادارة التوقعات والتدخلات الائتمانية الموجهة، بما اعاد تشكيل دور البنك المركزي ووظائفه. وبذلك تبلورت المبررات النظرية والوظيفية للانتقال الى السياسات النقدية غير التقليدية بوصفها استجابة بنيوية لصدمات نظامية لا يستوعبها الإطار التقليدي. وانطلاقا من هذه الخلاصات، يتناول المبحث الرابع الإطار المفاهيمي للسياسات النقدية غير التقليدية، مع تقديم تصنيف منظم لادواتها وفق منطق التدخل الوظيفي، تمهيدا للفصول التطبيقية الخاصة بتجارب الدول المختلفة.

المبحث الرابع: السياسة النقدية غير التقليدية

بعد أن أبرز المبحث السابق القيود البنيوية التي حدت من فعالية السياسة النقدية التقليدية، وكشف التحول الفكري والعملي الذي فرضته الأزمات المتعاقبة على منطق التدخل النقدي، يغدو من الضروري بناء إطار مفاهيمي دقيق للسياسة النقدية غير التقليدية، باعتبارها استجابة تكيفية لاختلال قنوات الانتقال النقدي وتراجع نجاعة الأداة التقليدية، لا سيما عند اقتراب أسعار الفائدة الرئيسية من حدودها الدنيا.

فهذه السياسة لا تمثل مجرد توسعٍ تقني في أدوات البنك المركزي، بل تعكس تحولا جوهريا في فلسفة التدخل النقدي ذاتها، إذ تنتقل من منطق ضيق يقتصر على التأثير في سعر الفائدة الرئيسي داخل السوق النقدية، إلى منطق أوسع يستهدف مجمل الأوضاع المالية والائتمانية، عبر إدارة التوقعات، والتدخل المباشر في أسواق الأصول، وتوجيه الائتمان، وتوسيع الميزانية للبنك المركزي أو إعادة هيكلتها.

ومع أن هذا التحول يبدو واضحا على مستوى الممارسة التطبيقية، فإن فهمه العلمي لا ينبغي أن يظل حبيس الوصف الظرفي للأدوات، أو ردود الفعل المرتبطة بالأزمات. بل يقتضي ضبط المفهوم وبناء إطار تحليلي يبرز وحدة هذه السياسات ومنطقها الداخلي، بوصفها منظومة تدخلية متكاملة ذات أهداف وآليات وقنوات تأثير مخصوصة. ومن ثم، فإن دراسة السياسة النقدية غير التقليدية لا تقتصر على تعداد أدواتها، بل تستلزم تحديد معيار "لا تقليديتها"، وإبراز خصائصها المميزة، وتوضيح الفروق المنهجية بينها وبين

السياسة النقدية التقليدية، فضلا عن تصنيف أدواتها تصنيفا وظيفيا يفسر تنوعها الظاهري في ضوء وحدة غاياتها.

المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية وخصائصها العامة

تعد السياسة النقدية غير التقليدية (Unconventional Monetary Policy – UMP) إحدى أبرز التحولات التي عرفتها السياسات الاقتصادية المعاصرة، إذ لم تظهر باعتبارها مجرد تقنية جديدة، بل بوصفها تكيفا وظيفيا مع بيئة فقدت فيها الأدوات التقليدية جانبا مهما من فعاليتها. وقد اكتسب هذا المفهوم ثقله التحليلي منذ الأزمة المالية العالمية 2007–2008، حين وجدت البنوك المركزية نفسها أمام وضع استثنائي تميز ببلوغ أسعار الفائدة حدودها الدنيا الفعالة، وتعطل القناة الائتمانية، وارتفاع علاوات المخاطر، وتحول الاضطراب المالي إلى مصدر مباشر للركود الاقتصادي. وفي هذا السياق، لم يعد خفض سعر الفائدة الرئيسي كافيا وحده لاستعادة التوازن، بل أصبح من الضروري اللجوء إلى أدوات جديدة تستهدف بصورة مباشرة الأوضاع المالية والائتمانية، وتوقعات الفاعلين الاقتصاديين.

ويقصد بالحد الأدنى الفعال (Effective Lower Bound – ELB) تلك النقطة التي تفقد عندها أداة سعر الفائدة قدرتها على توليد مزيد من التحفيز النقدي، بما يدفع البنوك المركزية إلى تفعيل آليات تشغيل مغايرة تستهدف حجم ميزانية البنك المركزي، وتوقعات الأسواق، وقنوات التمويل بصورة أكثر مباشرة. وعليه، فإن السياسة النقدية غير التقليدية لا تفهم فقط من خلال طبيعة الأدوات المستخدمة، بل من خلال المبرر الهيكلي الذي يفسر اللجوء إليها في سياق تعطل آلية الانتقال النقدي أو استنفاد الأداة التقليدية.

1. تعريف السياسة النقدية غير التقليدية

لا يوجد تعريف واحد متفق عليه للسياسة النقدية غير التقليدية، بل تتعدد زوايا تعريفها بحسب الجهة المعرفة ومنطلقها التحليلي، ويمكن التمييز هنا بين مستويين رئيسيين:

- تعريفات المؤسسات الدولية والبنوك المركزية المنطلقة من الممارسة التشغيلية،
- تعريفات الاقتصاديين الأكاديميين المنطلقة من البناء النظري.

1.1 التعريفات المؤسساتية: منظور البنوك المركزية والمنظمات الدولية

تتسم التعريفات المؤسساتية بطابعها العملي والإجرائي، إذ تحدد "غير التقليدي" بالقياس إلى ما كان سائدا قبل الأزمة.

وفي هذا الإطار، عرف Caruana، المدير العام لبنك التسويات الدولية (BIS) آنذاك، السياسة النقدية غير التقليدية بأنها "انتقال عمليات إدارة السيولة من دور سلبي في الخلفية، يقتصر على ضمان بلوغ سعر الفائدة المستهدف في الظروف العادية، إلى دور فعال يرمي إلى التأثير في الأوضاع المالية الأوسع". (Caruana, 2009) .

وفي الاتجاه نفسه، قدم كل من Borio & Disyatat أحد أوائل التصنيفات المنهجية الشاملة لهذا المفهوم في إطار بنك التسويات الدولية(BIS)، منطلقين من فكرة أن "ما هو تقليدي وما هو غير تقليدي يعتمد جزئيا على زاوية النظر والإطار المرجعي المعتمد"، وخلصا إلى أن هذه السياسات ليست "غير تقليدية" في جوهرها المطلق، بل إن الجديد فيها يتمثل أساسا في القطاع السوقي المستهدف.(Borio & Disyatat, 2009, p.1)

ثم عمقBorio & Zabai ضمن سلسلة أوراق العمل التابعة لبنك التسويات الدولية (BIS)هذا التصور من خلال إعادة تقييم السياسات النقدية غير التقليدية بعد الأزمة المالية العالمية، مقترحين تصنيفا ثلاثيا يشمل: سياسات ميزانية البنك المركزي، والتوجيه المستقبلي، وأسعار الفائدة السالبة، ، مشيرين إلى أن هذه الأدوات نجحت بدرجات متفاوتة في التأثير في الأوضاع المالية، كما أكدا أن ميزان المنافع وتكاليفها يميل إلى التدهور مع مرور الوقت، بما يجعل هذه الأدوات أقرب إلى إجراءات استثنائية تستخدم في ظروف محددة، لا إلى أدوات عادية لإدارة السياسة النقدية في الأوضاع الطبيعية..(Borio & Zabai, 2016, pp.1-2)

وقدمت لجنة النظام المالي العالمي (CGFS)التابعة لبنك التسويات الدولية (BIS) تعريفا تشغيليا "يرتكز على أربع فئات أساسية: أسعار الفائدة السالبة، وعمليات الإقراض الجديدة للبنك المركزي، وبرامج شراء الأصول، والتوجيه المستقبلي"، مؤكدة أن هذه الأدوات باتت جزءا من منظومة السياسة النقدية، مع ضرورة مرافقتها بتدابير تحد من آثارها الجانبية. (Potter et al., 2019, pp.9-12)

وذهب Borioالى توسيع هذا النقاش من زاوية هوامش المناورة المتاحة للسياسة الاقتصادية، مؤكدا "أن السياسة النقدية استهلكت حيزا مهما من قدرتها التدخلية بعد الأزمة المالية العالمية، وأن تجربة ما قبل أزمة كوفيد–19 أظهرت صعوبة تطبيع السياسة النقدية التقليدية واستعادة المجال الكافي للتحرك". ومن ثم، فإن استمرار الاعتماد على أدوات الاستجابة للأزمات يطرح إشكالية تحول التدخلات الاستثنائية تدريجيا إلى مكون شبه دائم في إدارة السياسة الاقتصادية، بما يستدعي إعادة بناء الهوامش الوقائية للسياسات النقدية والمالية والاحترازية.(Borio, 2020, p.6)

أما على مستوى البنوك المركزية الكبرى، فقد حدد الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي سياساته النقدية غير التقليدية عمليا من خلال الأداتين اللتين لجأ إليهما بعد بلوغ سعر الفائدة الفيدرالي حده الأدنى الفعال في أواخر سنة 2008، وهما: برامج التيسير الكمي، والتوجيه المستقبلي بشأن المسار المستقبلي لسعر الفائدة الفيدرالي. وقد استخدمت هاتان الأداتان لتوفير تيسير نقدي إضافي، عبر الضغط نزولا على أسعار الفائدة الحقيقية طويلة الأجل وتحسين الأوضاع المالية العامة، بما يدعم الطلب الكلي ويحد من الضغوط الانكماشية.(Engen et al., 2015, p. 1-2)

وفي المقابل، فضل البنك المركزي الأوروبي استخدام مصطلح «التدابير غير المعيارية» (Non-Standard Measures) بدلا من السياسات النقدية غير التقليدية، بالنظر إلى خصوصية الإطار المؤسساتي والمالي

لمنطقة اليورو، حيث تقوم البنية التمويلية بدرجة أكبر على الوساطة المصرفية مقارنة بالاقتصادات ذات التمويل السوقي. لذلك لم تكن هذه التدابير، في التصور الأوروبي، بديلا عن سياسة سعر الفائدة أو أداة مباشرة لتقديم تحفيز نقدي إضافي، بل مكملا لها يهدف أساسا إلى دعم انتقال قرارات السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي عبر النظام المصرفي. غير أن هذا التمييز لم يمنع تطور مقاربة البنك المركزي الأوروبي لاحقا، إذ أدت أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو إلى انتقال تدريجي من التركيز على دعم السيولة المصرفية إلى اعتماد تدخلات أكثر مباشرة في أسواق السندات، مثل برنامج أسواق الأوراق المالية والمعاملات النقدية المباشرة، مع بقاء هذه التدخلات مؤطرة بمنطق حماية آلية انتقال السياسة النقدية ووحدة شروط التمويل داخل منطقة اليورو. (Cour-Thimann & Winkler, 2013, p. 1-2,7-8,13-18,23-24)

من جهته، قدم صندوق النقد الدولي تصورا وظيفيا للسياسة النقدية غير التقليدية، باعتبارها "مجموعة من التدابير التي تستخدمها البنوك المركزية عندما تصبح الأدوات التقليدية غير كافية لضمان فعالية السياسة النقدية". ويرتكز هذا التصور على هدفين أساسيين يتمثل الأول في استعادة الأداء السليم للأسواق المالية وآلية الوساطة المالية عندما تتعرض قنوات التمويل والائتمان للاختلال، بينما يتمثل الثاني في توفير تيسير نقدي إضافي عندما تصبح السياسة التقليدية مقيدة ببلوغ سعر الفائدة مستواه الأدنى. وبذلك لا ينظر صندوق النقد الدولي إلى هذه السياسات من زاوية الأدوات فقط، مثل توفير السيولة أو شراء الأصول أو التوجيه المستقبلي، بل من زاوية الوظيفة التي تؤديها في إصلاح آلية انتقال السياسة النقدية ودعم الاستقرار الاقتصادي الكلي. (International Monetary Fund, 2013, pp.5-7)

وفي إطار مؤسساتي أحدث، يراجع Holzmann، محافظ البنك الوطني النمساوي وعضو مجلس محافظي البنك المركزي الأوروبي، مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية من زاوية آثارها ومخاطرها الجانبية. فقد بين "أن تكرار استخدام هذه الأدوات واتساع نطاقها بعد الأزمات الكبرى يثيران تساؤلا حول مدى استمرار صلاحية وصفها بـ «غير التقليدية»، إذ لم تعد تفهم فقط كإجراءات استثنائية مؤقتة، بل كجزء من صندوق أدوات السياسة النقدية الذي يستدعى عندما تفقد الأدوات التقليدية فعاليتها". غير أن هذا الإدماج لا يلغي طبيعتها الإشكالية، لأن استخدامها يظل مشروطا بموازنة دقيقة بين المنافع المقصودة والآثار غير المرغوبة، خاصة ما يتصل بالاستقرار المالي، وسوء تخصيص الموارد، والآثار التوزيعية.(Holzmann, 2025)

2.1 التعريفات من منظور الاقتصاديين

بخلاف التعريفات المؤسساتية المنطلقة من الممارسة، تربط الأدبيات الأكاديمية بين "لا تقليدية" هذه السياسة وبين وجود قصور هيكلي في الإطار التقليدي للسياسة النقدية. ويمكن تتبع هذا المسار النظري عبر عدة إسهامات تراكمية متكاملة.

أرسى Keynes اللبنة الأولى لما عرف لاحقا بمفهوم «فخ السيولة»، حين أشار إلى "أن انخفاض سعر الفائدة إلى مستوى معين قد يجعل تفضيل السيولة شبه مطلق، بحيث يفضل الأفراد الاحتفاظ بالنقد بدلا من

الأصول المالية ذات العائد المنخفض، وهو ما يفقد السياسة النقدية قدرتها الفعالة على التأثير في سعر الفائدة وتحفيز النشاط الاقتصادي".(Keynes, 1936)

وجاء Friedman & Schwartz ليقدما برهانا تاريخيا على "أن الانكماشات النقدية الحادة قد تتحول إلى أزمات اقتصادية عميقة إذا لم تتدخل السلطة النقدية لمنع تراجع عرض النقود واستعادة وظيفة الوساطة المصرفية". فمن خلال تحليلهما لفترة الانكماش الكبير 1929–1933، أظهرا أن تقاعس الاحتياطي الفيدرالي عن وقف الانخفاض الكبير في الكتلة النقدية ساهم في تعميق الكساد، وهو ما مهد لاحقا لفكرة أن البنك المركزي لا ينبغي أن يكتفي بإدارة سعر الفائدة، بل قد يحتاج في ظروف الانكماش الشديد إلى تدخل كمي مباشر لدعم السيولة والاستقرار النقدي.(Friedman & Schwartz, 1963, pp.299-300)

ثم وفر Tobinركيزة نظرية مهمة من خلال مقاربة التوازن المحفظي، "التي تقوم على أن الأصول المالية ليست بدائل تامة، وأن تغيير الكميات النسبية للأصول داخل محافظ القطاع الخاص، ولا سيما عبر عمليات السوق المفتوحة، يمكن أن يؤثر في أسعار الأصول والعوائد النسبية، ومن ثم في الطلب الكلي والاستثمار".(Tobin, 1969,pp.24-26)

وقد عزز Brunner & Meltzer هذا التصور من خلال إبراز قنوات انتقال نقدي متعددة تمر عبر أسعار الأصول والثروة والعوائد النسبية، مؤكدين أن "اختلاف طريقة تمويل العجز أو تغيير تركيبة الأصول المالية ينعكس على أسعار الأصول والناتج، لا على سعر الفائدة وحده".(Brunner & Meltzer, 1973, pp.52-54)

وعلى مستوى التوقعات، بين Woodford أن فعالية السياسة النقدية لا ترتبط فقط بمستوى سعر الفائدة الحالي، بل تعتمد بدرجة حاسمة على قدرة البنك المركزي على إدارة توقعات الفاعلين الاقتصاديين بشأن المسار المستقبلي لأسعار الفائدة والتضخم والنشاط الاقتصادي. ومن هذا المنطلق، "يصبح التوجيه المستقبلي أداة قائمة بذاتها عند بلوغ الحد الأدنى الفعال لسعر الفائدة، إذ يسمح للبنك المركزي بالتأثير في الأوضاع المالية والطلب الكلي عبر توجيه توقعات الأسواق حول بقاء أسعار الفائدة منخفضة مستقبلا، حتى عندما تصبح التخفيضات الإضافية في سعر الفائدة الحالي غير ممكنة أو محدودة الفعالية". (Woodford, 2003, pp.18-20; 2012, pp.188-191)

وفي سياق اضطراب الوساطة المالية، قدم Gertler & Karadi أساسا كميا لفهم السياسة النقدية غير التقليدية بوصفها "توسعا في دور البنك المركزي داخل عملية الوساطة الائتمانية، بهدف تعويض تعطل الوساطة المالية الخاصة أثناء الأزمات، ويقوم منطق هذا النموذج على أن البنوك والمؤسسات المالية، عند تعرض ميزانياتها للضغط، تصبح مقيدة في قدرتها على تمرير التمويل إلى القطاع الحقيقي، مما يرفع فروق العائد ويعمق الانكماش في الاستثمار والناتج". وفي المقابل، يستطيع البنك المركزي التدخل عبر الإقراض أو شراء الأصول الائتمانية لأنه لا يواجه القيود نفسها على ميزانيته، وهو ما يسمح له بتخفيف أثر الأزمة عبر دعم تدفق الائتمان وتقليص فروق العائد.(Gertler & Karadi, 2011, pp. 17-19,28-29)

ثم استكملBernanke هذا المنظور من زاوية أكثر مؤسساتية، "مميزا بين أدوات السياسة النقدية الجديدة، مثل التيسير الكمي والتوجيه المستقبلي، وبين تدخلات البنك المركزي الهادفة إلى استقرار الأسواق المالية عند اختلالها". ففي الحالات التي يعجز فيها النظام المالي الخاص عن أداء وظيفته الطبيعية في تحويل المدخرات إلى ائتمان فعال، لا يقتصر دور البنك المركزي على إدارة سعر الفائدة، بل يمتد إلى دعم عمل الأسواق المالية وتخفيف اختناقات الإقراض وتحسين انتقال السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي. وبهذا المعنى يمكن النظر "إلى البنك المركزي، في أوقات الاضطراب المالي الحاد، بوصفه فاعلا مؤسساتيا يساهم في ترميم وظيفة الوساطة المالية، مع بقاء هذه التدخلات مرتبطة بسياقات الأزمة لا بالممارسة النقدية العادية". (Bernanke, 2020, pp.944,946,958-959).

وفي الأدبيات الأحدث، يبين Zanetti & Mavroeidis & Ikedaأن "السياسة النقدية غير التقليدية لا ينبغي فهمها بوصفها مجرد بديل كامل للأداة التقليدية عند بلوغ الحد الأدنى الفعال لسعر الفائدة، إذ تظل فعاليتها مشروطة بطبيعة القيود التي تواجهها السياسة النقدية وبمدى قدرة أدواتها على التأثير في التوقعات والعوائد طويلة الأجل". ومع ذلك، استنتجوا أن هذه الأدوات قد تحدث آثارا قوية ولكن غير فورية، بما يعني أن تقييمها لا ينبغي أن يقتصر على الأثر الآني، بل يجب أن يأخذ في الاعتبار بعدها الزمني وقنوات انتقالها المتدرج.(Ikeda et al., 2024, pp.250-253,279-282)

3.1 التعريف التركيبي المستنتج للسياسة النقدية غير التقليدية

يتضح من المقاربة التحليلية النقدية السابقة أن كل مستوى من مستويات التعريف يضيء جانبا من مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية دون أن يستوعبه كاملا، فالتعريفات المؤسساتية تمتاز بالدقة التشغيلية وقربها من ممارسة البنوك المركزية، لكنها تميل غالبا إلى الوصف التقني للأدوات أكثر من التأصيل النظري للمفهوم، في حين توفر التعريفات الأكاديمية أساسا تحليليا أعمق، غير أنها قد تبقى أكثر تجريدا وأقل التصاقا بتفاصيل الممارسة العملية.

وعليه، يمكن تعريف السياسة النقدية غير التقليدية بأنها "نمط تدخل نقدي موسع ذو طبيعة استثنائية وهيكلية، يلجأ إليه البنك المركزي عندما تصبح الأدوات التقليدية، وعلى رأسها سعر الفائدة الرئيسي، غير كافية لتحقيق الأثر المطلوب، سواء بسبب بلوغ الحد الأدنى الفعال لسعر الفائدة أو بسبب تعطل قنوات الانتقال النقدي والائتماني. وفي هذه الحالة، ينتقل دور البنك المركزي من إدارة سعر الفائدة وتوفير السيولة في الخلفية إلى تدخل أكثر فعالية يستهدف الأوضاع المالية الأوسع، من خلال التأثير في حجم ميزانيته وتركيبتها، وأسعار الأصول، وفروق العائد، وتوقعات الفاعلين الاقتصاديين، وتدفقات الائتمان نحو الاقتصاد الحقيقي."

وتترجم هذه السياسة عمليا عبر حزمة من الأدوات، منها: شراء الأصول، والتيسير الكمي، والتيسير الائتماني، وعمليات الإقراض طويلة الأجل أو الموجهة، والتوجيه المستقبلي، وأسعار الفائدة السالبة، والتحكم

في منحنى العائد، مع اختلاف وزن كل أداة بحسب طبيعة الأزمة، وبنية النظام المالي، ودرجة تعطل آلية الانتقال النقدي.

4.1 خصوصية السياسة النقدية غير التقليدية في الاقتصادات الناشئة والنامية

يتضح من التعريفات السابقة أن مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية صيغ أساسا انطلاقا من تجربة الاقتصادات الصناعية، حيث تكون الأسواق المالية أعمق، وقنوات الانتقال النقدي أوضح، واستقلالية البنوك المركزية أكثر رسوخا، غير أن الاقتصادات الناشئة والنامية لا تتحرك دائما داخل هذه الشروط المثالية، فهي تواجه أحيانا ضغوطا أكثر حدة، مثل هشاشة الأسواق، وارتفاع علاوات المخاطر، وتراجع السيولة، واضطراب سعر الصرف. لذلك قد تلجأ هذه الاقتصادات إلى أدوات غير تقليدية ليس فقط عندما يبلغ سعر الفائدة حده الأدنى، بل عندما تشعر أن التمويل بدأ يختنق وأن القنوات العادية للسياسة النقدية لم تعد كافية. وقد أظهر Poirson& Ferranti& Mircheva, & Vannier& Fratto أن عددا من الاقتصادات الناشئة استخدم برامج شراء الأصول خلال أزمة كوفيد-19 رغم أن أسعار الفائدة لديها كانت غالبا أعلى من الصفر، وكان الهدف الأساسي هو تهدئة الأسواق ودعم السيولة وتحسين عمل أسواق السندات المحلية(Fratto et al., 2021, pp.5-11).

ومن هنا تظهر خصوصية هذه الاقتصادات فالأداة نفسها التي قد تبدو في الاقتصادات الصناعية مجرد وسيلة تقنية لخفض العوائد أو دعم الطلب، تصبح في الاقتصادات الناشئة قرارا أكثر حساسية، فهي من جهة قد تساعد على منع جفاف السيولة ودعم الائتمان وطمأنة الأسواق، لكنها من جهة أخرى قد تفتح الباب أمام مخاطر التضخم، وتراجع قيمة العملة، وخروج رؤوس الأموال، أو الشك في استقلالية البنك المركزي. ولذلك فإن السياسة غير التقليدية في هذه الاقتصادات لا تفهم فقط كبديل لسعر الفائدة، بل كعملية موازنة دقيقة بين حاجة الاقتصاد إلى التمويل وحاجة السياسة النقدية إلى الحفاظ على الثقة.

وضمن هذا السياق، يمكن أن تتخذ هذه السياسات عدة صور، أهمها: شراء الأصول بصورة مكيفة وبأحجام محدودة نسبيا، والتمويل النقدي المباشر أو شبه المباشر للخزينة العمومية، وعمليات إعادة التمويل الموجهة عبر الجهاز المصرفي. وتشير نتائج دراسة فراتو و الاخرون إلى أن برامج شراء الأصول في الاقتصادات الناشئة استخدمت غالبا لتعزيز الثقة ومعالجة اضطرابات الأسواق، وأنها ساهمت في خفض عوائد السندات، مع بقاء أثرها على سعر الصرف وتكاليف الاقتراض الخارجي أكثر محدودية-Fratto et al., 2021, pp.19). 20,32-38)

إن إدراج الاقتصادات الناشئة والنامية يوسع مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية، فهي ليست مجرد استجابة تقنية لقيد سعر الفائدة في الاقتصادات الصناعية، بل تصبح شكل من أشكال تدخل البنك المركزي عندما يضيق التمويل وتضعف الثقة وتصبح الأدوات العادية غير كافية، مع ضرورة الحفاظ على توازن صعب بين دعم النشاط الاقتصادي وحماية الاستقرار النقدي والمالي.

2. شروط تفعيل أدوات السياسة النقدية غير التقليدية

تشير الأدبيات إلى أن السياسة النقدية غير التقليدية لا تظهر بوصفها خيارا مفضلا أو عاديا لدى صانعي السياسة النقدية، بل تفعل عندما تصل الأدوات التقليدية إلى حدود فعاليتها، أو عندما تصبح غير كافية لاحتواء الاختلالات النقدية والمالية. ولا تعمل هذه الشروط بصورة منفصلة، بل غالبا ما تتفاعل في شكل حلقة متراكمة، إذ يمكن لقيد سعر الفائدة الرئيسي أن يضعف قدرة البنك المركزي على الاستجابة، كما يمكن لتعطل قنوات الانتقال أن يجعل التخفيضات التقليدية محدودة الأثر، في حين قد يؤدي استمرار الاضطراب المالي إلى تحوله من مشكلة سيولة أو ائتمان إلى أزمة نظامية أوسع.

يتمثل الشرط الأول في قيد الحد الأدنى الفعال لسعر الفائدة الرئيسي، بما في ذلك الحد الصفري. ففي الأوضاع العادية، يمتلك البنك المركزي هامشا للمناورة من خلال خفض سعر الفائدة الرئيسي لتحفيز الطلب ودعم النشاط الاقتصادي. غير أن بلوغ سعر الفائدة الرئيسي مستوياته الدنيا يحول الأداة التقليدية من وسيلة للتيسير إلى قيد يحد من قدرة السياسة النقدية على الاستجابة. وفي هذه الحالة، لا يعود خفض سعر الفائدة كافيا لإعادة تنشيط الطلب أو تحريك توقعات الفاعلين، بما يعيد طرح إشكالية فخ السيولة في صورتها المعاصرة.(Eggertsson & Woodford, 2003, pp.139-145).

أما الشرط الثاني فيتعلق بتعطل قنوات انتقال السياسة النقدية وارتفاع فروق العوائد وعلاوات المخاطر، ففي فترات الاضطراب المالي، قد ينفصل سعر السياسة النقدية عن شروط التمويل الفعلية، بحيث لا تنعكس قرارات البنك المركزي بالضرورة على أسعار الإقراض، أو عوائد السندات، أو تكلفة التمويل التي تواجهها الأسر والمؤسسات. وفي هذه الحالة، تصبح علاوات المخاطر والسيولة هي المحدد الفعلي لكلفة التمويل، لا سعر الفائدة الرئيسي وحده. لذلك قد تفقد السياسة التقليدية فعاليتها حتى دون بلوغ الحد الأدنى للفائدة، لأن الإشارة النقدية لا تصل كاملة إلى الاقتصاد الحقيقي، وتزداد أهمية هذا الشرط في الاقتصادات الناشئة والنامية، حيث قد تكون قنوات الانتقال ضعيفة أو غير مكتملة أصلا. (Borio, 2014,pp.182-189; Fratto et al., 2021, pp.5-11; KRISHNAMURTHY et al., 2011, pp.229-240)

ويتمثل الشرط الثالث في تحول الصدمة المالية من اضطراب جزئي إلى أزمة نظامية. فعندما لا يعود الخلل محصورا في سوق معينة أو مؤسسة بعينها، بل يصيب وظيفة الوساطة المالية ذاتها، يصبح تدخل البنك المركزي أوسع من مجرد إدارة السيولة قصيرة الأجل. هنا تنتقل السياسة النقدية إلى مستوى أكثر عمقا، يستهدف منع الانهيار النظامي، وتخفيف اختناقات الائتمان، وترميم قدرة النظام المالي على تمويل الاقتصاد الحقيقي. وهذا النوع من الأزمات يبرر توسع دور البنك المركزي داخل عملية الوساطة الائتمانية، من خلال استخدام ميزانيته العمومية لتعويض تعطل الوسطاء الماليين الخواص-Gertler & Karadi, 2011, pp.17). 19,28-29)

وتتفاعل هذه الشروط الثلاثة بصورة تكاملية فبلوغ الحد الأدنى للفائدة يحد من قدرة البنك المركزي على مواجهة ارتفاع علاوات المخاطر، في حين يؤدي تعطل قنوات الانتقال إلى إضعاف أثر السياسة التقليدية

حتى لو بقيت أسعار الفائدة قابلة للتعديل. وإذا طال أمد هذه الاختلالات، يمكن أن يتحول الاضطراب من مشكلة تمويل ظرفية إلى أزمة نظامية تتطلب تدخلا غير تقليدي أوسع. لذلك لا ينبغي النظر إلى السياسة النقدية غير التقليدية بوصفها استجابة آلية لبلوغ سعر الفائدة الرئيسي الصفر، بل بوصفها نتيجة لفشل نسبي أو كامل في قدرة أدوات السياسة النقدية التقليدية على نقل أثر إلى الاقتصاد.

وفي بعض الاقتصادات الناشئة والنامية، وخاصة المصدرة للموارد الطبيعية، قد يظهر شرط إضافي يتمثل في انكماش مصادر التمويل العام أو الخارجي نتيجة صدمة حادة في أسعار المواد الأولية أو خروج رؤوس الأموال. وفي مثل هذه الحالات، قد يزداد الضغط على البنك المركزي لتمويل العجز أو دعم السيولة العامة، بما يفتح نقاشا حساسا حول حدود السياسة النقدية غير التقليدية، ومخاطر التمويل النقدي، والهيمنة المالية، واستقلالية البنك المركزي. وهنا تبرز أهمية تحذير Sargent & Wallace من أن خضوع السياسة النقدية لمتطلبات تمويل العجز قد يضعف قدرة السلطة النقدية على التحكم في التضخم على المدى الطويل.(Sargent & Wallace, 1981)

وبذلك، فإن ظهور السياسة النقدية غير التقليدية لا يرتبط بشرط واحد، بل بتداخل عدة شروط وهي:

- ضيق هامش سعر الفائدة،
- تعطل قنوات الانتقال،
- تحول الاضطراب المالي إلى خطر نظامي.

أما في الاقتصادات الناشئة والنامية، فتضاف إلى ذلك هشاشة التمويل العام والخارجي، بما يجعل اللجوء إلى الأدوات غير التقليدية أكثر حساسية من حيث آثاره على التضخم، وسعر الصرف، واستقلالية البنك المركزي.

3. قنوات الانتقال الموسعة للسياسة النقدية غير التقليدية

تفترض السياسة النقدية غير التقليدية أنها لا تحدث أثرها عبر قناة واحدة فقط، ولا تكتفي بالتأثير في سعر الفائدة الرئيسي كما هو الحال في السياسة التقليدية، بل تعمل من خلال مجموعة من القنوات الموسعة التي تستهدف مكامن الخلل في الأسواق المالية والائتمانية فحين تصبح الأداة التقليدية محدودة الأثر، ينتقل تدخل البنك المركزي إلى مستويات أعمق تشمل أسعار الأصول، وهيكل العوائد، وتوقعات الفاعلين، وسيولة الأسواق، وقدرة البنوك على الإقراض، وسلوك المستثمرين تجاه المخاطر.

تتمثل القناة الأولى في قناة إعادة توازن المحافظ(Portfolio Balance Channel) . فعندما يشتري البنك المركزي أصولا طويلة الأجل، فإنه يقلص الكمية المتاحة منها في حيازة القطاع الخاص، مما يرفع أسعارها ويخفض عوائدها، ويدفع المستثمرين إلى إعادة توزيع محافظهم نحو أصول بديلة ذات عوائد أو مخاطر مختلفة. وبذلك لا يبقى أثر المشتريات محصورا في الأصل الذي تم شراؤه، بل ينتقل إلى أسواق أخرى عبر

تعديل الأسعار النسبية وفروق العائد وعلاوات المخاطر. وتكمن أهمية هذه القناة في أنها تتيح للبنك المركزي التأثير في شروط التمويل طويل الأجل حتى عندما يصبح سعر الفائدة مقيدا أو غير كاف (Gagnon et al., 2011).

أما القناة الثانية فهي قناة الإشارة والتوجيه(Signaling Channel) . فالتوسع في ميزانية البنك المركزي، ولا سيما عبر شراء الأصول، لا يحمل أثرا كميا فقط، بل يرسل أيضا رسالة إلى الأسواق مفادها أن السياسة النقدية ستبقى تيسيرية لفترة أطول. ومن هنا، تنخفض العوائد الأطول أجلا ليس فقط بسبب تغير كمية الأصول المتاحة، بل أيضا بسبب تغير توقعات الفاعلين بشأن المسار المستقبلي لسعر الفائدة. وتزداد قوة هذه القناة عندما يتكامل شراء الأصول مع التوجيه المستقبلي، لأن المشتريات تمنح الالتزام اللفظي قدرا أكبر من المصداقية، بينما يساعد التوجيه المستقبلي على تثبيت توقعات الأسواق حول استمرار التيسير.(Woodford, 2012)

وتتمثل القناة الثالثة في قناة السيولة السوقية(Market Liquidity Channel) . وتظهر هذه القناة عندما لا يكون الخلل مجرد نقص في سيولة البنوك، بل اضطرابا في سيولة الأسواق نفسها، حيث ترتفع علاوات السيولة وتتراجع قدرة الأسواق على تسعير الأصول بكفاءة. في مثل هذه الظروف، يمكن لتدخل البنك المركزي، سواء عبر تسهيلات خاصة أو مشتريات أصول، أن يخفف ضغوط السوق ويعيد بعض الثقة إلى آلية التسعير. غير أن أثر هذه القناة يظل مرتبطا بطبيعة الأصل المستهدف وبدرجة اختلال السوق، لذلك لا ينبغي الخلط بينها وبين قناة إعادة توازن المحافظ، فالأولى ترتبط بتحسين عمل السوق، بينما ترتبط الثانية بتغيير الكميات النسبية للأصول في محافظ المستثمرين. (Gagnon et al., 2011)

ولا تقف آثار السياسة غير التقليدية عند الأسواق المالية وحدها، بل تمتد أيضا إلى الجهاز المصرفي من خلال قناة الائتمان المعززة(Enhanced Bank Lending Channel) . ففي بعض الأزمات، لا يكفي أن يوفر البنك المركزي السيولة للبنوك إذا كانت هذه الأخيرة مترددة أو غير قادرة على تحويلها إلى قروض للاقتصاد الحقيقي. لذلك تلجأ البنوك المركزية إلى أدوات أكثر توجيها، مثل عمليات التمويل طويلة الأجل أو المستهدفة، بهدف دعم قدرة البنوك على الإقراض وتخفيف اختناقات التمويل. وتبرز أهمية هذه القناة عندما تصبح الحلقة التي تربط بين البنك المركزي والبنوك من جهة، وبين البنوك والقطاع الحقيقي من جهة أخرى، ضعيفة أو معطلة.(Gertler & Karadi, 2011)

أما القناة الخامسة فهي قناة تحمل المخاطر(Risk-Taking Channel) ، وهي من أكثر القنوات حساسية. فحين تضغط السياسة النقدية غير التقليدية على عوائد الأصول الآمنة وتخفض فروق العائد، قد يتجه المستثمرون والمؤسسات المالية إلى البحث عن عوائد أعلى عبر أصول أكثر مخاطرة. ومن الناحية الإيجابية، يمكن لهذا السلوك أن يخفف القيود التمويلية، ويدعم أسعار الأصول، ويعيد تنشيط الائتمان. لكنه، من ناحية أخرى، قد يزرع بذور هشاشة مالية جديدة إذا تحول البحث عن العائد إلى توسع مفرط في

المخاطرة والرفع المالي. ولذلك تعد هذه القناة مزدوجة الأثر فهي قد تدعم التعافي في الأجل القصير، لكنها قد تزيد قابلية النظام المالي للاختلال في الأجل المتوسط.(Borio, 2014)

وبذلك، تكشف قنوات الانتقال الموسعة أن السياسة النقدية غير التقليدية لا تعمل كأداة بسيطة ذات أثر مباشر، بل كمنظومة تدخل متعددة المسارات. فهي تعيد تسعير الأصول، وتوجه التوقعات، وتحسن سيولة الأسواق، وتدعم الوساطة الائتمانية، وتغير شهية المستثمرين تجاه المخاطر. وهذا ما تؤكده الأدبيات الحديثة التي تميز بين آثار سعر الفائدة التقليدي، والتوجيه المستقبلي، ومشتريات الأصول واسعة النطاق، بما يعزز النظر إلى السياسة النقدية غير التقليدية بوصفها شبكة انتقال مستقلة نسبيا، لا مجرد امتداد تقني لقناة سعر الفائدة التقليدية. (Swanson, 2024)

4. الخصائص الهيكلية للسياسة النقدية غير التقليدية

تتميز السياسة النقدية غير التقليدية بمجموعة من الخصائص الهيكلية التي تجعلها مختلفة عن السياسة النقدية التقليدية، ليس فقط من حيث الأدوات المستعملة، بل أيضا من حيث منطق التدخل وموقع البنك المركزي داخل النظام المالي. ويمكن إبراز هذه الخصائص كما يلي:

- **توسع مجال الاستهداف**

لا تكتفي السياسة النقدية غير التقليدية بالتأثير في سعر الفائدة قصير الأجل، بل تستهدف الأوضاع المالية ككل، بما يشمل العوائد طويلة الأجل، وفروق الائتمان، وسيولة الأسواق، وعلاوات المخاطر. وبذلك تنتقل من استهداف متغير نقدي محدود إلى التأثير في منظومة أوسع من الشروط المالية المؤثرة في النشاط الاقتصادي. (KRISHNAMURTHY et al., 2011)

- **مركزية الميزانية للبنك المركزي**

في السياسة التقليدية، كانت الميزانية للبنك المركزي غالبا نتيجة لعمليات تنفيذ السياسة النقدية، أما في السياسة النقدية غير التقليدية فقد أصبحت أداة تدخل قائمة بذاتها، فحجم الميزانية، وتركيبة أصولها، وهيكل آجالها، كلها عناصر تحمل دلالة مباشرة في توجيه السياسة النقدية ونقل أثرها إلى الأسواق والاقتصاد الحقيقي) .(Gagnon et al., 2011)

- **الطابع الانتقائي للتدخل**

لا تعمل السياسة غير التقليدية دائما عبر تيسير عام ومحايد، بل قد تتدخل في أسواق أو قطاعات محددة عندما يتركز فيها الخلل، مثل سوق السندات، أو الرهن العقاري، أو الائتمان المصرفي، وهذا يمنح البنك المركزي قدرة أكبر على معالجة الاختناقات.(Gertler & Karadi, 2011)

- **تحول التواصل النقدي إلى أداة مستقلة**

لم يعد التوجيه المستقبلي مجرد شرح أو مرافقة خطابية لقرارات البنك المركزي، بل أصبح أداة تشغيلية تؤثر في توقعات الأسواق بشأن المسار المستقبلي للفائدة. ومن خلال هذه القناة، يستطيع البنك المركزي التأثير

في العوائد طويلة الأجل والقرارات الحالية للفاعلين الاقتصاديين، حتى دون تغيير فوري في سعر الفائدة (Woodford, 2012).

- **التشابك مع الاستقرار المالي**

ترتبط السياسة النقدية غير التقليدية ارتباطا وثيقا بالاستقرار المالي[2]، لأنها لا تستهدف فقط دعم الطلب الكلي أو تعديل شروط التمويل، بل تسعى أيضا إلى تهدئة الأسواق، ومنع الانهيار النظامي، والحفاظ على استمرارية الوساطة المالية. وبهذا يصبح البنك المركزي، في لحظات الاضطراب، فاعلا مباشرا في حماية وظائف النظام المالي.(Borio, 2014)

ومن خلال هذه الخصائص، يتضح أن السياسة النقدية غير التقليدية توسع أدوات البنك المركزي وتوسع في الوقت نفسه نطاق مسؤوليته داخل النظام المالي، فهي تمنحه قدرة أكبر على التأثير في العوائد، والتوقعات، والسيولة، والائتمان، لكنها تجعله أيضا أكثر انخراطا في بنية السوق وأكثر مواجهة لإشكالات لاحقة تتعلق بحدود التدخل، والاعتماد على استمرار التيسير، وصعوبة العودة التدريجية إلى الأوضاع النقدية العادية.

يتبين مما سبق أن السياسة النقدية غير التقليدية تمثل إطارا تدخليا تكيفيا يظهر عندما تصبح الأدوات التقليدية غير كافية لتحقيق أهداف السياسة النقدية والاستقرار المالي. فقد أوضح تحليل شروط ظهورها أنها لا ترتبط بعامل واحد، بل بتفاعل مجموعة من القيود الهيكلية، في مقدمتها بلوغ الحد الأدنى الفعال لسعر الفائدة، وتعطل قنوات الانتقال النقدي والائتماني، وتحول الاضطراب المالي الجزئي إلى أزمة نظامية تستدعي تدخلا أوسع للبنك المركزي. كما بين تحليل قنوات الانتقال الموسعة أن هذه السياسة تعمل عبر مسارات تتجاوز قناة سعر الفائدة، من خلال التأثير في أسعار الأصول، والتوقعات، وسيولة الأسواق، والوساطة الائتمانية، وسلوك المخاطرة.

ومن جهة أخرى، أظهرت الخصائص الهيكلية أن السياسة النقدية غير التقليدية لا تختلف عن السياسة التقليدية في نوع الأدوات المستخدمة فحسب، بل في منطق التدخل ذاته، فهي توسع نطاق الاستهداف، وتجعل ميزانية البنك المركزي أداة مركزية، وتمنح التدخل طابعا أكثر انتقائية، وتحول التواصل النقدي إلى أداة مستقلة، وتربط السياسة النقدية بصورة أوثق بقضايا الاستقرار المالي. وانطلاقا من هذا التأسيس المفاهيمي، يصبح من الضروري الانتقال إلى تحديد ما يميز هذه السياسة منهجيا عن السياسة النقدية التقليدية، وهو ما يتولى المطلب الثاني معالجته.

[2] يقصد بالاستقرار المالي قدرة النظام المالي على أداء وظائفه الأساسية بكفاءة، من خلال تعبئة الموارد وتخصيص الائتمان وإدارة المخاطر وامتصاص الصدمات دون حدوث اضطرابات تمس الوساطة المالية أو الثقة في المؤسسات المالية. وتقاس درجة الاستقرار المالي عادة بمؤشرات السلامة المالية، مثل كفاية رأس المال، جودة الأصول، نسبة القروض المتعثرة، الربحية، السيولة، والحساسية لمخاطر السوق. (Schinasi, 2004, p. 8 ; International Monetary Fund, 2019, pp. 4–5)

المطلب الثاني: تمييز السياسة النقدية غير التقليدية عن السياسة النقدية التقليدية

يعد التمييز بين السياسة النقدية التقليدية والسياسة النقدية غير التقليدية خطوة منهجية أساسية، لأن الخلط بينهما قد يؤدي إلى فهم الأدوات غير التقليدية وكأنها مجرد امتداد عادي لأدوات سعر الفائدة. غير أن الفرق بين السياستين لا يقتصر على نوع الأداة المستعملة، بل يمتد إلى سياق التفعيل، ومنطق التشغيل، وطبيعة القنوات المستهدفة، وحدود الدور الذي يؤديه البنك المركزي داخل النظام المالي. ويمكن توضيح هذا التمييز من خلال العناصر الآتية:

1. من حيث سياق التفعيل

تعمل السياسة النقدية التقليدية في الظروف العادية، عندما يكون سعر الفائدة الرئيسي قادرا على التأثير في قرارات الاستهلاك والاستثمار والائتمان، وعندما تكون قنوات الانتقال النقدي في وضع يسمح لها بنقل إشارة البنك المركزي إلى الاقتصاد الحقيقي. أما السياسة النقدية غير التقليدية فتظهر في ظروف أكثر تعقيدا، عندما يصبح هذا المسار غير كاف، سواء بسبب بلوغ الحد الأدنى الفعال لسعر الفائدة، أو بسبب اضطراب الأسواق المالية، أو ارتفاع علاوات المخاطر، أو تعطل قنوات الائتمان. ومن ثم، فهي ليست خيارا عاديا في الظروف المستقرة، بل استجابة استثنائية عندما تضيق قدرة الأدوات التقليدية على التأثير. (Eggertsson & Woodford, 2003, pp.139-145 ; Woodford, 2012, pp.185-185)

2. من حيث الهدف التشغيلي

في السياسة التقليدية، يتمثل الهدف التشغيلي الأساسي في توجيه سعر الفائدة الرئيسي، باعتباره السعر المرجعي الذي تنتقل من خلاله السياسة النقدية إلى بقية أسعار الفائدة والأسواق. أما في السياسة غير التقليدية، فإن البنك المركزي لا يكتفي بتوجيه سعر واحد، بل يسعى إلى التأثير في الأوضاع المالية بمعناها الواسع، بما يشمل العوائد طويلة الأجل، وفروق الائتمان، وسيولة الأسواق، وعلاوات المخاطر. لذلك يمكن القول إن السياسة التقليدية تستهدف أساسًا سعرًا نقديًا، بينما تستهدف السياسة غير التقليدية بنية الشروط المالية التي تحيط بالاقتصاد .(KRISHNAMURTHY et al., 2011,pp.215-224)

3. من حيث طبيعة الأدوات المستعملة

تعتمد السياسة النقدية التقليدية على أدوات مألوفة نسبيا، مثل سعر الفائدة الرئيسي، وعمليات السوق المفتوحة، والتسهيلات الدائمة، والاحتياطي الإجباري، وهي أدوات تهدف غالبا إلى إدارة السيولة قصيرة الأجل والتأثير غير المباشر في النشاط الاقتصادي. أما السياسة النقدية غير التقليدية فتتوسع نحو أدوات أكثر تدخلا، مثل التيسير الكمي، وشراء الأصول، والتيسير الائتماني، والتوجيه المستقبلي، وتسهيلات التمويل طويلة الأجل، وأسعار الفائدة السالبة، والتحكم في منحنى العائد. والفارق هنا لا يتمثل فقط في تعدد الأدوات، بل في انتقال البنك المركزي من التأثير غير المباشر عبر السعر إلى التدخل المباشر أو شبه المباشر في أسواق الأصول والائتمان.(Gagnon et al., 2011, pp.3-8; Woodford, 2012, pp.186-188)

4. من حيث منطق التشغيل ودور ميزانية البنك المركزي

في الإطار التقليدي، تؤدي ميزانية البنك المركزي دورا تقنيا بالدرجة الأولى، فهي وسيلة لتنفيذ السياسة النقدية وضبط السيولة بما يسمح بتوجيه سعر الفائدة نحو مستواه المستهدف. أما في السياسة غير التقليدية، فتتحول الميزانية نفسها إلى أداة سياسة قائمة بذاتها، فحجم الميزانية، وتركيبة أصولها، وآجال استحقاقها، ونوعية الأوراق المالية التي يحتفظ بها البنك المركزي، تصبح كلها عناصر تؤثر مباشرة في العوائد، والمخاطر، والسيولة داخل الأسواق. وبذلك تكون الميزانية في السياسة التقليدية خادمة لسعر الفائدة، بينما تصبح في السياسة غير التقليدية إحدى القنوات الرئيسية للتأثير. (Gagnon et al., 2011, pp.6-8; Gertler & Karadi, 2011,pp.17-19)

5. من حيث قنوات الانتقال

تفترض السياسة النقدية التقليدية أن قنوات الانتقال تعمل بصورة مقبولة، فخفض سعر الفائدة يفترض أن ينتقل إلى أسعار الإقراض، ثم إلى الاستثمار والاستهلاك والنشاط الاقتصادي. أما السياسة النقدية غير التقليدية فتظهر غالبا عندما لا تعمل هذه القنوات بالفعالية المطلوبة. لذلك فهي لا تستخدم القنوات القائمة فقط، بل تحاول إصلاحها أو تعويض تعطلها. فقد يتدخل البنك المركزي في سوق السندات لتخفيض العوائد الطويلة، أو يستخدم التوجيه المستقبلي لإدارة التوقعات، أو يقدم تمويلا موجها لإعادة تنشيط الإقراض. ولهذا فإن الفرق المنهجي واضح فالسياسة التقليدية تعتمد على سلامة قنوات الانتقال، أما السياسة غير التقليدية فتتدخل عندما تصبح هذه القنوات نفسها جزءا من المشكلة. (Gertler & Karadi, 2011; Woodford, 2012)

6. من حيث العلاقة بالاستقرار المالي والسياسة المالية

ترتبط السياسة النقدية التقليدية أساسا بهدف استقرار الأسعار ودعم النشاط الاقتصادي، مع بقاء الاستقرار المالي والسياسة المالية في مجالات مؤسساتية منفصلة نسبيا. غير أن السياسة النقدية غير التقليدية تجعل هذا الفصل أقل وضوحا، لأنها تفعل غالبا في أوقات الأزمات، حين يصبح الهدف هو منع الانهيار النظامي، وتهدئة الأسواق، والحفاظ على استمرار الوساطة المالية. كما أن شراء السندات الحكومية أو التوسع في حيازة الأصول العامة قد يخلق تداخلا أوثق بين السياسة النقدية والسياسة المالية، ويعيد طرح مسألة حدود استقلالية البنك المركزي ومخاطر الهيمنة المالية. ومن ثم، فإن السياسة غير التقليدية لا تؤثر فقط في الاقتصاد عبر قناة نقدية ضيقة، بل تضع البنك المركزي في موقع أكثر حساسية داخل شبكة الاستقرار المالي والتمويل العام.(Borio, 2014; Sargent & Wallace, 1981)

ويمكن تلخيص هذه الفوارق في الجدول التالي:

الجدول رقم (1-2): أوجه التمييز بين السياسة النقدية التقليدية والسياسة النقدية غير التقليدية

محور المقارنة	السياسة النقدية التقليدية	السياسة النقدية غير التقليدية
سياق التفعيل	بيئة عادية نسبيا، يتوافر فيها هامش للمناورة عبر سعر الفائدة، وتعمل قنوات الانتقال بصورة مقبولة.	بيئة أزمة أو اختلال، تتميز ببلوغ الحد الأدنى الفعّال للفائدة، أو تجمد التمويل، أو ارتفاع علاوات المخاطر.
الهدف التشغيلي	توجيه سعر الفائدة الرئيسي بوصفه السعر المرجعي للسياسة النقدية.	التأثير في بنية الشروط المالية ككل، بما يشمل العوائد الطويلة، وفروق الائتمان، والسيولة، وعلاوات المخاطر.
الأدوات	سعر الفائدة الرئيسي، عمليات السوق المفتوحة، ممر الفائدة، التسهيلات الدائمة، امتصاص السيولة الزائدة والاحتياطي الإجباري.	التيسير الكمي، التيسير الائتماني، التوجيه المستقبلي، أسعار الفائدة السالبة، التحكم في منحنى العائد، وتسهيلات التمويل الموجهة.
منطق التشغيل	ميزانية البنك المركزي تؤدي وظيفة تنفيذية مساندة، أي أنها خادمة لاستهداف سعر الفائدة.	ميزانية البنك المركزي تتحول إلى أداة سياسة مباشرة، أي تصبح قائدة للتأثير في الأوضاع المالية.
قنوات الانتقال	الاعتماد على قناة سعر الفائدة، مع افتراض سلامة القنوات المكملة كقناة الائتمان والتوقعات وأسعار الأصول.	استخدام قنوات بديلة أو معززة بهدف إصلاح قنوات انتقال مختلة أو تعويض تعطلها.
العلاقة بالاستقرار المالي	الاستقرار المالي مجال داعم لكنه منفصل نسبيا عن الهدف النقدي المباشر.	تشابك عضوي مع الاستقرار المالي، من خلال تهدئة الأسواق، ومنع العدوى، واحتواء مخاطر الانهيار النظامي.
قواعد السلوك	ميل أكبر إلى القواعد المعيارية وقابلية التنبؤ، كما في قواعد السياسة النقدية التقليدية.	طابع استثنائي وأكثر مرونة، مع تحديات لاحقة تتعلق بإنهاء البرامج والعودة إلى الأوضاع العادية.
العلاقة بالسياسة المالية	فصل مؤسساتي أوضح بين المجالين النقدي والمالي.	تداخل وظيفي أكبر، خاصة عند شراء الأصول السيادية أو دعم التمويل العام، بما يثير مخاطر الهيمنة المالية.

المصدر: من إعداد الباحث بالاستناد إلى الأدبيات النظرية المعروضة سابقا

وبناء على ذلك، فإن السياسة النقدية غير التقليدية لا تختلف عن السياسة النقدية التقليدية لأنها تستعمل أدوات جديدة فحسب، بل لأنها تعبر عن منطق تدخل مختلف. فالسياسة النقدية التقليدية تعمل عادة في بيئة تسمح لسعر الفائدة بأن يكون أداة القيادة الأساسية، بينما تظهر السياسة النقدية غير التقليدية عندما تصبح هذه القيادة غير كافية أو معطلة. ولذلك فهي أوسع في مجال الاستهداف، وأكثر اعتمادا على ميزانية البنك المركزي، وأكثر ارتباطا بالأسواق المالية والائتمانية، وأكثر حساسية من حيث علاقتها بالاستقرار المالي والسياسة المالية. وهذا التمييز ضروري قبل الانتقال إلى المطلب الموالي لتحليل أدوات السياسة

النقدية غير التقليدية كل على حدة، لأن فهم الأداة لا يكتمل إلا بفهم المنطق الذي جعلها مختلفة عن الأداة التقليدية.

المطلب الثالث: تصنيف أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وفق منطق التدخل الوظيفي

يعد تصنيف أدوات السياسة النقدية غير التقليدية خطوة منهجية ضرورية، لأن عرض هذه الأدوات في شكل قائمة تقنية قد يحجب الاختلافات العميقة بينها من حيث الوظيفة، والقناة المستهدفة، وطبيعة الخلل الذي تسعى إلى معالجته. فليست كل الأدوات غير التقليدية متشابهة، إذ يستهدف بعضها توقعات الفاعلين الاقتصاديين، ويتدخل بعضها الآخر في ميزانية للبنك المركزي، بينما يعالج بعضها اختناقات السيولة والائتمان، في حين يرتبط بعضها بإدارة الخروج من التدخل الاستثنائي.

ولا يطرح هذا التصنيف بمعزل عن الأدبيات السابقة، بل يأتي امتدادا لعدد من المحاولات التي سعت إلى تبويب أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وفق منطق أكثر تنظيما. فقد قدم Borio & Disyatat أحد التصنيفات المبكرة لهذه الأدوات من زاوية علاقتها بميزانية البنك المركزي وطبيعة تدخلها في الأسواق (Borio & Disyatat, 2009)، ثم وسع Borio & Zabai هذا النقاش بإدراج سياسات ميزانية البنك المركزي ، والتوجيه المستقبلي، وأسعار الفائدة السالبة ضمن إطار أشمل(Borio & Zabai, 2016). كما قدم تقرير لجنة النظام المالي العالمي (CGFS) التابع لبنك التسويات الدولية(BIS) تصنيفا مؤسساتيا يميز بين أسعار الفائدة السالبة، وعمليات الإقراض الجديدة، وبرامج شراء الأصول، والتوجيه المستقبلي؛ وهي الفئات الأربع التي يؤكدها التقرير صراحة في عرضه للأدوات غير التقليدية.(Potter et al., 2019)

وفي الاتجاه نفسه، ركز Bernanke على التيسير الكمي والتوجيه المستقبلي بوصفهما من أبرز الأدوات الجديدة للسياسة النقدية عند بلوغ الحد الأدنى للفائدة(Bernanke, 2020)، بينما عرض Holzmann أدوات السياسة غير التقليدية في منطقة اليورو من خلال فئات عملية تشمل أسعار الفائدة السالبة، وبرامج شراء الأصول، والتمويل من أجل الإقراض، والتوجيه المستقبلي.(Holzmann, 2025)

ويكتسب إدراج صندوق النقد الدولي أهمية خاصة في هذا السياق، لأنه وسع النقاش نحو الاقتصادات الناشئة والنامية، حيث لا تقتصر الأدوات غير التقليدية على شراء الأصول، بل قد تمتد إلى التمويل المباشر أو شبه المباشر وتوفير السيولة في بيئات تتسم بضعف الأسواق المالية وضيق قنوات التمويل. (Adrian et al., 2021; Fratto et al., 2021)

1. أدوات إدارة التوقعات والإشارة النقدية

تضم هذه الفئة الأدوات التي تستهدف توقعات الفاعلين الاقتصاديين أكثر مما تستهدف السيولة أو الأصول بصورة مباشرة. فعندما تصبح أداة سعر الفائدة الرئيسي غير كافية لإرسال إشارة قوية إلى الأسواق، يتحول التواصل النقدي ذاته إلى أداة تدخل. وتندرج ضمن هذه الفئة الأداتان الآتيتان:

1.1 التوجيه المستقبلي (Forward Guidance)

يقوم التوجيه المستقبلي على استخدام التواصل الرسمي للبنك المركزي لتقديم إشارات أو التزامات بشأن المسار المستقبلي للسياسة النقدية، وهدفه الأساسي هو التأثير في العوائد الأطول أجلا عبر تعديل توقعات الأسواق بشأن أسعار الفائدة المستقبلية، خاصة عندما يبلغ سعر الفائدة الرئيسي حدوده الدنيا، وبذلك لا يكون التواصل مجرد شرح للسياسة، بل يصبح جزءا من السياسة ذاتها. (Eggertsson & Woodford, 2003 ; Woodford, 2012)

2.1 الاتصال النقدي الاستراتيجي المعزز

يتجاوز الاتصال النقدي المعزز إصدار البيانات الدورية، ليصبح بناء لسردية نقدية متماسكة تساعد على تقليص عدم اليقين وتثبيت توقعات الأسواق، وتزداد أهمية هذه الأداة في فترات الاضطراب، حين تصبح الثقة في نوايا البنك المركزي جزءا أساسيا من فعالية التدخل النقدي. (Blinder, 1999 ; Woodford, 2012) ويختلف التوجيه المستقبلي عن الاتصال النقدي الاستراتيجي المعزز في أن الأول يركز بصورة مباشرة على إدارة توقعات الأسواق بشأن المسار المستقبلي لأسعار الفائدة أو استمرار التيسير النقدي، بينما يشير الثاني إلى إطار تواصلي أوسع يهدف إلى تفسير منطق تدخل البنك المركزي، وتقليص عدم اليقين، وتعزيز الثقة في مصداقية السياسة النقدية. ولذلك يمكن القول إن التوجيه المستقبلي يمثل شكلا محددا من الاتصال النقدي، غير أن الاتصال النقدي الاستراتيجي لا يقتصر عليه.

2. أدوات ميزانية البنك المركزي وشراء الأصول

تضم هذه الفئة الأدوات التي تستخدم ميزانية البنك المركزي كأداة مباشرة للتأثير في الأوضاع المالية، وهنا لا يكتفي البنك المركزي بتوجيه سعر الفائدة، بل يتدخل في حجم الأصول المتداولة، وتركيبتها، وآجالها، وطبيعة المخاطر المرتبطة بها. وتتفرع هذه الفئة إلى الأدوات التالية:

1.2 التيسير الكمي(Quantitative Easing)

يقوم التيسير الكمي على شراء واسع النطاق لأصول مالية، غالبا طويلة الأجل، بهدف خفض عوائدها ودفع المستثمرين إلى إعادة توازن محافظهم نحو أصول أخرى، وتستهدف هذه الأداة قناة إعادة توازن المحافظ، كما تحمل في الوقت نفسه إشارة ضمنية إلى استمرار السياسة التيسيرية. (Gagnon et al., 2011; KRISHNAMURTHY et al., 2011)

2.2 التيسير النوعي(Qualitative Easing)

لا يركز التيسير النوعي على حجم الميزانية فقط، بل على نوعية الأصول التي يحتفظ بها البنك المركزي، فالهدف هنا هو تغيير تركيب الميزانية لمعالجة اختناقات محددة في أسواق أو قطاعات معينة، مثل تخفيف علاوات المخاطر أو دعم سوق معينة تعاني من اضطراب حاد.(Borio, 2014)

3.2 التيسير الائتماني(Credit Easing)

يركز التيسير الائتماني على تحسين شروط التمويل في قطاعات محددة، من خلال التدخل في فروق الائتمان أو شراء أصول مرتبطة بسوق ائتماني معين، وتظهر أهمية هذه الأداة عندما لا تكون المشكلة في مستوى العائد العام فقط، بل في تعطل قناة ائتمانية معينة داخل الاقتصاد(Gertler & Karadi, 2011).

4.2 شراء الأصول العمومية والخاصة

يعد شراء الأصول العمومية والخاصة تفصيلا نوعيا داخل برامج التوسع عبر ميزانية البنك المركزي، إذ لا يركز على حجم المشتريات كما في التيسير الكمي، بل على طبيعة الأصل الذي يختار البنك المركزي التدخل من خلاله. فإذا اتجه الشراء نحو السندات الحكومية، كان الهدف غالبا دعم سوق الدين العام وخفض العوائد السيادية، مع ما يطرحه ذلك من تداخل بين السياسة النقدية والسياسة المالية. أما إذا انصب الشراء على أصول خاصة، مثل سندات الشركات أو الأوراق المالية المدعومة بالأصول، فإن الهدف يكون أقرب إلى تقليص فروق الائتمان وتحسين شروط تمويل القطاع الخاص. ومن ثم، فإن الفرق بين التيسير الكمي وشراء الأصول لا يكمن في فعل الشراء ذاته، بل في أن الأول يركز على منطق التوسع الكمي، بينما يبرز الثاني منطق الاختيار النوعي للسوق أو الأصل المستهدف.

5.2 التمويل النقدي المباشر للخزينة

يمثل التمويل النقدي المباشر أكثر الأشكال حساسية، لأنه يقوم على شراء البنك المركزي لسندات الخزينة في السوق الأولية أو تقديم تسبيقات مباشرة للحكومة، ويختلف هذا النمط عن التيسير الكمي لأنه لا يستهدف أساسا الأوضاع المالية العامة، بل يسعى إلى تمويل العجز مباشرة. لذلك يرتبط هذا الشكل بمخاطر الهيمنة المالية وتراجع استقلالية البنك المركزي، خاصة في الاقتصادات الناشئة والنامية (Sargent & Wallace, 1981).

3. أدوات دعم السيولة والائتمان

تستهدف هذه الفئة الحالات التي لا تكون فيها المشكلة مجرد ارتفاع في تكلفة التمويل، بل انقطاعا أو ضعفا في استمرارية التمويل ذاته. لذلك تركز هذه الأدوات على منع تحول اضطراب السيولة إلى أزمة نظامية، وعلى إعادة تشغيل القنوات المصرفية والائتمانية. وتشمل هذه الفئة الأدوات الآتية:

تستهدف هذه الفئة الحالات التي لا تكون فيها المشكلة مجرد ارتفاع في تكلفة التمويل، بل انقطاعا أو ضعفا في استمرارية التمويل ذاته. لذلك تركز هذه الأدوات على منع تحول اضطراب السيولة إلى أزمة نظامية، وعلى إعادة تشغيل القنوات المصرفية والائتمانية. وتختلف هذه الفئة عن برامج شراء الأصول في أن تدخل البنك المركزي يتم غالبا عبر البنوك والمؤسسات المالية من خلال الإقراض أو إعادة التمويل أو تسهيلات السيولة، لا عبر شراء الأصول مباشرة في الأسواق المالية. وبذلك، فهي تستهدف قناة التمويل المصرفي واستمرارية الائتمان، بينما تستهدف برامج شراء الأصول العمومية والخاصة أسعار الأصول والعوائد وفروق الائتمان داخل الأسواق. وتشمل هذه الفئة الأدوات الآتية:

1.3 تسهيلات الإقراض الطارئ

تعبر هذه التسهيلات عن توسع وظيفة البنك المركزي كمقرض أخير، حيث لا يقتصر تدخله على البنوك التقليدية، بل قد يمتد إلى أسواق أو مؤسسات ذات أهمية نظامية. والهدف هنا هو منع العدوى المالية والحفاظ على استمرارية عمل النظام المالي في لحظات الضغط الشديد.

2.3 تسهيلات السيولة طويلة الأجل

توفر هذه الأداة مصدرا أكثر استقرارا للتمويل، خاصة للبنوك التي تواجه صعوبات في الاعتماد على التمويل قصير الأجل. وتساعد هذه التسهيلات على تحسين قدرة المؤسسات المالية على التخطيط الائتماني، وتقليل هشاشة التمويل في بيئات يسودها عدم اليقين.

3.3 الإقراض الموجه(Targeted Lending)

يقوم الإقراض الموجه على ربط التمويل المقدم للبنوك بشروط تتعلق بتوجيه القروض نحو الاقتصاد الحقيقي أو نحو قطاعات معينة. وتكمن أهميته في معالجة الحالة التي تتوافر فيها السيولة لدى البنوك، لكنها لا تتحول فعليا إلى ائتمان منتج. لذلك تستهدف هذه الأداة إعادة الربط بين السيولة المصرفية وتمويل النشاط الاقتصادي.

4.3 إعادة التمويل الميسرة عبر المنظومة المصرفية

في بعض الاقتصادات، خاصة تلك التي تهيمن فيها البنوك العمومية أو تضعف فيها أسواق السندات، قد تمر السياسة النقدية غير التقليدية عبر إعادة التمويل الميسر للجهاز المصرفي. ويعد هذا الشكل وسيطا بين الدعم النقدي المباشر والتمويل الائتماني، لأنه يحقق أهدافا قريبة من ضخ التمويل، لكن عبر قناة مصرفية أكثر قبولا مؤسساتيا.

4. أدوات أسعار الفائدة غير التقليدية

تضم هذه الفئة الأدوات التي تظل مرتبطة بسعر الفائدة، لكنها تتجاوز الاستخدام التقليدي له كسعر قصير الأجل فقط. فهي لا تعني التخلي عن أداة السعر، بل إعادة توسيع مجال اشتغالها عندما يصبح السعر التقليدي محدود الأثر.

1.4 أسعار الفائدة السالبة (Negative Interest Rate Policy NIRP)

تهدف أسعار الفائدة السالبة[3] إلى دفع البنوك نحو توظيف السيولة بدل الاحتفاظ بها في شكل احتياطيات، وهي محاولة لتجاوز القيد الذي يفرضه الحد الأدنى الصفري أو الفعال على السياسة النقدية. غير أن هذه الأداة تثير إشكالات تتعلق بربحية البنوك، وبمدى انتقال أثرها إلى الائتمان والاقتصاد الحقيقي.

[3] يعد سعر الفائدة السلبي أداة غير تقليدية من أدوات السياسة النقدية التوسعية، تلجأ إليها البنوك المركزية عندما تصبح أسعار الفائدة قريبة من الصفر ولا تكفي لتحفيز النشاط الاقتصادي. ويقصد به خفض بعض أسعار الفائدة إلى ما دون الصفر، ولا سيما الفائدة على ودائع البنوك لدى البنك المركزي، بحيث تصبح البنوك مطالبة بدفع تكلفة مقابل الاحتفاظ بفائض السيولة، بما يشجعها على توجيه الأموال نحو الإقراض والاستثمار بدل اكتنازها. غير أن هذه الأداة تظل استثنائية لأنها قد تؤثر في ربحية البنوك وسلوك المدخرين(Haksar & Kopp, 2020, pp. 50–51) .

2.4 التحكم في منحنى العائد(Yield Curve Control – YCC)

يقوم التحكم في منحنى العائد على استهداف عوائد معينة عبر آجال مختلفة، من خلال التزام البنك المركزي بالحفاظ على مستويات محددة لها. ويمثل هذا النمط انتقالا من توجيه سعر قصير الأجل واحد إلى التأثير في بنية العوائد ككل، بما يسمح بتثبيت شروط التمويل المتوسط والطويل الأجل.

3.4 ممر الفائدة غير المتماثل

يسمح ممر الفائدة غير المتماثل للبنك المركزي بالتأثير في أسعار التمويل الفعلية داخل السوق النقدية من خلال تعديل هوامش الإقراض والإيداع أو جعلها غير متماثلة. وتظهر أهمية هذا الترتيب في الحالات التي يريد فيها البنك المركزي التأثير في الظروف النقدية الفعلية دون إرسال إشارة مباشرة بتغيير السعر الرسمي.

5. أدوات إدارة الخروج والتطبيع النقدي

لا يكتمل تصنيف أدوات السياسة النقدية غير التقليدية دون الإشارة إلى أدوات الخروج منها. فهذه السياسات لا تطرح فقط سؤال التفعيل، بل تطرح أيضا سؤال الانسحاب: كيف يمكن تقليص التدخل الاستثنائي دون إحداث صدمة عكسية في الأسواق؟

1.5 التقليص التدريجي(Tapering)

يعني التقليص التدريجي خفض وتيرة شراء الأصول دون إنهائها فجأة. وتكمن أهميته في أنه يسمح بإدارة توقعات الأسواق وتجنب ردود فعل حادة قد تنتج عن الانسحاب المفاجئ للدعم النقدي.

2.5 التشديد الكمي(Quantitative Tightening)

يتمثل التشديد الكمي في تقليص الميزانية العمومية للبنك المركزي، إما من خلال عدم إعادة استثمار الأصول المستحقة أو عبر تقليص الحيازات تدريجيا. ورغم أنه يبدو نظريا الوجه المعاكس للتيسير الكمي، إلا أن أثره لا يكون بالضرورة متماثلًا، لأن الأسواق قد تكون أكثر حساسية لإشارات سحب السيولة.

3.5 تطبيع ميزانية البنك المركزي

يتجاوز التطبيع مجرد تقليص حجم الميزانية، لأنه يرتبط بإعادة السياسة النقدية إلى إطار تشغيلي أكثر اعتيادية. وهذا يتطلب تنسيقًا دقيقًا بين إدارة السيولة، وتوقعات الأسواق، واستقرار العوائد، حتى لا يتحول الخروج من السياسة غير التقليدية إلى مصدر جديد للاضطراب.

وبناء على ما سبق، يقدم الجدول والشكل الآتيان تلخيصا تركيبيا للتصنيف الوظيفي المقترح لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية، من خلال ربط كل فئة من الأدوات بوظيفتها الأساسية وبالقناة أو الأثر المستهدف. ويسمح هذا العرض بإبراز أن هذه الأدوات لا تستخدم بمنطق واحد، بل تختلف بحسب طبيعة الخلل الذي تستهدفه داخل آلية الانتقال النقدي أو داخل بنية التمويل.

الجدول رقم (1-3): التصنيف الوظيفي لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية

الفئة الوظيفية	الأداة	الوظيفة الأساسية	القناة/ الأثر المستهدف
أدوات إدارة التوقعات والإشارة النقدية	التوجيه المستقبلي	توجيه توقعات الأسواق بشأن المسار المستقبلي للفائدة	قناة التوقعات / خفض العوائد الطويلة
	الاتصال النقدي الاستراتيجي	تقليص عدم اليقين وتعزيز مصداقية البنك المركزي	قناة التوقعات / الثقة
أدوات الميزانية العمومية وشراء الأصول	التيسير الكمي	خفض العوائد طويلة الأجل وتيسير الأوضاع المالية	إعادة توازن المحافظ / خفض علاوة الأجل
	التيسير النوعي	تغيير تركيبة الأصول المستهدفة لمعالجة اختناقات محددة	قنوات السوق / علاوات المخاطر
	التيسير الائتماني	دعم أسواق أو قطاعات ائتمانية بعينها	قناة الائتمان
	شراء الأصول العمومية والخاصة	تحسين شروط التمويل العمومي أو الخاص	العوائد / فروق الائتمان / السيولة
	التمويل النقدي المباشر للخزينة	تمويل مباشر للعجز العمومي	التمويل العام / أثر نقدي مباشر
أدوات دعم السيولة والائتمان	تسهيلات الإقراض الطارئ	منع انهيار السيولة واحتواء العدوى	الاستقرار المالي / سيولة النظام
	تسهيلات السيولة طويلة الأجل	دعم تمويل البنوك على مدى أطول	قناة التمويل المصرفي
	الإقراض الموجّه	تحفيز الائتمان نحو الاقتصاد الحقيقي أو قطاعات محددة	قناة الائتمان الموجّه
	إعادة التمويل الميسرة	ضخ تمويل عبر الجهاز المصرفي	الوساطة المصرفية
أدوات أسعار الفائدة غير التقليدية	أسعار الفائدة السالبة	دفع البنوك إلى توظيف السيولة بدل اكتنازها	قناة الفائدة / الائتمان
	التحكم في منحنى العائد	تثبيت العوائد على آجال مختلفة	هيكل العوائد
	ممر الفائدة غير المتماثل	التأثير في أسعار التمويل الفعلية	السوق النقدية
أدوات إدارة الخروج والتطبيع	التقليص التدريجي	تخفيف وتيرة الشراء تدريجيًا	إدارة التوقعات / تجنب الصدمات
	التشديد الكمي	تقليص الميزانية العمومية	سحب السيولة / تطبيع الأوضاع
	تطبيع ميزانية البنك المركزي	العودة إلى إطار تشغيلي عادي	الاستقرار النقدي والمالي

المصدر: من إعداد الباحث بالاستناد إلى الأدبيات السابقة

يبين هذا التصنيف أن أدوات السياسة النقدية غير التقليدية لا ينبغي فهمها بوصفها مجموعة متفرقة من التقنيات، بل باعتبارها منظومة تدخل وظيفي تتوزع وفق طبيعة الخلل الذي تستهدفه. فبعض الأدوات يعالج ضعف التوقعات، وبعضها يتدخل في بنية الأصول والعوائد، وبعضها يرمم قنوات السيولة والائتمان، في حين يرتبط بعضها الآخر بإدارة الانسحاب من التدخل الاستثنائي.

وتكمن قيمة هذا التصنيف في أنه يساعد على تفسير اختلاف فعالية الأدوات بين سياق وآخر؛ فنجاح الأداة لا يرتبط باسمها أو تصميمها التقني فقط، بل بمدى ملاءمتها للقناة المعطلة التي جاءت لمعالجتها، وبطبيعة

البيئة المالية والمؤسساتية التي تطبق فيها. وانطلاقًا من هذا التصنيف الوظيفي، يصبح ممكنًا الانتقال إلى تحليل التحول الذي أحدثته هذه السياسات في دور البنك المركزي ذاته داخل النظام الاقتصادي والمالي، وهو ما يتولى المطلب الرابع معالجته.

المطلب الرابع: إعادة تشكيل دور البنك المركزي في ظل السياسة النقدية غير التقليدية

أفضى التحول نحو السياسات النقدية غير التقليدية إلى إعادة تشكيل دور البنك المركزي بصورة تتجاوز الوظائف التقليدية التي ارتبطت به في أدبيات السياسة النقدية. فلم يعد البنك المركزي ينظر إليه فقط بوصفه سلطة نقدية تضبط التضخم عبر توجيه سعر الفائدة الرئيسي، بل أصبح فاعلا مؤسساتيا يتدخل في بنية التمويل، واستقرار الأسواق، وتوجيه التوقعات، واحتواء الاختلالات النظامية. ومن ثم، فإن السياسة النقدية غير التقليدية لا تعبر فقط عن تطور في الأدوات، بل عن تحول أعمق في طبيعة الوظيفة التي يؤديها البنك المركزي داخل الاقتصاد.

1. من حارس للأسعار إلى مدير للاستقرار المركب

في الإطار التقليدي، كان البنك المركزي يقدم غالبا بوصفه حارسا لاستقرار الأسعار، على أساس أن ضبط التضخم يمثل الهدف المركزي الذي تنتظم حوله السياسة النقدية. غير أن الأزمات المالية والركودات العميقة أظهرت أن استقرار الأسعار، رغم أهميته، لا يكفي وحده لضمان استقرار النشاط الاقتصادي أو سلامة الأسواق المالية. فقد يمكن للاقتصاد أن يعرف تضخما منخفضا، وفي الوقت نفسه تتراكم داخله اختلالات ائتمانية ومالية عميقة.

ومن هنا، اتسع دور البنك المركزي ليشمل إدارة شكل أكثر تركيبا من الاستقرار، يجمع بين استقرار الأسعار، ودعم النشاط الاقتصادي، وتهدئة الأسواق المالية، والحد من المخاطر النظامية. وبهذا المعنى، لم يعد البنك المركزي حارسا لمتغير واحد، بل أصبح مديرا لتوازنات مترابطة ومتعددة الأبعاد، خاصة عندما تتحول الأزمة من اضطراب مالي محدود إلى تهديد شامل لعمل النظام الاقتصادي والمالي . (Bernanke, 2020; Borio, 2014)

2. ميزانية البنك المركزي بوصفها أداة سياسة

من أبرز التحولات التي كرستها السياسة النقدية غير التقليدية انتقال ميزانية البنك المركزي من موقع الوسيلة التقنية التابعة إلى موقع الأداة السياسية القائمة بذاتها. ففي الإطار التقليدي، كانت الميزانية تستخدم أساسا كوسيط تشغيلي لضبط السيولة وتوجيه سعر الفائدة نحو المستوى المستهدف. أما في ظل السياسات النقدية غير التقليدية، فقد أصبح حجم الميزانية، وتركيبتها، وهيكل آجال أصولها، عناصر تحمل في ذاتها أثر السياسة النقدية.

فحين يشتري البنك المركزي أصولا طويلة الأجل، أو يغير تركيب أصوله، أو يتوسع في حيازته للأوراق المالية، فإنه لا يكتفي بإدارة السيولة، بل يؤثر مباشرة في العوائد، وعلاوات المخاطر، وسيولة الأسواق،

وشروط التمويل. ولذلك أصبحت الميزانية قناة فعلية لنقل السياسة النقدية إلى الاقتصاد، لا مجرد نتيجة محاسبية لقرارات السياسة.(Gagnon et al., 2011; Gertler & Karadi, 2011)

كما ارتبط هذا التحول بانتقال العديد من البنوك المركزية من منطق ندرة الاحتياطيات إلى منطق وفرتها، وهو ما غير الإطار التشغيلي الذي تتحرك داخله السياسة النقدية. ففي بيئة وفرة الاحتياطيات، لا يصبح التحكم في السعر اليومي للسيولة هو القناة الوحيدة للتأثير، بل تصبح إدارة حجم الميزانية وتركيبتها جزءا من هندسة الموقف النقدي نفسه.

3. التواصل النقدي بوصفه أداة تدخل

لم يعد التواصل النقدي مجرد وسيلة لتفسير القرارات أو تبريرها، بل أصبح جزءا من هندسة السياسة النقدية ذاتها. ففي الفترات التي تصبح فيها إشارة سعر الفائدة غير كافية، يكتسب الخطاب الرسمي للبنك المركزي وظيفة تشغيلية مباشرة، إذ يمكن أن يؤثر في توقعات الأسواق، وفي العوائد طويلة الأجل، وفي قرارات الاستثمار والتمويل.

ويظهر ذلك بوضوح في التوجيه المستقبلي، حيث يحاول البنك المركزي التأثير في توقعات الفاعلين بشأن المسار المستقبلي للفائدة أو استمرار التيسير النقدي. لكن التواصل لا يقتصر على التوجيه المستقبلي فقط فهو يشمل أيضا بناء سردية نقدية متماسكة تشرح منطق التدخل، وتقلص عدم اليقين، وتدعم مصداقية المؤسسة النقدية في لحظات الاضطراب. وبهذا المعنى، أصبح التواصل أداة مستقلة نسبيا من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، لا مجرد ملحق خطابي لها.

4. من مقرض الملاذ الأخير إلى مرمم للوساطة المالية

أعادت السياسات النقدية غير التقليدية أيضا توسيع وظيفة البنك المركزي بوصفه مقرض الملاذ الأخير ففي التصور الكلاسيكي الذي أرساهBagehot ، تقوم هذه الوظيفة على إقراض البنوك التي تواجه نقصا مؤقتا في السيولة، مقابل ضمانات جيدة وبشروط صارمة. غير أن الأزمات الحديثة أظهرت أن الخلل قد لا يقتصر على بنك معين أو سوق محددة، بل قد يصيب وظيفة الوساطة المالية ذاتها. (Bagehot, 1873)

في هذه الحالة، لا يكون المطلوب مجرد توفير سيولة طارئة، بل ترميم قدرة النظام المالي على أداء وظيفته في تعبئة المدخرات وتوجيه التمويل نحو الاقتصاد الحقيقي، ولذلك امتد تدخل البنك المركزي إلى أدوات وأسواق ومؤسسات تتجاوز النطاق المصرفي التقليدي، من خلال تسهيلات الإقراض الطارئ، وشراء الأصول، وبرامج التمويل الموجه، والتدخل في أسواق الائتمان. وبهذا المعنى، لم يعد البنك المركزي مجرد مزود أخير للسيولة، بل أصبح في لحظات الأزمة فاعلا يعوض تعطل الوساطة المالية الخاصة ويحاول إعادة تشغيلها.(Bernanke, 2020; Gertler & Karadi, 2011)

5. حدود الاستقلالية وتوسع المساءلة

أدى توسع أدوات السياسة النقدية غير التقليدية إلى جعل حدود استقلالية البنك المركزي أكثر تعقيدا، ففي الإطار التقليدي، يكون الفصل بين السياسة النقدية والسياسة المالية أوضح نسبيا، إذ يركز البنك المركزي على استقرار الأسعار، بينما تتولى السلطة المالية قرارات الإنفاق والتمويل العام. أما في ظل شراء السندات الحكومية أو التوسع في حيازة الأصول العمومية، فإن تدخل البنك المركزي لا يؤثر فقط في الشروط النقدية، بل ينعكس أيضا على كلفة التمويل العام وديناميكيات الدين السيادي.

وهنا يبرز نقاش الهيمنة المالية، أي الحالة التي تصبح فيها السياسة النقدية مقيدة ضمنيا أو صراحة بمتطلبات تمويل العجز أو الحفاظ على استدامة الدين العام. ولا يعني ذلك أن كل سياسة غير تقليدية تفقد البنك المركزي استقلاليته، لكنه يعني أن الحدود بين المجال النقدي والمالي تصبح أقل وضوحا، وأن الدفاع عن الاستقلالية يتطلب قدرا أكبر من الشفافية و الحوكمة والمساءلة (Adrian et al., 2021; Sargent & Wallace, 1981).

كما أن توسع تدخل البنك المركزي يجعله أكثر تعرضا للمخاطر المالية والتوزيعية، فشراء الأصول والتأثير في أسعارها قد ينعكس على توزيع الثروة والدخل، لأن ارتفاع أسعار الأصول لا يؤثر في جميع الفئات الاجتماعية بالطريقة نفسها. لذلك لم تعد مساءلة البنك المركزي تقتصر على قدرته على ضبط التضخم، بل أصبحت تشمل أيضا آثار تدخله على الاستقرار المالي، وتوزيع المخاطر، وشرعية استخدام أدوات استثنائية ذات آثار واسعة. (Coibion et al., 2017)

يتضح مما سبق أن السياسة النقدية غير التقليدية لم تغير فقط أدوات البنك المركزي، بل أعادت تشكيل موقعه داخل النظام الاقتصادي والمالي. فقد انتقل من سلطة تركز أساسا على توجيه سعر الفائدة وحماية استقرار الأسعار، إلى فاعل أوسع يتدخل في الأسواق، ويدير التوقعات، ويستخدم ميزانيته كأداة سياسة، ويساهم في ترميم الوساطة المالية عند تعطلها.

غير أن هذا الاتساع في الدور لا يخلو من توترات. فكلما زادت قدرة البنك المركزي على التدخل في لحظات الأزمة، زادت في المقابل حساسية الأسئلة المتعلقة بحدود استقلاليته، وعلاقته بالسياسة المالية، ومخاطر تدخله، ومستوى مساءلته. وبذلك تكشف السياسة النقدية غير التقليدية عن مفارقة أساسية فهي تمنح البنك المركزي قدرة أكبر على احتواء الأزمات، لكنها تضعه في الوقت نفسه أمام مسؤوليات مؤسساتية أوسع وأكثر تعقيدا.

خلاصة الفصل الأول

خلص الفصل الأول إلى بناء أرضية نظرية ومفاهيمية تفسر تطور السياسة النقدية التقليدية وبروز السياسات النقدية غير التقليدية بوصفها استجابة لتزايد قيود الإطار التقليدي، خاصة في ظل الأزمات المالية العميقة وتعطل قنوات الانتقال النقدي. فقد تناول المبحث الأول المسار التاريخي لتطور التصورات النقدية، مبرزا انتقال الفكر النقدي من التركيز على كمية النقود إلى الاهتمام بسعر الفائدة والتوقعات والاستقرار المالي. أما المبحث الثاني، فقد عمق مفهوم السياسة النقدية التقليدية من حيث أهدافها وأدواتها وآليات انتقالها إلى الاقتصاد الحقيقي، بما سمح بفهم المنطق الذي حكم تدخل البنوك المركزية في الظروف العادية.

وفي المقابل، كشف المبحث الثالث القيود البنيوية التي واجهتها السياسة النقدية التقليدية، خاصة مع أزمة 2007–2008، حيث لم تعد أداة سعر الفائدة كافية لاحتواء الاختلالات المالية والائتمانية، كما برزت حدود قنوات الانتقال في بيئة تتسم بارتفاع علاوات المخاطر وتراجع الثقة وتضرر الوساطة المالية. أما المبحث الرابع، فقد استكمل هذا البناء المفاهيمي من خلال تحديد مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية، وبيان شروط ظهورها، وقنوات انتقالها الموسعة، وتمييزها عن السياسة النقدية التقليدية، ثم تصنيف أدواتها وفق منطق وظيفي يربط كل أداة بالخلل الذي تستهدفه. كما أظهر هذا المبحث أن السياسات النقدية غير التقليدية لا تمثل مجرد توسع في الأدوات، بل تعكس إعادة تشكيل أعمق لدور البنك المركزي داخل النظام الاقتصادي والمالي، مع الإشارة إلى خصوصية الاقتصادات الناشئة والنامية في هذا المجال.

وبذلك، يكون هذا الفصل قد أرسى الإطار النظري الضروري لفهم السياسة النقدية غير التقليدية من حيث نشأتها، ومنطقها، وأدواتها، وحدودها المؤسساتية. وانطلاقا من هذه الأرضية، ينتقل الفصل الثاني إلى دراسة تجارب عدد من الاقتصادات الصناعية والناشئة في استخدام هذه السياسات، من أجل استخلاص الدروس المقارنة التي تمهد لاحقا لتقييم آفاق توظيفها في السياق الجزائري.

الفصل الثاني: التجارب الدولية في السياسة النقدية غير التقليدية وقابلية تكييفها مع السياق الجزائري

تمهيد

بعد أن تم في الفصل الأول استعراض الإطار النظري للسياسة النقدية غير التقليدية من حيث المفاهيم والأسس والقنوات النظرية للانتقال، وسيتناول هذا الفصل الجانب التطبيقي من خلال استعراض بعض التجارب الدولية في تطبيق هذه الأدوات، ويكتسب هذا الاستعراض أهمية مزدوجة فمن جهة، يتيح اختبار المقولات النظرية في ضوء الواقع العملي، مما يساعد في معرفة مدى تحقق النتائج المتوقعة نظريا، ومن جهة أخرى، يوفر قاعدة مرجعية غنية لتقييم التجربة الجزائرية التي ستكون موضوع الدراسة القياسية في الفصل اللاحق. ولقد تم اختيار ست دول لتمثل طيفا واسعا من السياقات الاقتصادية والسياسية المختلفة:

- ثلاث دول صناعية: الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي واليابان، التي كانت رائدة في اعتماد أدوات السياسة النقدية غير التقليدية عند بلوغ الحد الأدنى الصفري لسعر الفائدة، مما يتيح دراسة تجاربها في بيئات تتمتع بأسواق مالية متطورة، ودرجة عالية من استقلالية السياسة النقدية.
- ثلاث دول ناشئة: تركيا، مصر، والبرازيل، التي اعتمدت أشكالا مغايرة من الأدوات غير التقليدية في سياقات تتميز بتضخم مرتفع، وتقلبات صرف شديدة، وضغوط على ميزان المدفوعات.

ويختتم الفصل بتركيب مقارن عرضي، يقدم مقارنة بين تجارب هذه الدول ويشخص السياق الجزائري، مما يمهد للدراسة القياسية التي سيتم تناولها في الفصل اللاحق.

المبحث الأول: نماذج من تجارب بعض الدول الصناعية في السياسة النقدية غير التقليدية

يتناول هذا المبحث تجارب ثلاث من أبرز البنوك المركزية في الاقتصادات الصناعية: الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي وبنك اليابان. تتقاطع هذه التجارب في سمة جوهرية مشتركة هي اللجوء إلى الأدوات السياسة النقدية غير التقليدية عند بلوغ أسعار الفائدة حدها الأدنى الفعلي، لكنها تتمايز في طبيعة الأدوات المستخدمة وحجمها ومدتها ونتائجها. وسيتم استعراض كل تجربة من خلال محورين: التسلسل الزمني لاستخدام الأدوات غير التقليدية يرصد الأدوات المنشورة والمبالغ المخصصة، ثم تقييم تحليلي للفعالية والحدود والمخاطر.

المطلب الأول: تجربة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي

تعد تجربة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي المرجع الأساسي في الأدبيات النقدية المعاصرة حول السياسة النقدية غير التقليدية، سواء من حيث تنوع الأدوات المستخدمة أو حجم التدخلات أو غزارة الدراسات التجريبية التي تناولتها. امتدت هذه التجربة من ديسمبر 2007 إلى 2022، وشهدت أربع موجات من الشراء المكثف للأصول وتطورا تدريجيا في التوجيه المستقبلي ونشرا غير مسبوق لتسهيلات الإقراض الطارئة خلال الأزمة المالية العالمية ثم جائحة كوفيد-19.

1. التسلسل الزمني لاستخدام الأدوات غير التقليدية

يعرض هذا التسلسل أبرز مراحل استخدام الاحتياطي الفيدرالي للأدوات النقدية غير التقليدية خلال الأزمات وما بعدها.

1.1 تسهيلات السيولة الطارئة (ديسمبر 2007 – فيفري 2010)

عندما اندلعت الأزمة المالية العالمية، وقبل أن يصل سعر الفائدة إلى الحد الأدنى، تم إطلاق برنامج تسهيل المزادات المؤقتة (TAF) من قبل الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في ديسمبر 2007 كجزء من استجابته للأزمة، وبعدها لجأ الاحتياطي الفيدرالي إلى إنشاء سلسلة من تسهيلات الإقراض الطارئة بموجب المادة 13(3) من قانون الاحتياطي الفيدرالي، وشملت هذه التسهيلات:

- تسهيل إقراض الأوراق المالية المؤقتة (TSLF) ب 235.5 مليار دولار أمريكي؛
- تسهيل الائتمان للوسطاء الرئيسيين (PDCF) ب 146.6 مليار دولار أمريكي؛
- تسهيل السيولة لصندوق السوق النقدي المدعوم بالأصول (AMLF) ب 152.1 مليار دولار أمريكي؛
- تسهيل تمويل الأوراق التجارية (CPFF) ب 348.2 مليار دولار أمريكي؛

تسهيل قروض الأوراق المالية المدعومة بالأصول (TALF) ب 42.5 مليار دولار أمريكي. (Office of Inspector General, 2010)

كما تم إنشاء خطوط مبادلة عملات مع 14 بنكا مركزيا أجنبيا[4]، بلغت ذروتها 580 مليار دولار أمريكي(Direction Générale du Trésor, 2018, p. 1)، بالإضافة إلى عمليات إنقاذ مستهدفة مثل قرض بقيمة 29 مليار دولار أمريكي لتسهيل استحواذ جي بي مورغان تشيز(JP Morgan Chase) على بير ستيرنز(Bear Stearns) ، وخط ائتمان أولي بقيمة 85 مليار دولار أمريكي لمنع إفلاس شركة (AIG) والذي تم زيادته لاحقا إلى 52.5 مليار دولار أمريكي لشراء الأصول المقلقة، وتم اتخاذ اتفاقات مشابهة مع سيتي جروب (Citigroup) وبنك أمريكا (Bank of America) لضمان محافظ تقدر بـ 300 مليار و118 مليار دولار أمريكي على التوالي. (Labonte, 2015, p. 14-15)

2.1 برنامج الشراء المكثف الأول (التيسير الكمي (QE1)): نوفمبر 2008 – مارس 2010

في 25 نوفمبر 2008، أعلنت لجنة السوق المفتوحة الفيدرالية (FOMC) عن أول برنامج للشراء على نطاق واسع للأصول (Large-Scale Asset Purchases، LSAP)، وعند انتهاء البرنامج في مارس 2010، كان الاحتياطي الفيدرالي قد اشترى إجمالي 1250 مليار دولار أمريكي من الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية (MBS) للوكالات، و175 مليار دولار أمريكي من ديون الوكالات الفيدرالية، و300 مليار دولار أمريكي من سندات الخزانة طويلة الأجل، بإجمالي بلغ نحو 1725 مليار دولار أمريكي. (Federal Reserve Bank of New York, 2024)

وبالتوازي، ارتفعت ميزانية الاحتياطي الفيدرالي من نحو 900 مليار إلى 2,100 مليار دولار أمريكي. (FRBSL, 2014)

3.1 التوجيه المستقبلي الأول

قررت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة (FOMC) في 16 ديسمبر 2008 تحديد نطاق مستهدف لسعر الفائدة الفيدرالي يتراوح بين 0 و1/4 في المئة مشيرة إلى أن الظروف الاقتصادية تبرر مستويات استثنائية منخفضة لسعر الفائدة لفترة ممتدة، وكانت عبارة«for some time» بمثابة إشارة إلى الأسواق بأن أسعار الفائدة ستظل عند مستويات منخفضة لفترة طويلة. (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2008)

[4] تمثلت البنوك المركزية الأجنبية الأربعة عشر التي أنشأ معها الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي خطوط مبادلة الدولار في: البنك المركزي الأوروبي، البنك الوطني السويسري، بنك اليابان، بنك إنجلترا، بنك كندا، بنك الاحتياطي الأسترالي، البنك المركزي السويدي، بنك النرويج، البنك الوطني الدنماركي، بنك الاحتياطي النيوزيلندي، البنك المركزي البرازيلي، بنك المكسيك، بنك كوريا، وسلطة النقد في سنغافورة(Board, 2020; Fleming & Klagge, 2010, pp. 3–5) .

4.1 برنامج الشراء المكثف الثاني (التيسير الكمي (QE2)):نوفمبر 2010 – جوان 2011

في 3 نوفمبر 2010، أعلنت لجنة السوق المفتوح الفيدرالية (FOMC) عن برنامج الشراء المكثف الثاني (QE2)، الذي اقتصر على شراء سندات الخزانة الأمريكية طويلة الأجل، وبلغ إجمالي حجم البرنامج 600 مليار دولار أمريكي، حيث تم شراؤها بوتيرة 75 مليار دولار شهريا حتى نهاية الربع الثاني من عام 2011.(Federal Reserve Bank of St Louis, 2014)

5.1 عملية تويست (التيسير الائتماني (Credit Easing)) : سبتمبر 2011 – ديسمبر 2012

في 21 سبتمبر 2011، أعلنت (FOMC) عن برنامج تمديد آجال الاستحقاق (Maturity Extension Program، MEP) والمعروف بـ «عملية تويست»، و هي أداة من أدوات التيسير الائتماني (Credit Easing) ، الذي تضمن بيع 400 مليار دولار أمريكي من سندات الخزانة قصيرة الأجل وشراء سندات طويلة الأجل بمبلغ معادل، دون أن تؤدي الى زيادة صافية في الميزانية. تم تمديد البرنامج في جوان 2012 بإضافة 267 مليار دولار أمريكي ليصل الإجمالي إلى 667 مليار دولار أمريكي. (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2013a)

6.1 التوجيه المستقبلي الثاني والثالث

في أوت 2011، تم استخدام التوجيه المستقبلي للمرة الثانية مع التزام بالإبقاء على أسعار الفائدة منخفضة «حتى منتصف 2013 على الأقل» «at least through mid-2013»، ويعتبر أول تاريخ محدد. (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2011)

وتم تجديد هذا الالتزام في جانفي 2012 ليمتد «حتى نهاية 2014»، مما يعد الخطوة الثالثة في تطور التوجيه المستقبلي القائم على التقويم.(Board of Governors of the Federal Reserve System, 2012a)

7.1 برنامج الشراء المكثف الثالث (التيسير الكمي (QE3)): سبتمبر 2012 – أكتوبر 2014

في 13 سبتمبر 2012، أطلقت FOMC برنامج شراء ثالث تميز بطابعه المفتوح (open-ended)، حيث لم يتم تحديد مبلغ إجمالي أو تاريخ انتهاء، وقد بدأت المشتريات بـ 40 مليار دولار أمريكي شهريا من الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية للوكالات (MBS)، ثم رفعت إلى 85 مليار دولار أمريكي شهريا فيديسمبر2012، وقررت اللجنة أيضا الإبقاء على نطاق هدف معدل الفائدة الفيدرالية بين 0 و4/1 في المئة، كما توقعت أن تظل مستويات الفائدة منخفضة استثنائيا حتى منتصف 2015 على الأقل. ويعد هذا القرار التوجيه المستقبلي الرابع (Forward Guidance) الذي تم إصداره بالتوازي مع البرنامج الثالث للتيسير الكمي (QE3). .(Board of Governors of the Federal Reserve System, 2012b)

8.1 التقليص التدريجي (tapering)

قرر FOMC في ديسمبر 2013 بتقليص التدريجي في وتيرة شراء الأصول بشكل طفيف، اعتبارا من جانفي2014، حيث ستزيد اللجنة من حيازاتها من الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري من الوكالات بمقدار 35 مليار دولار أمريكي شهريا، بدلا من 40 مليارا، ومن حيازاتها من سندات الخزانة طويلة الأجل بمقدار 40 مليار دولار أمريكي شهريا، بدلا من 45 مليارا. (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2013b)

9.1 التطبيع والتشديد الكمي (Normalization & Quantitative Tightening): ديسمبر 2015 – جويلية 2019

تجمع هذه المرحلة بين رفع تدريجي لسعر الفائدة وتشديد كمي لتقليص ميزانية الاحتياطي الفيدرالي. (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2025a)

- **مرحلة تطبيع السياسة النقدية** (Normalization)**(ديسمبر 2015 – ديسمبر 2018)**

بدأت عملية تطبيع السياسة النقدية في 16 ديسمبر 2015، مع أول زيادة في سعر الفائدة الفيدرالي منذ عام 2006، عندما رفعت لجنة السوق المفتوحة الفيدرالية (FOMC) السعر من نطاق(0 و4/1)في المئة إلى (1/4 و1/2) في المئة، وجاء هذا القرار بعد سنوات من السياسة النقدية التوسعية التي تبناها البنك الاحتياطي الفيدرالي لمكافحة آثار الأزمة المالية العالمية وتعزيز الانتعاش الاقتصادي.

وبين عامي 2015 و2018، نفذت اللجنة تسع زيادات متتالية في سعر الفائدة الفيدرالي، كل منها بواقع 25 نقطة أساس، حتى بلغ السعر المرجعي في ديسمبر 2018 مستوى 2,25–2,50%، ما يعكس انتقالا تدريجيا نحو سياسة نقدية أقل تسهيلا في ظل التحسن التدريجي في سوق العمل والاقتصاد الأمريكي، مع الحفاظ على استقرار الأسعار.

- **مرحلة التشديد الكمي** (Quantitative Tightening) **(أكتوبر 2017 – سبتمبر 2019)**

بدأت مرحلة التشديد الكمي في أكتوبر 2017، مع إعلان الاحتياطي الفيدرالي عن نيته تقليص ميزانيته، وتم تحديد معدل تقليص قدره 50 مليار دولار أمريكي شهريا بتقليص حيازاته من الأوراق المالية تدريجيا من خلال الإيقاف الجزئي لإعادة الاستثمار في العوائد الناتجة عن الأوراق المالية التي تنتهي آجالها.

استمر هذا التدبير حتى سبتمبر 2019، حين قرر الاحتياطي الفيدرالي وقف عملية التقليص في وقت مبكر بسبب ظهور توترات واضحة في سوق اتفاقيات إعادة الشراء (repo market)، حيث ارتفعت أسعار الفائدة الليلية بشكل حاد، ما أثار مخاوف بشأن السيولة قصيرة الأجل.

10.1 برنامج الشراء المكثف الرابع (التيسير الكمي (QE4))مارس 2020 – 2022

في 15 مارس 2020، خفضت FOMC سعر الفائدة إلى 0–0.25% وأطلقت برنامج التيسير الكمي الرابع (QE4) ردا على تداعيات جائحة كوفيد-19، والذي بدأ بمبلغ 700 مليار دولار أمريكي ثم تحول إلى برنامج بمبالغ غير محدودة لدعم استقرار السوق المالي وتدفق الائتمان إلى الأسر والشركات. ، Board of) .Governors of the Federal Reserve System, 2020)

في مرحلة لاحقة من البرنامج، وصلت مشتريات البنك إلى 80 مليار دولار أمريكي شهريا من سندات الخزانة و40 مليار دولار أمريكي من الأوراق المدعومة بالرهون العقارية، أي ما يقارب 120 مليار دولار أمريكي شهريا. مع استمرار تلك المشتريات، ارتفعت ميزانية الاحتياطي الفيدرالي من نحو 4,2 تريليون دولار أمريكي في نهاية 2019 إلى ذروة بلغت حوالي 8,9 تريليون دولار أمريكي في 2021–2022. (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2022a)

11.1 تسهيلات كوفيد–19 الطارئة (2020–2022)

نشر الاحتياطي الفيدرالي مجموعة غير مسبوقة من التسهيلات الطارئة، والتي شملت التدخل المباشر في أسواق ديون الشركات (PMCCF) وتسهيلات السيولة للبلديات (MLF) وغيرها من التسهيلات التي بلغت ذروتها نحو 450 مليار دولار أمريكي في ماي 2020 (CRS, 2021).

12.1 التشديد الكمي الثاني (QT2) (2022–2025)

منذ جوان 2022، انتقلت السياسة النقدية الأمريكية إلى مرحلة التشديد الكمي الثاني (QT2) عبر تقليص ميزانية الاحتياطي الفيدرالي، التي ارتفعت من نحو 4.2 تريليون دولار قبل الجائحة إلى حوالي 8.9 تريليون دولار أمريكي في بداية 2022، وقد تم ذلك من خلال عدم إعادة استثمار جزء من السندات المستحقة وفق سقوف شهرية محددة (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2022a, 2022b).

واستمر هذا المسار خلال 2023 و2024، ثم تم إبطاء وتيرته في 2024–2025 بهدف تفادي ضغوط السيولة والانتقال السلس نحو مستوى كاف من الاحتياطيات البنكية، لا بوصفه عودة إلى التيسير الكمي، وقد انعكس أثر هذا المسار في تراجع حجم ميزانيته من ذروة قاربت 9 تريليونات دولار أمريكي سنة 2022 إلى حوالي 6.7 تريليونات دولار أمريكي في جويلية 2025. (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2025b)

2. تقييم التجربة الأمريكية

بعد عرض المسار الزمني للأدوات غير التقليدية التي استخدمها الاحتياطي الفيدرالي، يصبح من الضروري الانتقال من الوصف التاريخي إلى التقييم التحليلي لهذه التجربة، لأن الأهمية لا تكمن فقط في معرفة متى

استعمل الاحتياطي الفيدرالي الأدوات غير التقليدية، وإنما في معرفة ما إذا كانت هذه الأدوات قد حققت فعلا الأهداف المنتظرة منها، سواء على مستوى الأسواق المالية أو على مستوى الاقتصاد الحقيقي.

ومن أجل تجنب التقييم الانطباعي أو الوصفي، يمكن الاستناد إلى مجموعة من الدراسات الاقتصادية القياسية التي حاولت قياس أثر هذه الأدوات باستعمال مناهج مختلفة، لأنها تبين أن هذا الأثر يختلف باختلاف الأداة المستخدمة، وقناة الانتقال، وطبيعة الأزمة، والمنهجية القياسية المعتمدة.

تتقاطع الأدبيات التي تناولت التجربة الأمريكية في نتيجة أساسية مفادها أن آثار التيسير الكمي والتوجيه المستقبلي كانت أكثر وضوحا وقابلية للقياس في الأسواق المالية مقارنة بالمتغيرات الحقيقية. فقد أظهرت دراسات ، مثل دراسة (Gagnon et al., 2011)[5] ودراسة (KRISHNAMURTHY & VISSING-JORGENSEN, 2011)[6]، أن إعلانات شراء الأصول واسعة النطاق أدت إلى انخفاض معتبر في العوائد طويلة الأجل وفروق المخاطر، وذلك عبر قنوات متعددة من أهمها قناة علاوة الأجل، وقناة السيولة، وقناة ندرة الأصول الآمنة، وقناة إعادة توازن المحافظ. غير أن هذه النتائج تثبت، في المقام الأول، الفعالية المالية للتيسير الكمي، ولا تكفي وحدها لإثبات انتقال تلقائي ومباشر إلى الناتج والتضخم. ومن ثم، فإن مساهمة هذه الدراسات تتمثل أساسا في إبراز قدرة (QE) على التأثير في شروط التمويل داخل الأسواق المالية، مع بقاء انتقال الأثر إلى الاقتصاد الحقيقي مشروطا بفعالية قنوات الائتمان والإنفاق .

وتعمق دراسة (Meinusch & Tillmann, 2016)[7] هذا التقييم من خلال الانتقال من دراسة الأثر المالي المباشر إلى قياس الأثر الكلي لصدمات التيسير الكمي ضمن إطار ديناميكي. فقد أظهرت نتائجها أن صدمات السياسة النقدية غير التقليدية في الولايات المتحدة أدت إلى انخفاض العوائد طويلة الأجل، وارتفاع أسعار الأسهم، وتحسن النشاط الاقتصادي الحقيقي، إضافة إلى أثر موجب على التضخم. ومع ذلك، فإن أهمية هذه الدراسة لا تكمن فقط في إثبات وجود أثر توسعي، بل في إظهار أن هذا الأثر كان تدريجيا ومعتدلا، وأن انتقاله من الأسواق المالية إلى المتغيرات الكلية لم يكن فوريا ولا واسع النطاق. وبذلك تؤكد الدراسة أن فعالية التيسير الكمي قائمة، لكنها ليست مطلقة، بل تظل محدودة بحجم الصدمة وقوة قنوات الانتقال النقدي والمالي. وتقدم دراسة (Di Maggio et al., 2020)[8] بعدا أكثر دقة في تفسير كيفية انتقال

[5] Gagnon, J., Raskin, M., Remache, J., & Sack, B. (2011). The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases. International Journal of Central Banking, 7(1), 3-43.

[6] KRISHNAMURTHY, A., & VISSING-JORGENSEN, A. (2011). The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates : Channels and Implications for Policy [with Comments and Discussion]. Brookings Papers on Economic Activity, 215-287.

[7] Meinusch, A., & Tillmann, P. (2016). The macroeconomic impact of unconventional monetary policy shocks. Journal of Macroeconomics, 47, 58-67. https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2015.11.002

[8] Di Maggio, M., Kermani, A., & Palmer, C. J. (2020). How Quantitative Easing Works : Evidence on the Refinancing Channel. The Review of Economic Studies, 87(3), 1498-1528. https://doi.org/10.1093/restud/rdz060

التيسير الكمي إلى الاقتصاد الحقيقي، لأنها انتقلت من مستوى أسعار الأصول إلى مستوى الأسر والمقترضين. فقد بينت أن مشتريات الاحتياطي الفيدرالي من الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري ساهمت في خفض تكلفة القروض العقارية المؤهلة، وهو ما حفز إعادة التمويل، وخفض أعباء خدمة الدين، ورفع الدخل المتاح لدى الأسر، بما انعكس لاحقا على الاستهلاك، خاصة استهلاك السلع المعمرة. وتكمن أهمية هذه النتيجة في أنها توضح أن انخفاض العوائد لا يتحول آليا إلى أثر حقيقي، بل يحتاج إلى قناة انتقال محددة وقابلة للاشتغال، مثل قناة إعادة التمويل العقاري. ومن ثم، فإن التيسير الكمي يصبح أكثر فعالية عندما يستهدف أصولا مرتبطة مباشرة بتمويل الأسر أو المؤسسات، لا عندما يبقى محصورا في تحسين أسعار الأصول المالية فقط. أما دراسة (Swanson, 2021)[9] فتضيف تمييزا منهجيا مهما داخل أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، إذ لا تتعامل مع تدخلات الاحتياطي الفيدرالي كحزمة واحدة، بل تفصل قياسيا بين صدمة سعر الفائدة التقليدي، وصدمة التوجيه المستقبلي، وصدمة مشتريات الأصول واسعة النطاق. وقد أظهرت الدراسة أن التوجيه المستقبلي ومشتريات الأصول كانا أداتين فعالتين في التأثير على عوائد سندات الخزانة، وسندات الشركات، وأسعار الأسهم، وأسعار الصرف، غير أن قنوات تأثيرهما تختلف بوضوح. فالتوجيه المستقبلي يعمل أساسا عبر تعديل توقعات الأسواق لمسار أسعار الفائدة المستقبلية، بينما تؤثر مشتريات الأصول بدرجة أكبر في العوائد طويلة الأجل وعلاوات المخاطر. وبذلك تؤكد هذه الدراسة أن السياسة النقدية غير التقليدية ليست أداة واحدة متجانسة، بل مجموعة أدوات تختلف آثارها تبعا لطبيعة الأداة، ونقطة تأثيرها داخل منحنى العائد، والسوق المستهدفة. غير أن هذا الاتجاه التفاؤلي النسبي في تقييم فعالية التيسير الكمي يحتاج إلى قراءة نقدية، وهو ما تقدمه دراسة (Fabo et al., 2021)[10] فهذه الدراسة لا تقيس أثر التيسير الكمي(QE) مباشرة، بل تفحص كيفية إنتاج المعرفة الاقتصادية حوله، من خلال مقارنة نتائج الدراسات الصادرة عن باحثين يعملون داخل البنوك المركزية بنتائج الدراسات الأكاديمية المستقلة. وقد توصلت إلى أن أبحاث البنوك المركزية تميل، في المتوسط، إلى تقدير آثار أكبر وأكثر إيجابية للتيسير الكمي على الناتج والتضخم، كما تظهر ميلا أكبر إلى اعتبار هذه الآثار دالة إحصائيا واقتصاديا، وتستخدم لغة أكثر تفاؤلا في عرض النتائج. وتكمن أهمية هذه الدراسة في أنها تنبه إلى ضرورة عدم التعامل مع نتائج تقييم السياسات النقدية غير التقليدية بوصفها نتائج محايدة تماما، بل ينبغي قراءتها في ضوء خلفيتها المؤسساتية والمنهجية .

[9] Swanson, E. T. (2021). Measuring the effects of federal reserve forward guidance and asset purchases on financial markets. Journal of Monetary Economics, 118, 32-53. https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2020.09.003

[10] Fabo, B., Jančoková, M., Kempf, E., & Pástor, Ľ. (2021). Fifty shades of QE: Comparing findings of central bankers and academics. Journal of Monetary Economics, 120,1-20. https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2021.04.001

وعليه، فإن الحصيلة العامة للأدبيات الأمريكية لا تقود إلى القول بوجود نجاح مطلق وغير مشروط للتيسير الكمي، بل تؤكد أن فعاليته مشروطة بطبيعة القناة التي ينتقل عبرها. فعلى مستوى الأسواق المالية، تبدو فعالية التيسير الكمي (QE) أوضح وأكثر قابلية للقياس، من خلال انخفاض العوائد طويلة الأجل، وتراجع علاوات المخاطر، وتحسن أسعار الأصول. أما على مستوى الاقتصاد الحقيقي، فإن الأثر يصبح أكثر تعقيدا وأقل مباشرة، لأنه يتوقف على قدرة انخفاض العوائد على تنشيط الائتمان، أو إعادة التمويل، أو الاستثمار، أو الاستهلاك.

وبناء على ذلك، يمكن القول إن التجربة الأمريكية تكشف عن ثلاث استنتاجات رئيسية:

- التيسير الكمي يمتلك قدرة واضحة على التأثير في الأسواق المالية عندما تكون هذه الأسواق عميقة وسائلة،
- انتقال هذا الأثر إلى الناتج والتضخم لا يتم بصورة آلية، بل يحتاج إلى قنوات انتقال فعالة تربط بين انخفاض العوائد وسلوك الأسر والمؤسسات والبنوك،
- تقييم فعالية التيسير الكمي (QE) يجب أن يتم بحذر منهجي، لأن نتائج الدراسات قد تختلف باختلاف المنهجية القياسية، ونوع الأصول المدروسة، والفترة الزمنية، والخلفية المؤسساتية للباحثين.

ومن ثم، فإن القيمة العلمية للتجربة الأمريكية لا تكمن في إثبات أن التيسير الكمي أداة ناجحة في كل الظروف، بل في إظهار أن نجاحه مشروط ببنية مالية ومؤسساتية محددة. فكلما كانت الأسواق المالية أكثر عمقا، وكانت قنوات الائتمان والتمويل أكثر تطورا، وكانت السياسة النقدية أكثر مصداقية، زادت قدرة التيسير الكمي على الانتقال من الأسواق المالية إلى الاقتصاد الحقيقي. أما في غياب هذه الشروط، فقد يبقى أثره محدودا أو محصورا في المجال المالي، دون أن يتحول بالضرورة إلى توسع فعلي في النشاط الاقتصادي.

ولتوضيح المسار العملي للتجربة الأمريكية، يبين الجدول الآتي خلاصة مركزة لأهم أدوات السياسة النقدية غير التقليدية التي استخدمها الاحتياطي الفيدرالي، مع إبراز الفترة الزمنية، والأداة المستخدمة، والهدف الأساسي، وآلية الانتقال، والحجم أو المؤشر الكمي الدال، وأهم الملاحظات التقييمية المرتبطة بكل مرحلة.

الجدول رقم (2-1): خلاصة تركيبية لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية في التجربة الأمريكية

الفترة الزمنية	الأداة غير التقليدية	الهدف الأساسي	آلية الانتقال الرئيسية	الحجم أو المؤشر الكمي الدال	الملاحظة التقييمية
ديسمبر 2007 – فيفري 2010	تسهيلات السيولة الطارئة	احتواء أزمة السيولة ومنع انهيار الأسواق المالية والمؤسسات النظامية	الإقراض الطارئ، توفير السيولة للمؤسسات المالية، دعم أسواق النقد والأوراق التجارية، وخطوط مبادلة العملات	TAF ،TSLF ،PDCF ، ، إضافة إلى TALF، CPFF ،AMLF خطوط مبادلة عملات بلغت ذروتها نحو 580 مليار دولار	كانت مرحلة إنقاذ واستقرار مالي أكثر من كونها تيسيرا كميا بالمعنى الضيق، ومحدت لاحقا لاستخدام أدوات الميزانية العمومية بصورة أوسع
نوفمبر 2008 – مارس 2010	برنامج الشراء المكثف الأول QE1	تخفيض العوائد طويلة الأجل ودعم سوق الرهن العقاري والائتمان بعد الأزمة المالية	شراء أصول طويلة الأجل، إعادة توازن المحافظ، خفض علاوة الأجل، ودعم سوق MBS	نحو 1.725 تريليون دولار: 1.25 تريليون MBS، و175 مليار ديون وكالات، و300 مليار سندات خزينة طويلة الأجل	يعد أكثر برامج QE ارتباطا بقناة الرهن العقاري، وكان أثره واضحا في خفض العوائد وتحسين شروط التمويل
ديسمبر 2008	التوجيه المستقبلي الأول	تثبيت توقعات الأسواق بشأن بقاء الفائدة عند مستويات منخفضة	التأثير في توقعات أسعار الفائدة المستقبلية عبر الاتصال النقدي	استعمال عبارة "for some time" بعد خفض الفائدة إلى نطاق 0–0.25%	مثل بداية استخدام الاتصال النقدي كأداة مستقلة نسبيا عندما أصبحت أسعار الفائدة قريبة من الحد الصفري
نوفمبر 2010 – جوان 2011	برنامج الشراء المكثف الثاني QE2	دعم التعافي الاقتصادي ومواجهة ضعف التضخم والنشاط	شراء سندات الخزانة طويلة الأجل وخفض العوائد طويلة الأجل	600 مليار دولار من سندات الخزانة طويلة الأجل، بوتيرة 75 مليار دولار شهريا	كان أقل استهدافا لقناة الرهن العقاري من QE1، لذلك ارتبط أثره أكثر بسندات الخزانة وقناة التوقعات
سبتمبر 2011 – ديسمبر 2012	عملية تويست / برنامج تمديد آجال الاستحقاق MEP	خفض العوائد طويلة الأجل دون توسيع صافي حجم الميزانية	بيع سندات قصيرة الأجل وشراء سندات طويلة الأجل بالقيمة نفسها	400 مليار دولار في البداية، ثم تمديد بـ 267 مليار دولار، بإجمالي يقارب 667 مليار دولار	أداة نوعية استهدفت شكل منحنى العائد دون زيادة صافية في الميزانية، ما يجعلها أقرب إلى إدارة تركيبة الأصول لا إلى QE تقليدي
أوت 2011 – جانفي 2012	التوجيه المستقبلي القائم على التقويم	تعزيز مصداقية بقاء الفائدة منخفضة لفترة أطول	ربط توقعات الأسواق بتاريخ زمني محدد لمسار الفائدة	"at least through mid-2013"، "late 2014" ثم تمديد الالتزام إلى	نقل التوجيه المستقبلي من صياغة عامة إلى صياغة زمنية أكثر وضوحا، مما عزز أثر السياسة عند الحد الصفري
سبتمبر 2012 – أكتوبر 2014	برنامج الشراء المكثف الثالث QE3	دعم سوق العمل وتعزيز التعافي من خلال برنامج مفتوح	مشتريات مفتوحة من MBS وسندات الخزانة، مع توجيه مستقبلي مرافق	بدأ بـ40 مليار دولار شهريا من MBS، ثم ارتفع إلى 85 مليار دولار شهريا ابتداء من ديسمبر 2012	تميز بطابعه المفتوح، ما جعله يعتمد بقوة على قناة التوقعات، لا فقط على حجم المشتريات المعلن مسبقا
ديسمبر 2013 – أكتوبر 2014	التقليص التدريجي للمشتريات Tapering	الانتقال التدريجي من QE المفتوح إلى وقف صافي المشتريات دون صدمة للأسواق	خفض وتيرة شراء الأصول شهريا مع استمرار السياسة التيسيرية مؤقتا	ابتداء من جانفي 2014، خفضت مشتريات MBS من 40 إلى 35 مليار دولار شهريا، وسندات الخزانة من 45 إلى 40 مليار دولار شهريا	مرحلة حساسة في إدارة توقعات الأسواق، وأظهرت أن الإعلان عن تقليص QE قد يؤثر في العوائد بقدر تأثير المشتريات نفسها
ديسمبر 2015 – سبتمبر 2019	التطبيع والتشديد الكمي الأول QT1	العودة التدريجية إلى سياسة نقدية أقل توسعا وتقليص الميزانية	رفع تدريجي لسعر الفائدة، ثم تقليص الميزانية عبر عدم إعادة استثمار جزء من السندات المستحقة	رفع الفائدة تدريجيا إلى 2.25–2.50% في ديسمبر 2018، وبلغ سقف تقليص الميزانية نحو 50 مليار دولار شهريا	بينت هذه المرحلة أن الخروج من السياسة غير التقليدية يحتاج إلى إدارة دقيقة للسيولة، خاصة بعد توترات سوق الريبو في سبتمبر 2019
مارس 2020 – 2022	برنامج التيسير الكمي الرابع QE4	احتواء صدمة كوفيد-19 ودعم استقرار الأسواق وتدفق الائتمان	مشتريات واسعة وغير محدودة في البداية من سندات الخزانة وMBS، مع خفض الفائدة إلى الصفر	بدأ بـ700 مليار دولار، ثم وصل إلى 120 مليار دولار شهريا: 80 مليار سندات خزينة و40 مليار MBS	كان موسعا أساسا لتهدئة الأسواق وضمان السيولة، ثم تحول إلى دعم واسع للتعافي الاقتصادي
2020 – 2022	تسهيلات كوفيد-19 الطارئة	دعم أسواق الائتمان والبلديات والشركات خلال الجائحة	تدخل مباشر في أسواق الائتمان، وتسهيلات سيولة خاصة، ودعم تدفق التمويل	شملت PMCCF وSMCCF وMLF وغيرها، وبلغ استخدامها ذروته نحو 450 مليار دولار في ماي 2020	وسعت دور الاحتياطي الفيدرالي خارج أدوات السياسة النقدية التقليدية، باتجاه دور شبه استقراري للأسواق الائتمانية
جوان 2022 – 2025	التشديد الكمي الثاني QT2	تقليص الميزانية بعد التوسع الكبير خلال الجائحة والانتقال نحو مستوى كاف من الاحتياطيات البنكية	عدم إعادة استثمار جزء من السندات المستحقة وسحب تدريجي للسيولة من النظام المالي	تراجعت الميزانية من نحو 8.9 تريليون دولار في بداية 2022 إلى حوالي 6.7 تريليون دولار في جويلية 2025	أظهر أن الخروج من QE أكثر حساسية من الدخول إليه، لذلك تم إبطاء وتيرته في 2024–2025 لتفادي ضغوط السيولة

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات وتقارير كل من:

- Board of Governors of the Federal Reserve System (2008, 2011, 2012a, 2012b, 2013a, 2013b, 2020, 2022a, 2022b, 2025a, 2025b),
- (Federal Reserve Bank of New York, 2024),
- (Office of Inspector General, 2010),
- (Labonte, 2015),
- (Congressional Research Service,2021),
- (Direction Générale du Trésor, 2018).

المطلب الثاني: تجربة البنك المركزي الأوروبي

تعد تجربة البنك المركزي الأوروبي نموذجا خاصا في إدارة السياسة النقدية غير التقليدية، لأنها طبقت داخل اتحاد نقدي غير متجانس يعتمد بدرجة كبيرة على التمويل المصرفي. وقد فرضت الأزمات المتعاقبة، من الأزمة المالية العالمية إلى أزمة الديون السيادية ثم جائحة كوفيد-19، اعتماد حزمة متنوعة من الأدوات شملت دعم السيولة، وشراء الأصول، والتوجيه المستقبلي، وأسعار الفائدة السلبية. وتهدف دراسة هذه التجربة إلى إبراز كيفية توظيف هذه الأدوات لمعالجة ضعف انتقال السياسة النقدية، وخفض العوائد، ودعم الإقراض والتضخم. لذلك يعرض هذا المطلب من خلال التسلسل الزمني للأدوات، ثم تقييم فعاليتها، ثم تحليل تركيبي لأهم دلالاتها

1. التسلسل الزمني لاستخدام الأدوات غير التقليدية

تميزت تجربة البنك المركزي الأوروبي عن التجربة الأمريكية بعدة خصائص مؤسساتية وهيكلية، أهمها أن اقتصاد منطقة اليورو يعتمد بدرجة أكبر على التمويل المصرفي، وأن السياسة النقدية تمارس داخل اتحاد نقدي يضم دولا ذات أوضاع مالية ومصرفية غير متجانسة. لذلك لم تتخذ السياسة النقدية غير التقليدية الأوروبية شكل التيسير الكمي فقط، بل ظهرت في صورة مزيج من الدعم المعزز للائتمان، وعمليات إعادة التمويل طويلة الأجل، وشراء الأصول، والتوجيه المستقبلي، وأسعار الفائدة السلبية، والبرامج الطارئة خلال جائحة كوفيد-19.

1.1 الدعم المعزز للائتمان وتسهيلات السيولة (Enhanced Credit Support and Liquidity Facilities): **أكتوبر 2008 – 2012**

مع اندلاع الأزمة المالية العالمية، خفض البنك المركزي الأوروبي سعر الفائدة الرئيسي من 4.25% إلى 1% بين أكتوبر 2008 وماي 2009، واعتمد إجراء التخصيص الكامل بسعر ثابت في عمليات إعادة التمويل، بما سمح للبنوك بالحصول على سيولة البنك المركزي دون قيود كمية مسبقة. وقد عكس هذا التوجه خصوصية النموذج المالي الأوروبي، حيث كانت قناة الائتمان البنكي هي القناة المركزية لانتقال السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي.(European Central Bank, 2013)

وفي إطار توسيع آجال التمويل، أطلق البنك المركزي الأوروبي عمليتي إعادة تمويل طويلة الأجل(LTROs) لأجل ثلاث سنوات في ديسمبر 2011 وفيفري 2012. وقد وفرت العملية الأولى نحو 489.2 مليار يورو، بينما وفرت العملية الثانية نحو 529.5 مليار يورو، أي بإجمالي يقارب 1,019 مليار يورو. وكان الهدف من هذه العمليات تهدئة الضغوط التمويلية على البنوك، وتجنب انكماش ائتماني حاد داخل منطقة اليورو (European Central Bank, 2013).

كما أطلق البنك المركزي الأوروبي برنامج شراء السندات المغطاة الأول (CBPP1) في جويلية 2009 بحجم بلغ حوالي 60 مليار يورو، بهدف دعم سوق السندات المغطاة وتحسين تمويل البنوك. ثم أطلق برنامج

شراء السندات المغطاة الثاني (CBPP2) في نوفمبر 2011 بحجم مستهدف قدره 40 مليار يورو، غير أن المشتريات الفعلية بلغت حوالي 16.4 مليار يورو فقط قبل انتهاء البرنامج في أكتوبر 2012. وتمثل هذه المرحلة بداية التيسير الائتماني الأوروبي، حيث كان التركيز منصبا على دعم الجهاز المصرفي أكثر من التوسع المباشر في شراء الأصول الحكومية.(European Central Bank, 2010b, 2013)

2.1 برنامج أسواق الأوراق المالية (Securities Markets Programme (SMP)) :ماي 2010 – سبتمبر 2012

مع تصاعد أزمة الديون السيادية الأوروبية، أطلق البنك المركزي الأوروبي في ماي 2010 برنامج أسواق الأوراق المالية(SMP) ، بهدف معالجة الخلل في آلية انتقال السياسة النقدية الناتج عن ارتفاع هوامش السندات السيادية في بعض دول منطقة اليورو. وقد شمل البرنامج شراء سندات حكومية في السوق الثانوية، خاصة سندات اليونان وإيرلندا والبرتغال وإيطاليا وإسبانيا، وبلغت ذروة المحفظة القائمة نحو 219.5 مليار يورو في فيفري 2012.(European Central Bank, 2010a, 2013; Ghysels et al., 2014)

غير أن برنامج (SMP) لم يكن تيسيرا كميا كاملا بالمعنى الأمريكي، لأن مشترياته كانت معقمة، أي إن البنك المركزي الأوروبي كان يسحب السيولة التي يضخها من خلال عمليات أخرى. لذلك يمكن اعتباره أداة لمعالجة اضطراب انتقال السياسة النقدية أكثر من كونه أداة توسع نقدي واسع (European Central Bank, 2013).

3.1 عمليات المعاملات النقدية المباشرة((Outright Monetary Transactions (OMT) : سبتمبر 2012

في سبتمبر 2012، أعلن البنك المركزي الأوروبي عن برنامج المعاملات النقدية المباشرة(OMT) ، وهو آلية تسمح بشراء سندات حكومية في السوق الثانوية دون حدود كمية مسبقة، بشرط التزام الدولة المعنية ببرنامج إصلاح اقتصادي. ورغم أن البرنامج لم يفعل عمليا، فإن الإعلان عنه كان كافيا لتهدئة أسواق السندات السيادية وخفض هوامش المخاطر، لأنه أكد استعداد البنك المركزي الأوروبي للتدخل دفاعا عن وحدة السياسة النقدية ومنع تفكك منطقة اليورو.(European Central Bank, 2012)

وتكمن أهمية عمليات المعاملات النقدية المباشرة (OMT) في أنها أبرزت قوة قناة الإعلان والمصداقية في السياسة النقدية غير التقليدية، إذ لم يكن الأثر ناتجا عن مشتريات فعلية، بل عن التزام مؤسسي واضح من البنك المركزي الأوروبي بحماية آلية انتقال السياسة النقدية وضمان انتقال موقف السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي في مختلف دول منطقة اليورو.(European Central Bank, 2012)

4.1 التوجيه المستقبلي وسعر الفائدة السلبي (Forward Guidance and Negative Interest Rate Policy (NIRP)) : جويلية 2013 – سبتمبر 2019

استخدم البنك المركزي الأوروبي التوجيه المستقبلي لأول مرة في جويلية 2013، عندما أشار إلى أن أسعار الفائدة ستبقى عند مستويات منخفضة لفترة ممتدة. وقد مثل ذلك انتقالا مهما في استراتيجية الاتصال النقدي، لأن البنك لم يعد يكتفي بالإجراءات الكمية، بل أصبح يستخدم التوقعات كقناة مستقلة للتأثير في الأسواق (European Central Bank, 2013).

وفي جوان 2014، خفض البنك المركزي الأوروبي سعر تسهيل الإيداع إلى −0.10%، ليصبح من أوائل البنوك المركزية الكبرى التي أدخلت أحد أسعار فائدتها الرئيسية إلى المنطقة السلبية. ثم تم تخفيض هذا السعر تدريجيا إلى −0.50% في سبتمبر 2019. وكان الهدف من هذه السياسة تقليل جاذبية الاحتفاظ بالسيولة الفائضة لدى البنك المركزي، ودفع البنوك إلى توجيه الموارد نحو الإقراض والتمويل (Banque de France, 2024; European Central Bank, 2019).

5.1 عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل الموجهة (Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTROs)): جوان 2014 – ديسمبر 2024

أعلن البنك المركزي الأوروبي عن برنامج عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل الموجهة (TLTRO) في جوان 2014، فيما انطلقت أولى هذه العمليات في سبتمبر من السنة ذاتها، بهدف دعم الإقراض المصرفي الموجه إلى الاقتصاد الحقيقي، وخاصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. وتختلف هذه العمليات عن عمليات إعادة التمويل التقليدية لأنها تربط شروط التمويل الممنوحة للبنوك بأدائها في منح القروض، وهو ما يجعلها أداة موجهة لدعم قناة الائتمان البنكي.(European Central Bank, 2014)

وقد مرت هذه الأداة بثلاث سلاسل رئيسية:(European Central Bank, 2014, 2021)

- أطلق برنامج الاول لعمليات إعادة التمويل طويلة الأجل الموجهة (TLTRO I) سنة 2014 لتشجيع الإقراض المصرفي بعد أزمة الديون السيادية، حيث تمكنت البنوك في نهاية البرنامج من اقتراض ما يقارب 431 مليار يورو.
- جاء بعده البرنامج الثاني لعمليات إعادة التمويل طويلة الأجل الموجهة (TLTRO II)سنة 2016 بشروط أكثر تحفيزا، حيث أصبح بإمكان البنوك الاقتراض بأسعار قد تصل إلى مستوى سعر الفائدة على تسهيل الإيداع إذا حققت أهداف الإقراض، وقد بلغ الحجم الإجمالي للقروض القائمة في إطار هذا البرنامج حوالي 740 مليار يورو في ذروته.
- أما البرنامج الثالث لعمليات إعادة التمويل طويلة الأجل الموجهة (TLTRO III)فقد أطلق سنة 2019، ثم جرى تعزيز شروطه خلال جائحة كوفيد−19، إذ أمكن للبنوك الاقتراض بشروط ميسرة جدا، وصلت في بعض الحالات إلى معدلات فائدة سالبة.

وقد بلغ التمويل القائم في إطار (TLTRO III)حوالي 2.2 تريليون يورو في 2021، قبل أن تقوم البنوك بسداد أكثر من 2 تريليون يورو بين أواخر 2022 ونهاية 2024، لتنتهي هذه الأداة فعليا مع استحقاق العمليات الأخيرة.(European Central Bank, 2025)

6.1 برنامج شراء الأصول ((Asset Purchase Programme (APP) :أكتوبر 2014 – جويلية 2023

أطلق البنك المركزي الأوروبي برنامج شراء الأصول (APP) بوصفه الإطار الأشمل لشراء الأصول في منطقة اليورو. وقد ضم البرنامج أربع مكونات رئيسية:

- برنامج شراء السندات المغطاة الثالث(CBPP3) ،
- برنامج شراء الأوراق المالية المدعومة بالأصول(ABSPP) ،
- برنامج شراء سندات القطاع العام(PSPP) ،
- برنامج شراء سندات الشركات(CSPP) .

وكان برنامج شراء سندات القطاع العام(PSPP) ، الذي بدأ في مارس 2015، من أكبر مكونات برنامج شراء الأصول (APP)، لأنه استهدف السندات السيادية وسندات المؤسسات العامة (European Central Bank, 2022, 2023).

وقد بلغ إجمالي الأصول المحتفظ بها في إطار برنامج شراء الأصول (APP) حوالي 3,254 مليار يورو في نهاية 2022، مع اختلاف وتيرة المشتريات الشهرية الصافية بحسب الظروف الاقتصادية. وفي إطار تطبيع السياسة النقدية، أوقف البنك المركزي الأوروبي المشتريات الصافية في إطار برنامج شراء الأصول (APP)ابتداء من جويلية 2022، ثم قرر وقف إعادة استثمار السندات المستحقة ابتداء من جويلية 2023 (European Central Bank, 2022, 2023).

7.1 برنامج الشراء الطارئ للجائحة((Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) : مارس 2020 – ديسمبر 2024

في 18 مارس 2020، أطلق البنك المركزي الأوروبي برنامج الشراء الطارئ لمواجهة الجائحة (PEPP) بغلاف أولي قدره 750 مليار يورو، ثم تم توسيعه لاحقا إلى 1,350 مليار يورو في جوان 2020، ثم إلى 1,850 مليار يورو في ديسمبر 2020. وقد تميز هذا البرنامج بمرونة أكبر من(APP) ، لأنه سمح بتوزيع المشتريات بصورة أكثر مرونة عبر الدول والقطاعات وفئات الأصول، بما ساعد على احتواء التوترات المالية ومنع تجزؤ أسواق السندات داخل منطقة اليورو.(European Central Bank, 2020, 2024)

وتوقفت المشتريات الصافية في إطار برنامج الشراء الطارئ للجائحة (PEPP) في مارس 2022، بينما استمرت عمليات إعادة استثمار السندات المستحقة خلال فترة انتقالية. وفي النصف الثاني من 2024، تم

تقليص محفظة (PEPP) بمتوسط 7.5 مليار يورو شهريا، قبل أن يتم وقف إعادة الاستثمار بالكامل في نهاية 2024.(European Central Bank, 2024)

8.1 التطبيع وتقليص الميزانية (Policy Normalisation and Balance Sheet Reduction) : 2022 – 2025

بعد التوسع الكبير في أدوات السياسة النقدية غير التقليدية خلال الجائحة، دخل البنك المركزي الأوروبي ابتداء من 2022 مرحلة التطبيع النقدي، من خلال رفع أسعار الفائدة، ووقف المشتريات الصافية ضمن برنامج APP في جويلية 2022، ثم وقف إعادة الاستثمار فيه ابتداء من جويلية 2023. وقد انعكس هذا التحول في تراجع الأصول المرتبطة بالسياسة النقدية من حوالي 6.3 تريليون يورو في نهاية 2022 إلى حوالي 5.1 تريليون يورو في نهاية 2023، أي بانخفاض قدره 1.2 تريليون يورو، ثم إلى حوالي4.3 تريليون يورو في نهاية 2024، أي بانخفاض إضافي قدره 0.8 تريليون يورو. كما تراجعت الميزانية الإجمالية لنظام اليورو من حوالي 6.9 تريليون يورو في نهاية 2023 إلى 6,420.5 مليار يورو في نهاية 2024. وتزامن ذلك مع تقليص محفظة برنامج الشراء الطارئ لمواجهة الجائحة (PEPP) بمعدل متوسط قدره 7.5 مليار يورو شهريا في النصف الثاني من 2024، قبل وقف إعادة الاستثمار بالكامل في نهاية السنة نفسها، إضافة إلى سداد واسع لعمليات إعادة التمويل طويلة الأجل الموجهة (TLTRO III) بأكثر من 2 تريليون يورو بين أواخر 2022 ونهاية 2024. وبذلك مثلت الفترة 2022–2025 مرحلة خروج تدريجي من التيسير غير التقليدي عبر تقليص السيولة وإعادة ضبط حجم الميزانية العمومية للبنك المركزي الأوروبي (European Central Bank, 2023, 2024, 2025).

2. تقييم تجربة البنك المركزي الأوروبي

تكشف الدراسات أن تجربة البنك المركزي الأوروبي في مجال السياسة النقدية غير التقليدية لم تبنَ على أداة واحدة منفردة، بل على حزمة متكاملة من الأدوات شملت برامج شراء الأصول، وعمليات إعادة التمويل طويلة الأجل الموجهة، والتوجيه المستقبلي، وأسعار الفائدة السلبية. وتظهر هذه التجربة أن فعالية السياسة النقدية غير التقليدية لا تقاس فقط بحجم الميزانية العمومية أو بقيمة الأصول المشتراة، بل بمدى قدرة هذه الأدوات على العمل المشترك من أجل خفض العوائد، وتحسين شروط التمويل، ودعم القناة المصرفية، وإعادة تثبيت توقعات التضخم، وتهدئة الأسواق المالية. لذلك جاءت الدراسات المعتمدة في هذا التقييم لتعكس تعدد قنوات الانتقال، حيث ركز بعضها على أثر شراء الأصول في الأسواق المالية، واهتم بعضها الآخر بالأثر الكلي، أو القناة المصرفية، أو تفاعل الأدوات، أو قناة عدم اليقين والمخاطر.

من زاوية الأسواق المالية، تؤكد دراستا Andrade et al. (2016)[11] و Altavilla et al. (2021)[12] أن برنامج شراء الأصول APP كان فعالا في خفض العوائد السيادية طويلة الأجل داخل منطقة اليورو. غير أن الأهمية التحليلية لهذه النتيجة لا تكمن فقط في انخفاض العوائد، بل في طبيعة القنوات التي نقلت هذا الأثر. فقد تبين أن البرنامج لم يعمل أساسا عبر قناة العرض المحلي للأصول المشتراة، وإنما عبر قنوات أوسع، خاصة قناة مخاطر المدة وقناة المخاطر الائتمانية. وهذا يعني أن تدخل البنك المركزي الأوروبي لم يقتصر على التأثير في أسعار السندات التي يشتريها مباشرة، بل ساهم في إعادة تسعير المخاطر داخل سوق السندات الأوروبية، بما سمح بتخفيف شروط التمويل وانتقال أثر السياسة النقدية إلى قطاعات أوسع من الاقتصاد.

أما من الناحية الكلية، فتظهر دراسة Gambetti and Musso (2017)[13] أن أثر برنامج شراء الأصول لم يبقَ محصورا في الأسواق المالية، بل امتد إلى الناتج الحقيقي والتضخم. فقد ظهر أثر البرنامج على الناتج بصورة أسرع في الأجل القصير، بينما كان أثره على التضخم أكثر تدرجا ووضوحا في الأجل المتوسط. وتنسجم هذه النتيجة مع منطق انتقال السياسة النقدية غير التقليدية، إذ يبدأ الأثر عادة من الأسواق المالية من خلال خفض العوائد وتحسين أسعار الأصول، ثم ينتقل لاحقا إلى الائتمان، والطلب الكلي، والتضخم. غير أن هذه النتائج تبرز في الوقت نفسه أن أثر برامج شراء الأصول ليس فوريا ولا آليا، بل يتوقف على قوة قنوات الانتقال المالية والمصرفية ومدى استجابة الاقتصاد الحقيقي.

وتضيف دراسة Andreeva and García-Posada (2021)[14] بعدا مهما يتمثل في القناة المصرفية. ففي منطقة اليورو، حيث تحتل البنوك موقعا مركزيا في تمويل المؤسسات، لم يكن الاعتماد على شراء الأصول وحده كافيا لضمان انتقال السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي. ومن هنا جاءت عمليات اعادة التمويل طويلة الأجل الموجهة (TLTROs) كأداة موجهة لتزويد البنوك بتمويل طويل الأجل ومنخفض التكلفة، وربطه بتحفيز الإقراض. وتبين الدراسة أن هذه العمليات ساهمت في تخفيض تكلفة تمويل البنوك وتيسير شروط الإقراض، ليس فقط لدى البنوك المستفيدة مباشرة، بل أيضا لدى بنوك غير مشاركة، من خلال آثار المنافسة

[11] Andrade, P., Breckenfelder, J., De Fiore, F., Karadi, P., & Tristani, O. (2016). The ECB's asset purchase programme : An early assessment (Working Paper Series No 1956). European Central Bank. https://ideas.repec.org/p/ecb/ecbwps/20161956.html

[12] Altavilla, C., Carboni, G., & Motto, R. (2021). Asset Purchase Programs and Financial Markets : Lessons from the Euro Area. International Journal of Central Banking, 17(70), 1-48.

[13] Gambetti, L., & Musso, A. (2017). The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme (APP) (Working Paper Series No 2075). European Central Bank. https://ideas.repec.org/p/ecb/ecbwps/20172075.html

[14] Andreeva, D. C., & García-Posada, M. (2021). The impact of the ECB's targeted long-term refinancing operations on banks' lending policies : The role of competition. Journal of Banking & Finance, 122, 105992. https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2020.105992

والتمويل. وبذلك تكشف التجربة الأوروبية أن فعالية السياسة النقدية غير التقليدية تكون أقوى عندما تجمع بين أدوات تستهدف الأسواق المالية وأدوات تستهدف الجهاز المصرفي مباشرة.

كما تبرز دراسة Rostagno et al. (2025)[15] أن فعالية التجربة الأوروبية لم تعتمد فقط على التيسير الكمي، بل أيضا على المزج بين أسعار الفائدة السلبية والتوجيه المستقبلي. فقد ساعدت أسعار الفائدة السلبية على توسيع هامش المناورة النقدية بعد بلوغ أسعار الفائدة حدودها الدنيا، بينما ساهم التوجيه المستقبلي في تثبيت توقعات الأسواق بشأن بقاء السياسة النقدية ميسرة لفترة طويلة. وتفيد هذه النتيجة بأن السياسة النقدية غير التقليدية لا تقتصر على ضخ السيولة أو شراء الأصول، بل تشمل أيضا إدارة توقعات المستثمرين بشأن المسار المستقبلي للفائدة، وهو ما يجعل التواصل النقدي والوضوح المؤسسي جزءا أساسيا من فعالية هذه السياسة.

أما دراسة Rompolis (2025)[16] فتضيف قناة أحدث في التقييم، وهي قناة عدم اليقين ونفور المستثمرين من المخاطر. فنتائجها توضح أن مفاجآت التيسير الكمي والتوجيه المستقبلي تؤثر في إدراك الأسواق للمخاطر، وأن السياسة النقدية التي تبدو أقل تيسيرا من توقعات المستثمرين تؤدي إلى ارتفاع عدم اليقين وزيادة النفور من المخاطرة. وهذا يعني أن السياسات غير التقليدية لا تعمل فقط عبر أسعار الفائدة والعوائد والائتمان، بل أيضا عبر قناة نفسية–مالية مرتبطة بالثقة وتوقعات المستثمرين. ومن ثم، فإن نجاح البنك المركزي الأوروبي لم يكن مرتبطا فقط بحجم البرامج المعتمدة، بل كذلك بقدرته على إرسال إشارات مقنعة للأسواق حول التزامه بدعم الاستقرار النقدي والمالي.

وبناء على ذلك، يمكن القول إن التجربة الأوروبية تبرز أربع خلاصات أساسية.

- أولا، إن برامج شراء الأصول كانت فعالة في خفض العوائد السيادية، خاصة عبر امتصاص مخاطر المدة والمخاطر الائتمانية.
- ثانيا، إن الأثر المالي لهذه البرامج انتقل جزئيا إلى الاقتصاد الحقيقي من خلال دعم الناتج والتضخم، وإن كان ذلك بدرجات متفاوتة زمنيا.
- ثالثا، إن القناة المصرفية كانت حاسمة في منطقة اليورو، وهو ما يفسر أهمية عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل الموجهة (TLTROs) مقارنة بتجارب أكثر اعتمادا على الأسواق المالية، مثل التجربة الأمريكية.

[15] Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., & Saint-Guilhem, A. (2025). An options-based impact study of the negative interest rate policy and forward guidance. Journal of Monetary Economics, 152, 103776. https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2025.103776

[16] Rompolis, L. S. (2025). Quantitative easing, uncertainty, and risk aversion. Journal of Banking & Finance, 177, 107475. https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2025.107475

- رابعا، إن التوجيه المستقبلي وأسعار الفائدة السلبية وقناة الثقة والمخاطر المالية لعبت دورا مكملا في تعزيز فعالية السياسة النقدية غير التقليدية.

وعليه، فإن تقييم تجربة البنك المركزي الأوروبي يقود إلى نتيجة أساسية مفادها أن السياسة النقدية غير التقليدية تكون أكثر فعالية عندما تصمم كحزمة متكاملة لا كأداة منفردة. فشراء الأصول يخفض العوائد ويعيد تسعير المخاطر، وعمليات التمويل الموجهة تدعم القناة المصرفية، وأسعار الفائدة السلبية توسع هامش التيسير، والتوجيه المستقبلي يثبت التوقعات، بينما تعمل قناة الثقة على تهدئة الأسواق وتقليص علاوات المخاطر. غير أن هذه الفعالية تبقى مشروطة بعمق الأسواق المالية، وقوة الجهاز المصرفي، ومصداقية البنك المركزي، ووضوح تواصله مع الأسواق. ولذلك فإن نقل التجربة الأوروبية إلى اقتصادات ناشئة أو أقل عمقا ماليا لا يمكن أن يتم عبر استنساخ الأدوات نفسها، بل يتطلب تكييفا مؤسسيا وماليا دقيقا يراعي بنية الاقتصاد وقنوات انتقال السياسة النقدية فيه.

بناء على ما سبق، يوضح الجدول الآتي المسار الزمني لأهم أدوات السياسة النقدية غير التقليدية التي اعتمدها البنك المركزي الأوروبي منذ الأزمة المالية العالمية إلى غاية مرحلة التطبيع النقدي. وقد تم تنظيم الجدول وفق نفس منطق عرض التجربة الأمريكية، من خلال إبراز الفترة الزمنية، والأداة المستخدمة، والهدف الأساسي منها، وآلية انتقالها، والمؤشرات الكمية الدالة على حجم التدخل، إضافة إلى ملاحظة تقييمية مختصرة تسمح بفهم دلالة كل أداة داخل التجربة الأوروبية. ويساعد هذا العرض الجدولي على إظهار خصوصية المقاربة الأوروبية، التي لم تعتمد على التيسير الكمي وحده، بل جمعت بين دعم السيولة المصرفية، وشراء الأصول، والتوجيه المستقبلي، وأسعار الفائدة السلبية، والتمويل الموجه للبنوك.

الجدول رقم (2-2): خلاصة تركيبية للأدوات غير التقليدية في تجربة البنك المركزي الأوروبي

الفترة الزمنية	الأداة غير التقليدية	الهدف الأساسي	آلية الانتقال الرئيسية	الحجم أو المؤشر الكمي الدال	الملاحظة التقييمية
أكتوبر 2008 – 2012	الدعم المعزز للائتمان وتسهيلات السيولة	توفير السيولة للبنوك ومنع انكماش ائتماني حاد بعد الأزمة المالية العالمية	قناة السيولة المصرفية وقناة الائتمان البنكي	خفض سعر الفائدة الرئيسي من 4.25% إلى 1% بين أكتوبر 2008 ومايو 2009، واعتماد التخصيص الكامل بسعر ثابت	مثلت هذه المرحلة بداية التيسير الائتماني الأوروبي، وركزت على دعم البنوك أكثر من التوسع المباشر في شراء الأصول
جويلية 2009 – أكتوبر 2012	برامج شراء السندات المغطاة CBPP1 وCBPP2	دعم سوق السندات المغطاة وتحسين تمويل البنوك	قناة تمويل البنوك وقناة سوق السندات المغطاة	CBPP1بحجم 60 مليار يورو، و CBPP2بحجم مستهدف 40 مليار يورو، مع مشتريات فعلية تقارب 16.4 مليار يورو	كانت أداة محدودة نسبيا وموجهة لدعم التمويل المصرفي، وليست تيسيرا كميا واسعا
ديسمبر 2011 – فيفري 2012	عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل LTROs لأجل ثلاث سنوات	تهدئة الضغوط التمويلية على البنوك خلال أزمة الديون السيادية	قناة السيولة طويلة الأجل وقناة منع الانكماش الائتماني	العملية الأولى: 489.2 مليار يورو، والثانية: 529.5 مليار يورو، بإجمالي يقارب 1,019 مليار يورو	وفرت دعما واسعا للقطاع المصرفي، لكنها لم تكن موجهة بالكامل نحو الإقراض الحقيقي مثل TLTROs لاحقا
ماي 2010 – سبتمبر 2012	برنامج أسواق الأوراق المالية SMP	معالجة اضطراب انتقال السياسة النقدية الناتج عن ارتفاع عوائد السندات السيادية	قناة السندات السيادية وقناة خفض هوامش المخاطر	بلغت ذروة المحفظة القائمة حوالي 219.5 مليار يورو في فيفري 2012	لم يكن تيسيرا كميا كاملا، لأن مشترياته كانت معقمة؛ لذلك يعد أداة لمعالجة التجزؤ المالي أكثر من كونه أداة توسع نقدي
سبتمبر 2012	عمليات المعاملات النقدية المباشرة OMT	حماية وحدة السياسة النقدية ومنع تفكك منطقة اليورو	قناة الإعلان والمصداقية وخفض مخاطر إعادة التسعير السيادي	برنامج غير محدود كميا من حيث التصميم، لكنه لم يفعل عمليا	أبرز قوة المصداقية والإعلان؛ فقد حقق أثرا ممدئا دون مشتريات فعلية
جويلية 2013 – سبتمبر 2019	التوجيه المستقبلي وأسعار الفائدة السلبية	تثبيت توقعات الأسواق حول بقاء الفائدة منخفضة ودفع البنوك إلى تقليل الاحتفاظ بالسيولة الفائضة	قناة التوقعات وقناة سعر الفائدة وقناة تكلفة الاحتفاظ بالسيولة	بدأ التوجيه المستقبلي في جويلية 2013، وخفض سعر تسهيل الإيداع إلى -0.10% في جوان 2014 ثم إلى -0.50% في سبتمبر 2019	وسعت هذه السياسة هامش المناورة النقدية عند الاقتراب من الحد الصفري، لكنها ظلت مرتبطة بحساسية ربحية البنوك
جوان 2014 – ديسمبر 2024	عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل الموجهة TLTROs	دعم الإقراض المصرفي الموجه إلى الاقتصاد الحقيقي، خاصة المؤسسات	قناة الائتمان البنكي وقناة تكلفة تمويل البنوك	TLTRO Iبحوالي 431 مليار يورو، و TLTRO IIبحوالي 740 مليار يورو في الذروة، و TLTRO IIIبحوالي 2.2 تريليون يورو في 2021	تعد من أكثر الأدوات ملاءمة للهيكل المصرفي الأوروبي، لأنها ربطت التمويل الميسر بأداء البنوك في الإقراض
أكتوبر 2014 – جويلية 2023	برنامج شراء الأصول APP	خفض العوائد طويلة الأجل ودعم التضخم والنشاط الاقتصادي	قناة إعادة توازن المحافظ، وقناة مخاطر المدة، وقناة المخاطر الائتمانية	بلغ إجمالي الأصول المحتفظ بها في إطار APP حوالي 3,254 مليار يورو في نهاية 2022	مثل الإطار الأوروبي الأوسع للتيسير الكمي، وكان PSPP أكبر مكوناته من حيث الحجم والأثر
مارس 2020 – ديسمبر 2024	برنامج الشراء الطارئ للجائحة PEPP	احتواء صدمة كوفيد-19 ومنع تجزؤ أسواق السندات داخل منطقة اليورو	قناة استقرار الأسواق، وقناة المرونة في توزيع المشتريات، وقناة خفض علاوات المخاطر	بدأ بغلاف 750 مليار يورو، ثم وسع إلى 1,350 مليار يورو، ثم إلى 1,850 مليار يورو	تميز بمرونة أعلى من APP، وكان دوره أساسيا في منع انتقال صدمة الجائحة إلى أزمة ديون سيادية جديدة
2022 – 2025	التطبيع وتقليص الميزانية	الخروج التدريجي من التيسير غير التقليدي وإعادة ضبط حجم الميزانية	قناة تقليص السيولة وقناة تشديد شروط التمويل	تراجعت الأصول المرتبطة بالسياسة النقدية من حوالي 6.3 تريليون يورو نهاية 2022 إلى 5.1 تريليون نهاية 2023، ثم إلى 4.3 تريليون يورو نهاية 2024	مثلت هذه المرحلة انتقالا من التيسير إلى التشديد الكمي، مع الحرص على تجنب اضطرابات حادة في السيولة والأسواق

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات وتقارير كل من:

- European Central Bank (2010a, 2010b, 2012, 2013, 2014, 2019, 2020, 2021, 2022, 2023, 2024, 2025)
- (Banque de France, 2024)
- (Ghysels et al,2014)

المطلب الثالث: تجربة بنك اليابان

تعد تجربة بنك اليابان من أطول وأعمق التجارب الدولية في مجال السياسة النقدية غير التقليدية، إذ بدأت قبل الأزمة المالية العالمية بسنوات وامتدت من سياسة الفائدة الصفرية إلى التيسير الكمي، ثم التيسير الكمي والنوعي، فأسعار الفائدة السلبية والتحكم في منحنى العائد. وتكتسب هذه التجربة أهمية خاصة لأنها تكشف حدود السياسة النقدية عندما تصبح التوقعات الانكماشية راسخة وتضعف استجابة الطلب والاستثمار. لذلك يعرض هذا المطلب من خلال التسلسل الزمني للأدوات، ثم تقييم فعاليتها، ثم استخلاص دلالاتها بالنسبة للاقتصادات التي تواجه ضعفا في التضخم وقنوات انتقال السياسة النقدي.

1. التسلسل الزمني لاستخدام الأدوات غير التقليدية

يمثل هذا التسلسل عرضا موجزا لأهم المراحل التي مر بها بنك اليابان في اعتماده للأدوات النقدية غير التقليدية منذ بداية التيسير الكمي إلى غاية مرحلة التطبيع النقدي.

1.1 التيسير الكمي الأول(Quantitative Easing – QE1) : **مارس 2001 – مارس 2006**

بدأ بنك اليابان أول تجربة صريحة للتيسير الكمي في مارس 2001، عندما انتقل من التركيز المباشر على سعر الفائدة قصير الأجل إلى استهداف حجم الاحتياطيات المصرفية، ممثلة في أرصدة الحسابات الجارية للبنوك لدى البنك المركزي. وقد تم رفع المستوى المستهدف لهذه الأرصدة تدريجيا من حوالي 5 تريليونات ين إلى ما بين 30 و35 تريليون ين، من خلال تكثيف شراء السندات الحكومية اليابانية وتوسيع السيولة داخل الجهاز المصرفي. وكان الهدف الأساسي من هذه السياسة مواجهة الانكماش السعري المزمن، وتخفيف ضغوط السيولة، وتحفيز الإقراض والنشاط الاقتصادي. غير أن أثرها على التضخم والطلب الكلي ظل محدودا، وهو ما أظهر مبكرا أن ضخ السيولة وحده لا يكفي لكسر توقعات انكماشية راسخة في اقتصاد يعاني من ضعف طويل في الطلب الداخلي (Bank of Japan, 2006; International Monetary Fund, 2020).

2.1التسهيل النقدي الشامل (Comprehensive Monetary Easing – CME) :**أكتوبر 2010 – مارس 2013**

بعد الأزمة المالية العالمية، عاد بنك اليابان إلى توسيع أدواته غير التقليدية عبر سياسة التسهيل النقدي الشامل التي أطلقت في أكتوبر 2010. وقد جمعت هذه السياسة بين خفض سعر الفائدة إلى نطاق قريب من الصفر وإنشاء برنامج لشراء الأصول(APP)، حيث تقرر أن يبلغ رصيد الأصول المشتراة حوالي 5 تريليونات ين بعد نحو سنة من بداية البرنامج، إلى جانب عمليات تزويد ثابتة الأجل بالتمويل بحجم يقارب 30 تريليون ين. وتميزت هذه المرحلة بتوسيع نطاق الأصول التي يمكن للبنك المركزي شراؤها، لتشمل السندات الحكومية، والأوراق التجارية، وسندات الشركات، وصناديق المؤشرات المتداولة، وصناديق الاستثمار العقاري. وكان الهدف من ذلك خفض علاوة المخاطرة، ودعم أسعار الأصول، وتحسين شروط

التمويل، غير أن أثر هذه السياسة على التضخم ظل محدودا، مما مهد لاحقا للانتقال إلى سياسة أكثر جرأة في إطار التيسير الكمي والنوعي.(Bank of Japan, 2010; Borio & Zabai, 2016)

3.1 التيسير الكمي والنوعي Quantitative and Qualitative Monetary Easing – QQE:أفريل 2013 – جانفي 2016

مع تولي Kuroda رئاسة بنك اليابان في أفريل 2013، أطلقت سياسة التيسير الكمي والنوعي، التي مثلت تحولا جوهريا في إدارة السياسة النقدية اليابانية. فقد أعلن البنك أنه سيغير هدف عملياته النقدية من سعرالفائدة قصير الأجل إلى القاعدة النقدية، مع توسيعها بوتيرة سنوية تقارب 60 إلى 70 تريليون ين، وذلك عبر شراء مكثف للسندات الحكومية اليابانية وإطالة متوسط آجال استحقاقها. كما ارتبطت هذه السياسة بهدف واضح يتمثل في تحقيق تضخم مستدام عند مستوى 2%. وفي أكتوبر 2014، تم توسيع البرنامج مجددا، حيث رفعت وتيرة زيادة القاعدة النقدية إلى حوالي 80 تريليون ين سنويا، كما تم رفع وتيرة زيادة حيازات البنك من السندات الحكومية إلى حوالي 80 تريليون ين سنويا. وتكشف هذه المرحلة انتقال السياسة النقدية اليابانية من مجرد توفير السيولة إلى محاولة تغيير توقعات التضخم عبر مزيج من التوسع الكمي، ونوعية الأصول، والالتزام المعلن بتحقيق هدف التضخم (Bank of Japan, 2013, 2015; Bank for International Settlements, 2013).

4.1 سياسة سعر الفائدة السلبي Negative Interest Rate Policy – NIRP:جانفي 2016 – مارس 2024

في جانفي 2016، أضاف بنك اليابان أداة جديدة إلى حزمة التيسير غير التقليدي، وهي سياسة سعر الفائدة السلبي، من خلال فرض معدل قدره −0.1% على جزء من أرصدة الحسابات الجارية للبنوك التجارية لديه. وكان الهدف من هذه السياسة تقليل جاذبية الاحتفاظ بالسيولة الفائضة لدى البنك المركزي، ودفع البنوك نحو توجيه مواردها إلى الإقراض والاستثمار. غير أن هذه الأداة أفرزت آثارا جانبية مهمة، إذ ساهمت في الضغط على هوامش ربحية البنوك وتسطيح منحنى العائد، خاصة في بيئة كان ضعف الطلب فيها أكثر عمقا من مجرد ارتفاع تكلفة التمويل. لذلك كشفت هذه المرحلة أن أسعار الفائدة السلبية قد تكون محدودة الفعالية عندما لا تقترن بتحسن واضح في الطلب الكلي وتوقعات التضخم (Bank of Japan, 2024a; International Monetary Fund, 2020).

5.1 التيسير الكمي والنوعي مع التحكم في منحنى العائد Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve Control – QQE with YCC: سبتمبر 2016 – مارس 2024

في سبتمبر 2016، انتقل بنك اليابان إلى إطار جديد هو التيسير الكمي والنوعي مع التحكم في منحنى العائد. وقد جمع هذا الإطار بين الإبقاء على سعر الفائدة قصير الأجل عند −0.1%، واستهداف عائد

السندات الحكومية اليابانية لأجل عشر سنوات حول 0%. وبذلك انتقل البنك من التركيز على كمية الأصول المشتراة إلى التحكم المباشر في مستوى العوائد طويلة الأجل، بهدف الحفاظ على شروط تمويل ميسرة مع تقليل الحاجة إلى زيادة غير محدودة في المشتريات. ومع مرور الوقت، أصبح هذا الإطار أكثر مرونة، خاصة بعد توسيع نطاق تحرك العوائد في مراحل لاحقة، ثم جعله أكثر استجابة لتطورات السوق خلال 2022 و2023. غير أن استمرار هذه السياسة لفترة طويلة أدى إلى بروز تشوهات في سوق السندات، وهو ما جعل التخلي عنها لاحقا جزءا أساسيا من مسار التطبيع النقدي (Bank of Japan, 2024a; International Monetary Fund, 2020).

6.1 الخروج من الإطار الاستثنائي Exit from the Exceptional Monetary Policy Framework: مارس 2024

في 19 مارس 2024، أعلن بنك اليابان نهاية مرحلة تاريخية من السياسة النقدية غير التقليدية، حيث أنهى رسميا سياسة سعر الفائدة السلبي، وتخلى عن إطار التحكم في منحنى العائد، وعاد إلى توجيه سعر الفائدة قصير الأجل بوصفه الأداة الرئيسية للسياسة النقدية. وقد حدد نطاق سعر الفائدة على القروض غير المضمونة لليلة واحدة عند حوالي 0 إلى 0.1%. كما أعلن البنك وقف شراء صناديق المؤشرات المتداولة وصناديق الاستثمار العقاري، مع التخفيض التدريجي لمشتريات الأوراق التجارية وسندات الشركات. وبرر البنك هذا التحول بأن إطار التيسير واسع النطاق، بما فيه الفائدة السلبية والتحكم في منحنى العائد، أدى دوره، وأن تحقيق هدف استقرار الأسعار عند 2% أصبح أكثر قابلية للاستدامة في ظل تحسن العلاقة بين الأجور والأسعار.(Bank of Japan, 2024a)

7.1 بداية التطبيع ورفع الفائدة Beginning of Policy Normalisation and Interest Rate Hikes: جويلية 2024 – 2025

بعد إنهاء الفائدة السلبية والتحكم في منحنى العائد، انتقل بنك اليابان إلى مرحلة تطبيع تدريجية. ففي جويلية 2024، رفع البنك سعر الفائدة قصير الأجل إلى حوالي 0.25%، وأعلن في الوقت نفسه خطة لتقليص مشتريات السندات الحكومية اليابانية بصورة منظمة، بحيث يتم خفض المشتريات الشهرية تدريجيا لتصل إلى حوالي 3 تريليونات ين خلال الفترة من جانفي إلى مارس 2026، مع تقليص ربع سنوي يقارب 400 مليار ين. ثم في جانفي 2025، رفع البنك سعر الفائدة إلى حوالي 0.5%، مع التأكيد على أن الأوضاع المالية ستظل ميسرة نسبيا. وبذلك لم يكن التطبيع الياباني عودة كاملة وسريعة إلى السياسة التقليدية، بل تحولا حذرا من التيسير الاستثنائي إلى إدارة أكثر مرونة لسعر الفائدة، مع استمرار مراعاة هشاشة الطلب الداخلي وإرث الانكماش الطويل (Bank of Japan, 2024b, 2025).

2. تقييم التجربة اليابانية

تظهر التجربة اليابانية أن السياسة النقدية غير التقليدية لا تقاس فعاليتها فقط بقدرتها على توسيع ميزانية البنك المركزي أو خفض أسعار الفائدة، بل بمدى قدرتها على تغيير سلوك المتعاملين الاقتصاديين، وتحريك الطلب، وترسيخ توقعات تضخمية مستقرة. فقد امتدت هذه التجربة لأكثر من عقدين في سياق اقتصادي خاص اتسم بترسخ الانكماش، وضعف الطلب الداخلي، وتراجع حساسية الاستثمار والاستهلاك تجاه التحفيز النقدي. ومن ثم، فإن خصوصية الحالة اليابانية تكمن في كونها تجربة طويلة المدى، كشفت في آن واحد عن قوة الأدوات غير التقليدية في التأثير على الأسواق المالية، وعن محدوديتها عندما يتعلق الأمر بتحقيق تضخم مستدام ونمو اقتصادي قوي.

تبين دراسة (Ugai, 2007)[17] أن التيسير الكمي الأول لبنك اليابان حقق أثره الأوضح من خلال قناة الالتزام والتوقعات، أكثر مما حققه عبر الزيادة المباشرة في حجم الاحتياطيات أو شراء السندات الحكومية. فقد ساعد تعهد البنك بالإبقاء على السياسة التيسيرية لفترة ممتدة في تثبيت توقعات استمرار أسعار الفائدة المنخفضة، وهو ما انعكس على خفض العوائد، خاصة في الآجال القصيرة والمتوسطة. غير أن هذا الأثر بقي محدود الانتقال إلى التضخم والنشاط الحقيقي، بما يؤكد أن ضخ السيولة في حد ذاته لا يكفي عندما تكون توقعات الانكماش متجذرة وسلوك القطاع الخاص متحفظا.

ومع إطلاق برنامج التيسير الكمي والنوعي (QQE) سنة 2013، أصبحت السياسة النقدية اليابانية أكثر جرأة واتساعا. فقد أظهرت دراسة (Miyao and Okimoto, 2017)[18] أن صدمات السياسة النقدية غير التقليدية بعد QQE كان لها أثر أوضح على الناتج الحقيقي والتضخم، مقارنة بالفترة السابقة، بفعل اشتغال عدة قنوات مثل أسعار الفائدة، وأسعار الأسهم، وسعر الصرف، وقناة الالتزام بتحقيق هدف التضخم البالغ 2%. غير أن دراسة (Koeda, 2019)[19] تضيف أن فعالية (QQE) لم تكن ناتجة عن التوسع الكمي وحده، بل ارتبطت بدرجة أكبر بالبعد النوعي للسياسة، أي بالقدرة على التأثير في العوائد طويلة الأجل وتغيير بنية منحنى العائد. وهذا يعني أن حجم الميزانية لم يكن العامل الحاسم، بل طريقة توظيف هذا الحجم داخل هيكل السياسة النقدية.

---

[17] Ugai, H. (2007). Effects of the Quantitative Easing Policy : A Survey of Empirical Analyses. Monetary and Economic Studies, 25(1), 1-48.

[18] MIYAO, R., & OKIMOTO, T. (2017). The Macroeconomic Effects of Japan's Unconventional Monetary Policies (Discussion papers No 17065). Research Institute of Economy, Trade and Industry (RIETI). https://ideas.repec.org/p/eti/dpaper/17065.html

[19] Koeda, J. (2019). Macroeconomic effects of quantitative and qualitative monetary easing measures. Journal of the Japanese and International Economies, 52, 121-141. https://doi.org/10.1016/j.jjie.2018.12.006

أما سياسة الفائدة السلبية، كما حللتها دراسة (Honda and Inoue, 2019)[20] ، فقد كشفت جانبا مزدوجا في التجربة اليابانية. فمن جهة، ساعدت هذه السياسة على خفض العوائد، ودعم بعض مكونات الطلب، والحد من ارتفاع الين بعد فترة من الزمن. ومن جهة أخرى، أظهرت حدودا واضحة، خاصة بسبب ضغطها على ربحية البنوك وشركات التأمين وتسطيحها لمنحنى العائد. لذلك لم تكن الفائدة السلبية أداة كافية بمفردها، بل تحولت لاحقا إلى جزء من إطار أوسع جمع بينها وبين التحكم في منحنى العائد، في محاولة للموازنة بين استمرار التحفيز النقدي وحماية استقرار الوساطة المالية.

وتعمق دراسة (Nakashima et al., 2024)[21] هذا الاستنتاج من خلال التمييز بين الصدمات الكمية والصدمات النوعية في ميزانية بنك اليابان. فقد بينت أن تغيير تركيبة الأصول كان أكثر قدرة على دعم النشاط الاقتصادي والتضخم وأسعار الأسهم من مجرد توسيع حجم الميزانية. وتعد هذه النتيجة مهمة لأنها تظهر أن الأسواق لا تستجيب دائما إيجابيا للزيادة الكمية في أصول البنك المركزي، إذ قد ينظر إلى التوسع الكبير في الميزانية أحيانا باعتباره مؤشرا على استمرار الضعف الاقتصادي، لا دليلا كافيا على تحسن آفاق النمو.

وتقدم دراسة Aoki and Ueda (2025)[22] خلاصة حديثة للتجربة بعد انتهاء مرحلة التيسير الكمي والنوعي (QQE)والفائدة السلبية والتحكم في منحنى العائد. وتؤكد أن الأثر الأكثر وضوحا للأدوات غير التقليدية في اليابان ظهر في الأسواق المالية، من خلال خفض العوائد طويلة الأجل ودعم أسعار الأسهم، خاصة عبر مشتريات السندات الحكومية وصناديق المؤشرات. أما أثرها على التضخم والناتج الحقيقي فبقي أكثر تفاوتا وأقل حسما، رغم وجود دلائل على مساهمتها الإيجابية في بعض الفترات. ويعكس ذلك أن انتقال السياسة النقدية من الأسواق المالية إلى الاقتصاد الحقيقي ظل غير مكتمل، بسبب ضعف الطلب، وبطء نمو الأجور، واستمرار الحذر لدى الأسر والمؤسسات.

وعليه، تبرز التجربة اليابانية ثلاث دلالات رئيسية. تتمثل الأولى في أن السياسة النقدية غير التقليدية كانت فعالة نسبيا في القنوات المالية، ولا سيما خفض العوائد ودعم أسعار الأصول وتوجيه توقعات الأسواق. أما الدلالة الثانية، فتتمثل في أن انتقال هذه الآثار إلى التضخم والنشاط الحقيقي ظل محدودا وغير مستقر، لأن المشكلة اليابانية لم تكن نقدية فقط، بل كانت مرتبطة ببنية الطلب، وتوقعات الأسعار، وسلوك الادخار

[20] Honda, Y., & Inoue, H. (2019). The effectiveness of the negative interest rate policy in Japan : An early assessment. Journal of the Japanese and International Economies, 52, 142-153. https://doi.org/10.1016/j.jjie.2019.01.001

[21] Nakashima, K., Shibamoto, M., & Takahashi, K. (2024). Identifying Quantitative and Qualitative Monetary Policy Shocks. International Journal of Central Banking, 20(3), 1-61.

[22] Aoki, K., & Ueda, K. (2025). Survey of the effects of unconventional monetary policy in Japan. The Japanese Economic Review, 76(3), 587-619. https://doi.org/10.1007/s42973-025-00198-5

والاستثمار. أما الدلالة الثالثة، فهي أن فعالية الأدوات غير التقليدية لا ترتبط بحجم التدخل وحده، بل بتركيبة الأصول، ومصداقية الالتزام، وطبيعة الإشارات التي ترسلها السياسة النقدية إلى الأسواق.

وبذلك تقدم التجربة اليابانية درسا بالغ الأهمية للاقتصادات التي تفكر في استخدام السياسة النقدية غير التقليدية. فهذه الأدوات يمكن أن تخفض العوائد وتهدئ الأسواق وتدعم أسعار الأصول، لكنها لا تضمن وحدها تحقيق تضخم مستدام إذا لم تترافق مع تحسن في الأجور، وارتفاع في الطلب الداخلي، وثقة أكبر لدى القطاع الخاص. كما أن الاستمرار الطويل في التيسير قد يخلق آثارا جانبية، مثل الضغط على ربحية البنوك، وتشوه سوق السندات، وصعوبة الخروج من الإطار الاستثنائي. ومن ثم، فإن التجربة اليابانية تؤكد أن السياسة النقدية غير التقليدية يجب أن تفهم كأداة داعمة ومكملة، لا كبديل عن الإصلاحات الهيكلية والسياسات المالية القادرة على تحريك الطلب الحقيقي.

بناء على هذا التسلسل، يقدم الجدول الآتي عرضا مركزا للمراحل الأساسية التي مرت بها السياسة النقدية غير التقليدية في تجربة بنك اليابان، منذ التيسير الكمي الأول سنة 2001 إلى غاية مرحلة التطبيع النقدي خلال 2024–2025. وقد تم تنظيم الجدول وفق نفس منطق عرض التجربتين الأمريكية والأوروبية، من خلال إبراز الفترة الزمنية، والأداة المعتمدة، والهدف الأساسي، وآلية الانتقال، والمؤشر الكمي الدال، ثم الملاحظة التقييمية. ويسمح هذا العرض بإظهار خصوصية التجربة اليابانية، التي انتقلت تدريجيا من استهداف حجم السيولة إلى التأثير في نوعية الأصول ومنحنى العائد، قبل العودة الحذرة إلى أدوات السياسة التقليدية.

الجدول رقم (2–3): خلاصة تركيبية للأدوات غير التقليدية في تجربة بنك اليابان

الفترة الزمنية	الأداة غير التقليدية	الهدف الأساسي	آلية الانتقال الرئيسية	الحجم أو المؤشر الكمي الدال	الملاحظة التقييمية
مارس 2001 – مارس 2006	التيسير الكمي الأول QE1	مواجهة الانكماش السعري المزمن وتوفير سيولة واسعة للنظام المصرفي	قناة الاحتياطيات المصرفية وقناة الالتزام باستمرار الفائدة الصفرية	رفع أرصدة الحسابات الجارية للبنوك لدى بنك اليابان من حوالي 5 تريليونات ين إلى ما بين 30 و35 تريليون ين	يمثل أول استخدام صريح للتيسير الكمي من طرف بنك مركزي كبير، غير أن أثره على التضخم والنشاط الحقيقي ظل محدودا
أكتوبر 2010 – مارس 2013	التسهيل النقدي الشامل CME	دعم الاقتصاد بعد الأزمة المالية العالمية ومواجهة استمرار الضغوط الانكماشية	قناة شراء الأصول وقناة خفض علاوة المخاطرة	إنشاء برنامج لشراء الأصول بحجم أولي يقارب 5 تريليونات ين، إلى جانب عمليات تمويل ثابتة الأجل بحوالي 30 تريليون ين	وسع بنك اليابان نطاق تدخله ليشمل أصولا متنوعة، لكنه لم ينجح في رفع التضخم بصورة مستدامة
أفريل 2013 – أكتوبر 2014	التيسير الكمي والنوعي QQE	كسر التوقعات الانكماشية وبلوغ هدف تضخم 2%	قناة القاعدة النقدية، وقناة العوائد طويلة الأجل، وقناة التوقعات	توسيع القاعدة النقدية بوتيرة سنوية تقارب 60 إلى 70 تريليون ين	مثل تحولا جذريا في السياسة النقدية اليابانية، لأنه جمع بين حجم التدخل والالتزام الصريح بهدف التضخم
أكتوبر 2014 – جانفي 2016	توسيع برنامج التيسير الكمي والنوعي Expansion of QQE	تعزيز أثر QQE وتسريع الخروج من الانكماش	قناة شراء السندات الحكومية طويلة الأجل وقناة التوقعات	رفع وتيرة زيادة القاعدة النقدية وحيازات السندات الحكومية إلى حوالي 80 تريليون ين سنويا	أظهر أن توسيع الميزانية العمومية وحده لا يكفي لضمان استجابة قوية للتضخم في ظل ضعف الطلب
جانفي 2016 – مارس 2024	سياسة سعر الفائدة السلبي NIRP	دفع البنوك إلى توظيف السيولة بدل الاحتفاظ بها لدى البنك المركزي	قناة سعر الفائدة وقناة تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطيات	فرض معدل سلبي قدره -0.1% على جزء من أرصدة الحسابات الجارية للبنوك	ساعدت على خفض العوائد، لكنها ضغطت على ربحية البنوك وساهمت في تسطيح منحنى العائد
سبتمبر 2016 – مارس 2024	التيسير الكمي والنوعي مع التحكم في منحنى العائد QQE with YCC	تثبيت العوائد طويلة الأجل ودعم التضخم مع الحد من التشوهات الناتجة عن التيسير الكمي المطول	قناة التحكم في منحنى العائد وقناة التوقعات	استهداف عائد السندات الحكومية لأجل 10 سنوات حول 0%، مع الإبقاء على الفائدة القصيرة عند -0.1%	نقلت السياسة النقدية اليابانية من التركيز على كمية المشتريات إلى التحكم المباشر في العوائد طويلة الأجل
2022 – 2023	زيادة مرونة التحكم في منحنى العائد Flexibility Greater of YCC	تقليل تشوهات سوق السندات وتحسين عمل آلية التسعير	قناة مرونة العوائد وقناة استقرار سوق السندات	توسيع نطاق تحرك عائد السندات لأجل 10 سنوات، ثم جعل الإطار أكثر مرونة خلال 2023	عكست هذه المرحلة صعوبة الاستمرار في تثبيت العوائد لفترة طويلة دون التأثير في كفاءة سوق السندات
مارس 2024	الخروج من الإطار الاستثنائي Exit from the Exceptional Framework	الانتقال من السياسة غير التقليدية إلى توجيه سعر الفائدة قصير الأجل	قناة التطبيع النقدي وقناة إعادة تسعير الفائدة	إنهاء الفائدة السلبية والتخلي عن التحكم في منحنى العائد، مع تحديد الفائدة القصيرة في نطاق 0 إلى 0.1%	مثل نهاية مرحلة تاريخية من التجريب النقدي، لكنه لم يكن خروجا كاملا من السياسة الميسرة
جويلية 2024 – 2025	بداية التطبيع ورفع الفائدة Normalisation Policy and Interest Rate Hikes	تقليص الاعتماد على الميزانية العمومية والعودة التدريجية إلى أدوات أكثر تقليدية	قناة سعر الفائدة وقناة تقليص مشتريات السندات	رفع الفائدة إلى حوالي 0.25% في جويلية 2024، ثم إلى حوالي 0.5% في جانفي 2025، مع خفض مشتريات السندات تدريجيا نحو 3 تريليونات ين شهريا بحلول جانفي–مارس 2026	يعكس التطبيع الياباني خروجا حذرا وتدريجيا، مع استمرار مراعاة هشاشة الطلب وإرث الانكماش الطويل

المصدر :من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات وتقارير كل من:

- Bank of Japan (2006, 2010, 2013, 2015, 2024a, 2024b, 2025) ،
- Bank for International Settlements (2013, 2016)
- International Monetary Fund (2020).

المبحث الثاني: نماذج من تجارب بعض الدول الناشئة في السياسة النقدية غير التقليدية

ينتقل هذا المبحث من تجارب الدول الصناعية إلى تحليل ثلاث تجارب ناشئة هي تركيا، مصر والبرازيل. وتختلف هذه التجارب جوهريا عن التجارب السابقة، إذ لم تلجأ هذه الدول إلى الأدوات غير التقليدية بسبب بلوغ أسعار الفائدة الحد الأدنى الصفري، بل بسبب تحديات مرتبطة بالتضخم المرتفع، وتقلبات سعر الصرف، وضغوط ميزان المدفوعات، وتذبذب تدفقات رؤوس الأموال. لذلك اتخذت أدواتها أشكالا مغايرة، مثل ممرات أسعار الفائدة، وآليات الاحتياطي الإلزامي، وشهادات الادخار ذات العوائد المرتفعة، والتدخلات الموجهة في الائتمان وسوق الصرف. ويبرر اختيار هذه الحالات بتنوعها وقرب بعضها من السياق الجزائري: فتركيا تمثل حالة الابتكار النقدي ثم فقدان المصداقية، ومصر تعكس قيود سعر الصرف وشح العملة الأجنبية، بينما تقدم البرازيل نموذجا أكثر مؤسساتية لاستخدام أدوات السيولة والاحتياطي الإلزامي.

المطلب الأول: تجربة البنك المركزي لجمهورية تركيا

تعد تجربة البنك المركزي لجمهورية تركيا من أكثر تجارب الاقتصادات الناشئة إثارة للجدل في مجال السياسة النقدية غير التقليدية، لأنها لا تعرض مسارا واحدا مستقرا، بل تجمع بين مرحلة ابتكار مؤسسي نسبي ومرحلة لاحقة ارتبطت بتراجع المصداقية النقدية وارتفاع كلفة الأدوات المساندة. فقد استخدمت في البداية أدوات مثل ممر أسعار الفائدة، وآلية خيار الاحتياطي، والاحتياطي الإلزامي لإدارة تدفقات رؤوس الأموال والائتمان، ثم تحولت السياسة لاحقا إلى مزيج من التيسير النقدي، والأدوات الاحترازية، وحماية الودائع من تقلبات سعر الصرف، قبل العودة إلى التشديد النقدي وتفكيك بعض الأدوات الاستثنائية بعد 2023.

1. التسلسل الزمني لاستخدام الأدوات غير التقليدية

يعرض هذا التسلسل أبرز مراحل تطور استخدام البنك المركزي التركي للأدوات غير التقليدية، من إدارة السيولة وتدفقات رأس المال إلى تفكيك الأدوات الاستثنائية والعودة التدريجية نحو إطار نقدي أكثر انضباطا.

1.1 الإطار متعدد الأدوات Multiple-Tool Policy Framework: 2010–2014

في أعقاب الأزمة المالية العالمية، واجهت تركيا تدفقات رأسمالية قصيرة الأجل قوية، في ظل السيولة العالمية الواسعة الناتجة عن سياسات التيسير الكمي في الاقتصادات الصناعية، وبدلا من الاعتماد على سعر الفائدة وحده، طور البنك المركزي التركي إطارا متعدد الأدوات جمع بين ممر أسعار الفائدة غير المتماثل، وآلية خيار الاحتياطي، والاحتياطي الإلزامي. وقد سمح هذا الإطار للبنك المركزي بالتأثير في تكلفة التمويل الفعلية، وإدارة السيولة اليومية، والحد من أثر تقلبات رؤوس الأموال على الائتمان وسعر الصرف. وتبرز أهمية هذه المرحلة في أن الأدوات غير التقليدية استخدمت هنا كأدوات مساندة لإطار السياسة النقدية، لا كبديل كامل عن مصداقية سعر الفائدة الرسمي (Bank for International Settlements, 2015).

2.1 ممر أسعار الفائدة ونافذة السيولة المتأخرة Interest Rate Corridor and Late Liquidity Window – LLW: 2013–2018

مع مرور الوقت، اتسع دور أسعار الفائدة الفعلية داخل ممر الفائدة، وأصبح البنك المركزي يعتمد بدرجة أكبر على أدوات السيولة لتوجيه تكلفة التمويل اليومية للبنوك، بدل الاكتفاء بسعر إعادة الشراء لأسبوع واحد. وفي هذا السياق، اكتسبت نافذة السيولة المتأخرة أهمية تشغيلية، لأنها سمحت للبنك المركزي بتغيير تكلفة التمويل الفعلية دون تغيير مباشر ودائم في سعر السياسة المعلن، وقد أدى ذلك إلى جعل موقف السياسة النقدية أقل شفافية بالنسبة للأسواق، لأن التشديد أو التيسير أصبح يقرأ من خلال متوسط تكلفة التمويل ومصادر السيولة اليومية، وليس فقط من خلال سعر الفائدة الرسمي. لذلك تمثل هذه المرحلة بداية انتقال الإطار التركي من الابتكار المرن إلى التعقيد التشغيلي، وهو ما مهد لاحقا للحاجة إلى تبسيط أدوات السياسة النقدية.(Central Bank of the Republic of Türkiye, 2026)

3.1 آلية خيار الاحتياطي والاحتياطي الإلزامي Reserve Option Mechanism and Differentiated Reserve Requirements: 2011–2024

استخدمت آلية خيار الاحتياطي (Reserve Option Mechanism ROM) كأداة تسمح للبنوك بالاحتفاظ بجزء من احتياطيات الليرة بالعملة الأجنبية أو الذهب، بما جعلها وسيلة لإدارة السيولة الأجنبية وتخفيف أثر تقلبات تدفقات رأس المال. غير أن هذه الأداة بدأت تتراجع تدريجيا مع تغير أولويات السياسة النقدية، خاصة بعد أن خفض البنك المركزي في فيفري 2021 الحد الأعلى للاحتفاظ بالعملة الأجنبية ضمن احتياطيات الليرة من 30%إلى 20%، وخفض حد الذهب من 20%إلى 15%وفي السنة نفسها، رفعت نسب الاحتياطي الإلزامي بالليرة بـ 200نقطة أساس لجميع أنواع الالتزامات وآجالها، بما يعكس تحول الاحتياطي الإلزامي إلى أداة أكثر مباشرة لإدارة السيولة. ثم استمر تفكيك آلية خيار الاحتياطي (ROM) تدريجيا، إذ أنهيت الآلية المرتبطة بالذهب في 23جويلية 2023 .وفي 2024، عادت نسب الاحتياطي الإلزامي لتؤدي دورا مركزيا في التشديد الكمي، حيث رفعت نسب الاحتياطي على الودائع بالليرة وودائع مخطط حماية الودائع بالليرة من تقلبات سعر الصرف(KKM) ، بما ساهم في تعقيم سيولة إضافية تقارب 550مليار ليرة .(Central Bank of the Republic of Türkiye, 2021, 2023, 2024a)

4.1 مرحلة التبسيط وإعادة توحيد سعر السياسة النقدية Simplification of the Monetary Policy Framework: 2015–2018

ابتداء من 2015، بدأ البنك المركزي التركي في تبسيط إطار السياسة النقدية، بعد أن أصبح تعدد أسعار الفائدة ومصادر السيولة يضعف قدرة الأسواق على قراءة الموقف النقدي، وقد اكتسب هذا التبسيط أهمية خاصة سنة 2018، عندما أصبح سعر إعادة الشراء لأسبوع واحد هو سعر السياسة النقدية الرئيسي. ومع اشتداد أزمة الليرة في صيف 2018، رفع البنك المركزي سعر الفائدة من 17.75%إلى 24% في سبتمبر 2018، في محاولة لوقف تدهور سعر الصرف واحتواء التضخم واستعادة قدر من الثقة في السياسة النقدية.

ورغم أن هذا القرار مثل عودة مؤقتة إلى استخدام سعر الفائدة كإشارة مركزية، فإن التجربة اللاحقة أظهرت أن التبسيط التشغيلي لا يكفي وحده إذا لم تدعمه مصداقية مؤسساتية واستقلالية واضحة للبنك المركزي (Central Bank of the Republic of Türkiye, 2026).

5.1 التيسير النقدي تحت ضغط المصداقية Monetary Easing under Credibility Pressure: 2019–2021

بعد أزمة 2018، دخلت السياسة النقدية التركية مرحلة أكثر اضطرابا فقد تراجع سعر الفائدة تدريجيا بعد بلوغه 24%، ووصل إلى 8.25%في 2020، رغم استمرار الضغوط التضخمية وتذبذب سعر الصرف. وفي هذه المرحلة، لم تعد الأدوات غير التقليدية تستخدم فقط لإدارة تدفقات رأس المال أو السيولة، بل أصبحت جزءا من محاولة تعويض ضعف الإشارة التي يرسلها سعر الفائدة الرسمي. فقد توسع الاعتماد على أدوات احترازية وإدارية مرتبطة بالائتمان والسيولة والاحتياطي الإلزامي، بما جعل الإطار النقدي أقل وضوحا وأكثر كلفة. وتكشف هذه المرحلة أن خفض الفائدة في اقتصاد يعاني من تضخم مرتفع وضغط على سعر الصرف قد يدفع البنك المركزي إلى استخدام أدوات مساندة بشكل متزايد، دون أن يعالج أصل المشكلة المتعلق بتوقعات التضخم والثقة في العملة.(Central Bank of the Republic of Türkiye, 2021)

6.1 أزمة الليرة ومخطط حماية الودائع Lira Crisis and FX-Protected Deposit Scheme – KKM: ديسمبر 2021–2023

بلغت أزمة المصداقية النقدية ذروتها خلال الفترة 2021–2022، عندما أصبح التباعد بين سعر الفائدة والتضخم واضحا بصورة غير مسبوقة. فقد خفض سعر الفائدة من 19% إلى 8.5%، في وقت بلغ فيه التضخم السنوي 85.51% في أكتوبر 2022 حسب هيئة الإحصاء التركية. وفي ديسمبر 2021، أطلق مخطط حماية الودائع بالليرة من تقلبات سعر الصرف (KKM – Kur Korumalı Mevduat)، بهدف حماية المودعين بالليرة من خسائر انخفاض سعر الصرف إذا تجاوزت خسارة العملة العائد المحقق على الوديعة. وقد ساعد هذا المخطط مؤقتا في دعم الودائع بالليرة والحد من الدولرة، لكنه نقل جزءا مهما من مخاطر سعر الصرف إلى الخزانة والبنك المركزي. وتشير منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية إلى أن ودائع KKM بلغت حوالي 1.4تريليون ليرة في نهاية ديسمبر 2022، أي نحو 10.3%من الناتج المحلي الإجمالي وأكثر من 15%من إجمالي الودائع المصرفية، مع كلفة مالية معتبرة على المالية العامة (Turkish Statistical Institute, 2022; OECD, 2023).

7.1 العودة إلى التشدد النقدي وتبسيط الأدوات الاحترازية Return to Monetary Tightening and Simplification of Prudential Measures: جوان 2023–2024

بعد انتخابات 2023، بدأت السياسة النقدية التركية مرحلة تحول واضحة نحو التشدد واستعادة دور سعر الفائدة الرئيسي. فقد رفع البنك المركزي سعر الفائدة من 8.5%في جويلية 2023 إلى42.5% في ديسمبر 2023، ثم واصل التشديد إلى أن بلغ سعر السياسة 50%في مارس 2024 .وبالتوازي مع ذلك، بدأ البنك المركزي في تفكيك بعض الأدوات الاحترازية التي كانت قد شوهت آلية انتقال السياسة النقدية، كما عدل

الإطار التشغيلي بجعل أسعار الإقراض والاقتراض لليلة واحدة أعلى وأدنى من سعر الريبو لأسبوع واحد بـ 300نقطة أساس .وتظهر هذه المرحلة أن العودة إلى الأرثوذكسية لم تكن مجرد رفع للفائدة، بل محاولة لإعادة بناء قناة انتقال السياسة النقدية عبر سعر الفائدة، والاحتياطي الإلزامي، والتشديد الكمي، وتقليص الاعتماد على أدوات عالية الكلفة مثل مخطط حماية الودائع بالليرة من تقلبات سعر الصرف (KKM). (Central Bank of the Republic of Türkiye, 2024b)

8.1 تفكيك (KKM) **وبداية التطبيع المنضبط** Termination of KKM and Controlled Normalisation: **2025**

في 2025، انتقلت السياسة النقدية التركية إلى مرحلة تفكيك أوضح للأدوات غير التقليدية عالية الكلفة، ففي 23أوت 2025 أعلن البنك المركزي التركي إنهاء فتح وتجديد حسابات الودائع المحمية من تقلبات سعر الصرف، مع بقاء الحسابات القائمة إلى غاية تاريخ استحقاقها. وتشير وثيقة السياسة النقدية لسنة 2026 إلى أن رصيد مخطط (KKM) تراجع إلى 0.3مليار دولار في 12 ديسمبر 2025، في حين بلغت حصة الودائع بالليرة من إجمالي الودائع 61%. كما تراجع سعر الفائدة تدريجيا خلال 2025 بعد فترة التشديد، لكنه ظل عند مستويات مرتفعة نسبيا مقارنة بالمرحلة السابقة، بما يعكس محاولة الحفاظ على موقف نقدي حذر أثناء تفكيك الأدوات الاستثنائية. وبذلك انتقلت تركيا من حماية إدارية للعملة والودائع إلى محاولة استعادة آلية انتقال السياسة النقدية عبر سعر الفائدة والثقة والليرة. (Central Bank of the Republic of Türkiye, 2025a, 2025b)

2. تقييم التجربة التركية

تكشف الأدبيات التي تناولت تجربة البنك المركزي التركي أن السياسات النقدية غير التقليدية في تركيا لم تنشأ استجابة لمشكلة الحد الصفري للفائدة كما حدث في الاقتصادات الصناعية، بل جاءت أساسا لمعالجة هشاشة اقتصاد ناشئ مفتوح أمام تقلبات تدفقات رأس المال، وضغوط سعر الصرف، وتسارع الائتمان، وتدهور الحساب الجاري. ومن هنا، فإن خصوصية التجربة التركية لا تكمن في استعمال أداة غير تقليدية واحدة، بل في بناء مزيج واسع من الأدوات شمل ممر أسعار الفائدة، وإدارة السيولة، والاحتياطي الإلزامي، وآلية خيار الاحتياطي، ثم لاحقا أدوات شبه نقدية مثل الودائع المحمية من تقلبات سعر الصرف. وقد أظهرت دراسة Kara أن هذا الإطار صمم أصلا للتوفيق بين استقرار الأسعار والاستقرار المالي في ظل بيئة خارجية شديدة التقلب، وهو ما يجعل التجربة التركية أقرب إلى سياسة إدارة مخاطر كلية منها إلى سياسة تيسير نقدي بالمعنى التقليدي المعتمد في الولايات المتحدة أو اليابان أو منطقة اليورو.

وتتقاطع أغلب الدراسات في الإقرار بأن الأدوات التركية حققت فعالية نسبية في مرحلتها الأولى، خصوصا بين 2010 و2014. فقد بينت دراسة (Oduncu et al.,2013)[23] أن آلية خيار الاحتياطي ساعدت على تخفيف تقلبات الليرة التركية، من خلال السماح للبنوك بالاحتفاظ بجزء من احتياطياتها الإلزامية بالعملات

[23] Oduncu, A., Akcelik, Y., & Ermisoglu, E. (2013). Reserve Options Mechanism : A New Macroprudential Tool to Limit the Adverse Effects of Capital Flow Volatility on Exchange Rates. Central Bank Review, 13(3), 45-60.

الأجنبية أو الذهب، بما خفف أثر تقلبات تدفقات رأس المال على سوق الصرف. كما أظهرت دراسة (Alper et al. ,2018)[24] أن الاحتياطي الإلزامي لم يكن مجرد أداة كمية جامدة، بل أثر في سلوك الإقراض عبر قناة السيولة، حيث كانت البنوك الأقل سيولة أكثر حساسية لتشديد الاحتياطي الإلزامي. وفي الاتجاه نفسه، تؤكد دراسة (Binici et al.,2016)[25] أن أسعار الفائدة الفعلية داخل ممر الفائدة، لا السعر الرسمي المعلن وحده، هي التي كانت تنقل أثر السياسة النقدية إلى أسعار القروض والودائع. وهذا يعني أن السياسة النقدية التركية لا تفهم من خلال قراءة سعر الفائدة الرسمي فقط، بل من خلال البنية التشغيلية الكاملة للممر وإدارة السيولة.

غير أن نقطة التحول الأساسية تظهر عند تقييم قدرة هذا المزيج على تحقيق الاستقرار الداخلي والخارجي في وقت واحد. فالدراسات التي ركزت على المرحلة الأولى تميل إلى إبراز نجاح الأدوات في تخفيف تقلبات سعر الصرف، وإبطاء نمو الائتمان، وتحسين شروط تمويل العجز الجاري. أما الدراسات الأحدث، خاصة تلك التي تناولت مرحلة ضعف المصداقية النقدية، فتبين أن الأدوات غير التقليدية تفقد جزءا كبيرا من فعاليتها عندما تصبح السياسة النقدية غير منسجمة مع هدف استقرار الأسعار. وتظهر دراسة (Gürkaynak et al.,2023)[26] أن ضعف الالتزام بقاعدة نقدية منضبطة، وتراجع استقلالية البنك المركزي، والسياسات القائمة على خفض الفائدة رغم ارتفاع التضخم، أدت إلى تدهور سعر الصرف وتسارع التضخم. وبذلك، لم تعد المشكلة في نقص الأدوات، بل في ضعف الإطار الذي تعمل داخله هذه الأدوات.

وتضيف دراسة (Çelik et al, 2022)[27] بعدا مهما لهذا النقاش، لأنها لا تتعامل مع أدوات البنك المركزي التركي ككتلة واحدة، بل تميز بين وظائفها. فقد توصلت إلى أن الاحتياطي الإلزامي وآلية خيار الاحتياطي كانا أكثر ارتباطا بإدارة الحساب الجاري وسعر الصرف، في حين كان ممر أسعار الفائدة أكثر ملاءمة للتأثير في الأسعار والائتمان. وتكمن أهمية هذه النتيجة في أنها تكشف أن فعالية التجربة التركية لم تكن موحدة، بل كانت مشروطة بطبيعة الأداة والهدف المراد تحقيقه. فالأداة التي تصلح لتخفيف الاختلال الخارجي لا تكون بالضرورة الأقدر على ضبط التضخم، والعكس صحيح.

ومن هنا يمكن القول إن الأدبيات تتفق على أن الابتكار النقدي التركي كان مفيدا في إدارة الصدمات قصيرة الأجل، لكنها تختلف في تقدير قدرته على تعويض غياب إطار نقدي واضح وموثوق. ففي مرحلة الابتكار

[24] ALPER, K., BINICI, M., DEMIRALP, S., KARA, H., & ÖZLÜ, P. (2018). Reserve Requirements, Liquidity Risk, and Bank Lending Behavior. Journal of Money, Credit and Banking, 50(4), 817-827.

[25] Binici, M., Kara, H., & Özlü, P. (2016). Unconventional Interest Rate Corridor and the Monetary Transmission : Evidence from Turkey (Working Paper No. 16/08). Central Bank of the Republic of Turkey.

[26] Gürkaynak, R. S., Kısacıkoğlu, B., & Lee, S. S. (2023). Exchange rate and inflation under weak monetary policy : Turkey verifies theory. Economic Policy, 38(115), 519-560. https://doi.org/10.1093/epolic/eiad020

[27] Çelik, M., & Oğuş Binatlı, A. (2022). How Effective Are Macroprudential Policy Instruments? Evidence from Turkey. Economies, 10(4), 76. https://doi.org/10.3390/economies10040076

المؤسسي، عملت الأدوات غير التقليدية كمكمل لسعر الفائدة، وساعدت على توسيع قدرة البنك المركزي على التعامل مع تدفقات رأس المال والائتمان وسعر الصرف. أما في مرحلة 2019–2023، فقد تحولت بعض الأدوات إلى بدائل جزئية عن سياسة نقدية تقليدية فقدت مصداقيتها، وهو ما جعلها أقل قدرة على تثبيت التوقعات أو احتواء التضخم. وتعد آلية الودائع المحمية من تقلبات سعر الصرف مثالا واضحا على ذلك؛ إذ ساعدت مؤقتا على الحد من الدولرة وحماية المودعين بالليرة، لكنها نقلت جزءا مهما من مخاطر سعر الصرف إلى الخزينة والبنك المركزي، وخلقت التزامات ضمنية لا يمكن قياسها من خلال سعر الفائدة الرسمي وحده.

وعليه، فإن الخلاصة النقدية للتجربة التركية هي أن السياسات غير التقليدية في الاقتصادات الناشئة قد تكون ضرورية لتخفيف أثر تدفقات رأس المال والصدمات الخارجية، لكنها لا تكفي وحدها لتحقيق الاستقرار النقدي إذا لم تستند إلى مصداقية مؤسساتية، وشفافية تشغيلية، واستقلالية فعلية للبنك المركزي، وتناسق بين أهداف التضخم والاستقرار المالي وسعر الصرف. لقد أثبتت تركيا أن الابتكار النقدي ممكن وفعال عندما يكون مكملا لإطار نقدي منضبط، لكنها أثبتت أيضا أن الابتكار نفسه قد يتحول إلى مصدر تعقيد ومخاطر عندما يستخدم لتعويض غياب المصداقية بدل دعمها. ومن ثم، فإن الدرس الأهم من التجربة التركية هو أن تعدد الأدوات لا يعوض ضعف الإطار النقدي، بل قد يزيده هشاشة إذا غابت الثقة في اتجاه السياسة النقدية.

بناء على التسلسل الزمني السابق، يقدم الجدول الآتي خلاصة مركزة لأهم الأدوات غير التقليدية وشبه غير التقليدية التي استخدمها البنك المركزي لجمهورية تركيا خلال الفترة 2010–2025. وقد تم تنظيم الجدول وفق نفس منطق عرض التجربة الأمريكية، من خلال إبراز الفترة الزمنية، والأداة المعتمدة، والهدف الأساسي، وآلية الانتقال، والمؤشر الكمي الدال، ثم الملاحظة التقييمية. ويسمح هذا العرض بإظهار خصوصية التجربة التركية بوصفها تجربة انتقلت من استخدام أدوات ابتكارية لإدارة تدفقات رأس المال والائتمان، إلى استخدام أدوات عالية الكلفة لحماية العملة والثقة، ثم إلى محاولة العودة نحو إطار أكثر تقليدية قائم على سعر الفائدة والتشديد النقدي.

الجدول رقم (2-4): خلاصة تركيبية للأدوات غير التقليدية في تجربة البنك المركزي التركي

الفترة الزمنية	الأداة غير التقليدية	الهدف الأساسي	آلية الانتقال الرئيسية	المؤشر الكمي الدال	الملاحظة التقييمية
2010–2014	الإطار متعدد الأدوات: ممر الفائدة، ROM، والاحتياطي الإلزامي	إدارة تدفقات رؤوس الأموال، والحد من تقلبات سعر الصرف، وضبط نمو الائتمان	قناة السيولة، وقناة الائتمان، وقناة سعر الصرف	استخدام مزيج من ممر الفائدة غير المتماثل، وآلية خيار الاحتياطي، ونسب الاحتياطي الإلزامي ضمن إطار واحد	مثل مرحلة ابتكار مؤسسي نسبي، حيث استخدمت الأدوات غير التقليدية ككمل لسعر الفائدة لا كبديل عنه
2013–2018	ممر أسعار الفائدة ونافذة السيولة المتأخرة LLW	توجيه تكلفة التمويل الفعلية للبنوك دون تغيير مباشر في سعر السياسة المعلن	قناة متوسط تكلفة التمويل وقناة السيولة اليومية	اتسع دور أسعار الفائدة الفعلية داخل الممر، وأصبحت الأسواق تقرأ موقف السياسة النقدية عبر تكلفة التمويل الفعلية لا عبر سعر الريبو فقط	منح البنك المركزي مرونة تشغيلية، لكنه زاد تعقيد الإطار وأضعف شفافية الإشارة النقدية
2011–2023	آلية خيار الاحتياطي ROM بالعملة الأجنبية والذهب	تخفيف أثر تقلبات تدفقات رأس المال ودعم إدارة السيولة الأجنبية	قناة الاحتياطيات الأجنبية وقناة استقرار سعر الصرف	في فيفري 2021 خفض حد الاحتفاظ بالعملة الأجنبية ضمن احتياطيات الليرة من 30% إلى 20%، وخفض حد الذهب من 20% إلى 15%؛ ثم أنهيت آلية ROM المرتبطة بالذهب في 23 جويلية 2023	ساعدت ROM في مرحلتها الأولى على تخفيف تقلبات سعر الصرف، لكنها تراجعت لاحقا ضمن مسار تبسيط الإطار النقدي
2010–2024	الاحتياطي الإلزامي المتمايز حسب العملة والأجل	إدارة السيولة، والتأثير في الائتمان، ودعم الليرة	قناة السيولة البنكية وقناة الإقراض	في 2021 رفعت نسب الاحتياطي الإلزامي بالليرة بـ200 نقطة أساس؛ وفي 2024 ساهم رفع الاحتياطي على ودائع الليرة وKKM في تعقيم سيولة تقارب 550 مليار ليرة	تحول الاحتياطي الإلزامي إلى أداة كمية غير تقليدية تؤثر في الإقراض والسيولة، خاصة لدى البنوك الأقل سيولة
2015–2018	تبسيط إطار السياسة النقدية وإعادة توحيد سعر السياسة	تحسين شفافية السياسة النقدية وتقوية قابلية التنبؤ	قناة سعر الفائدة الرسمي وقناة توقعات السوق	أصبح سعر إعادة الشراء لأسبوع واحد هو سعر السياسة النقدية الرئيسي، ثم رفع من 17.75% إلى 24% في سبتمبر 2018	مثل محاولة لاستعادة وضوح الإشارة النقدية بعد تعقيد مرحلة الممر، لكنه لم يكن كافيا دون مصداقية مؤسساتية قوية
2019–2021	التيسير النقدي تحت ضغط المصداقية	دعم النشاط الاقتصادي وتخفيف تكلفة التمويل رغم استمرار الضغوط التضخمية	قناة سعر الفائدة وقناة الائتمان، مع تدخل أدوات إدارية واحترازية	تراجع سعر الفائدة بعد بلوغه 24%، ووصل إلى 8.25% في 2020	كشفت هذه المرحلة أن الأدوات المساندة لا تستطيع تعويض ضعف المصداقية عندما لا يكون خفض الفائدة منسجما مع التضخم وسعر الصرف
ديسمبر 2021– 2023	مخطط حماية الودائع من تقلبات سعر الصرف KKM	الحد من الدولرة، ودعم الودائع بالليرة، وتهدئة سوق الصرف	قناة حماية الودائع وقناة توقعات سعر الصرف	بلغ التضخم 85.51% في أكتوبر 2022، بينما بلغت ودائع KKM نحو 1.4 تريليون ليرة في نهاية 2022، أي 10.3% من الناتج المحلي وأكثر من 15% من الودائع المصرفية	ساعد KKM مؤقتا على احتواء الدولرة، لكنه نقل مخاطر سعر الصرف إلى الخزينة والبنك المركزي وخلق التزامات عالية الكلفة
جوان 2023– 2024	العودة إلى التشديد النقدي وتبسيط الأدوات الاحترازية	استعادة مصداقية السياسة النقدية وتثبيت توقعات التضخم	قناة سعر الفائدة، وقناة التشديد الكمي، وقناة الاحتياطي الإلزامي	رفع سعر الفائدة من 8.5% في جويلية 2023 إلى 42.5% في ديسمبر 2023، ثم إلى 50% في مارس 2024؛ كما أصبح ممر الفائدة لليلة واحدة ±300 نقطة أساس حول سعر الريبو لأسبوع واحد	مثلت هذه المرحلة عودة إلى الأرثوذكسية النقدية، ليس عبر رفع الفائدة فقط، بل أيضا عبر تفكيك الأدوات التي شوهت آلية الانتقال
2025	تفكيك KKM وبداية التطبيع المنضبط	تقليص الأدوات الاستثنائية واستعادة دور الودائع العادية بالليرة	قناة الثقة في الليرة وقناة إعادة بناء آلية الانتقال النقدي	في 23 أوت 2025 أنهي فتح وتجديد حسابات KKM؛ وتراجع رصيدها إلى 0.3 مليار دولار في 12 ديسمبر 2025، بينما بلغت حصة ودائع الليرة 61%	يعكس تفكيك KKM انتقال تركيا من حماية إدارية للعملة إلى محاولة استعادة الثقة عبر أدوات نقدية أكثر تقليدية

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات وتقارير كل من:

- (Bank for International Settlements, 2015)
- Central Bank of the Republic of Türkiye (2021, 2023, 2024, 2025a, 2025b)
- (OECD,2023)
- (Turkish Statistical Institute, 2022)

المطلب الثاني: تجربة البنك المركزي المصري

لا تندرج التجربة المصرية ضمن التيسير الكمي بالمفهوم التقليدي، كما هو الحال في تجارب الاحتياطي الفيدرالي أو البنك المركزي الأوروبي أو بنك اليابان، بل تمثل نموذجا لاستخدام أدوات نقدية واستثنائية ذات طابع غير تقليدي في سياق اقتصاد ناشئ يعاني من شح مزمن في العملة الأجنبية، وتبعية مرتفعة للواردات، وضغوط متكررة على سعر الصرف، وارتفاع في المديونية الخارجية. لذلك لم تكن استجابة البنك المركزي المصري قائمة على شراء واسع للأصول أو توسيع دائم للميزانية العمومية، بل على مزيج من تحرير سعر الصرف، ورفع أسعار الفائدة بشكل استثنائي، واستخدام أدوات كمية مثل الاحتياطي الإلزامي، وأدوات شبه نقدية مثل شهادات الادخار مرتفعة العائد، إلى جانب التنسيق مع برامج صندوق النقد الدولي وتعبئة التمويل الخارجي.

وتكتسب هذه التجربة أهمية خاصة بالنسبة للجزائر، لأنها تكشف حدود السياسة النقدية في اقتصاد ناشئ عندما تصبح قناة سعر الصرف أكثر حساسية من قناة أسعار الفائدة طويلة الأجل. كما تسمح بإبراز أن معالجة اختلالات النقد الأجنبي لا تتم عبر أدوات البنك المركزي وحدها، بل تتطلب حزمة أوسع تشمل مرونة سعر الصرف، وضبط السيولة، وتعبئة التمويل الخارجي، واستعادة الثقة في العملة المحلية.

1. التسلسل الزمني لاستخدام الأدوات الاستثنائية

يعرض هذا التسلسل أبرز مراحل استخدام مصر للأدوات النقدية والاستثنائية، من تحرير سعر الصرف ورفع الفائدة إلى التشديد الكمي ثم بداية التيسير الحذر.

1.1 تحرير سعر الصرف وصدمة الفائدة الأولى Exchange Rate Liberalisation and First Interest Rate Shock**: نوفمبر 2016 – 2017**

في 3 نوفمبر 2016، اتخذ البنك المركزي المصري قرارا محوريا بتحرير سعر الصرف، في محاولة لمعالجة اختلالات سوق النقد الأجنبي وتقليص الفجوة بين السعر الرسمي والسوق الموازي. وقد ترافق هذا القرار مع رفع أسعار الفائدة الأساسية بمقدار 300نقطة أساس دفعة واحدة، بما جعل سعر الإيداع لليلة واحدة يبلغ 14.75%وسعر الإقراض .15.75%كما جاء القرار ضمن برنامج إصلاح اقتصادي مدعوم من صندوق النقد الدولي، الذي وافق في نوفمبر 2016 على ترتيب تمويلي لمصر بقيمة 12مليار دولار لمدة ثلاث سنوات (International Monetary Fund, 2016) .

وتعد هذه المرحلة بداية استخدام مصر لمزيج من تحرير سعر الصرف والتشديد النقدي الاستثنائي، حيث لم يكن الهدف فقط ضبط التضخم، بل أيضا إعادة توجيه الطلب على العملة الأجنبية واستعادة الثقة في الجنيه. وفي السياق نفسه، طرحت البنوك الحكومية شهادات ادخار مرتفعة العائد وصلت إلى 20%، بهدف

امتصاص السيولة المحلية وتشجيع المدخرين على الاحتفاظ بالجنيه بدل التحول إلى الدولار. ونتيجة صدمة التعويم وارتفاع أسعار الواردات، ارتفع التضخم إلى مستويات قياسية خلال 2017.

2.1 مرحلة الاستقرار النسبي والتيسير التدريجي Relative Stabilisation and Gradual Monetary Easing: 2018–2021

بعد صدمة التعويم الأولى، دخلت مصر مرحلة استقرار نسبي في سعر الصرف، بدعم من ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية وتدفقات الاستثمار الأجنبي في أدوات الدين المحلي. ومع تراجع التضخم تدريجيا، بدأ البنك المركزي المصري في خفض أسعار الفائدة، لينتقل من التشديد الاستثنائي إلى تيسير تدريجي. وقد استقر سعر الصرف خلال هذه المرحلة حول مستويات قريبة من 15.7جنيه للدولار، غير أن هذا الاستقرار ظل هشا لأنه اعتمد بدرجة مهمة على تدفقات المحافظ الأجنبية، أو ما يعرف بالأموال الساخنة.

وتكشف هذه المرحلة أن السياسة النقدية المصرية نجحت مؤقتا في استعادة الاستقرار الظاهري لسوق الصرف، لكنها لم تنهِ هشاشة التمويل الخارجي. فقد ظل الاقتصاد المصري معرضا لخروج مفاجئ لرؤوس الأموال عند تغير الظروف العالمية، خاصة مع ارتفاع أسعار الفائدة الدولية أو تصاعد المخاطر الجيوسياسية.

3.1 أزمة الصرف الثانية وتشديد السيولة Second FX Crisis and Liquidity Tightening: مارس 2022 – 2023

مع اندلاع الحرب الروسية الأوكرانية وارتفاع أسعار الغذاء والطاقة وتشديد الأوضاع المالية العالمية، تعرضت مصر لضغوط قوية على النقد الأجنبي، ما أعاد أزمة سعر الصرف إلى الواجهة. وقد استجاب البنك المركزي المصري بسلسلة من تخفيضات سعر الصرف ورفع أسعار الفائدة، فانتقل الدولار من مستويات قريبة من 15.7جنيه قبل الأزمة إلى حوالي 30جنيها خلال 2023. كما رفع البنك المركزي الفائدة عدة مرات خلال 2022، منها رفع بمقدار 300نقطة أساس في ديسمبر 2022، ليصل سعر الإيداع لليلة واحدة إلى 16.25%وسعر الإقراض إلى 17.25%.

وفي سبتمبر 2022، لم يكتفِ البنك المركزي برفع أسعار الفائدة، بل لجأ إلى أداة كمية مباشرة تمثلت في رفع نسبة الاحتياطي الإلزامي للبنوك من 14%إلى 18% . وقد عد هذا الإجراء مكملا لموقف التشديد النقدي، لأنه ساهم في ضبط أوضاع السيولة داخل الجهاز المصرفي وتقليص القدرة على التوسع الائتماني في سياق تسارع التضخم وضغوط سعر الصرف .(Central Bank of Egypt, 2023)

وخلال هذه المرحلة، عادت شهادات الادخار مرتفعة العائد إلى الواجهة كأداة شبه نقدية للحد من الدولرة واستقطاب السيولة المحلية، حيث طرحت البنوك الحكومية شهادات بعوائد وصلت إلى 25% .غير أن هذه الأدوات لم تمنع استمرار الضغوط على سعر الصرف، لأن المشكلة الأساسية كانت مرتبطة بفجوة النقد الأجنبي وتراجع مصادر التمويل الخارجي، لا فقط بارتفاع السيولة المحلية.

4.1 التشديد التمهيدي قبل صدمة مارس Pre-March Monetary Tightening**: فيفري 2024**

قبل قرار مارس 2024 الكبير، بدأ البنك المركزي المصري تشديدا تمهيديا في 01فيفري 2024، من خلال رفع سعر السياسة بمقدار 200نقطة أساس .وتبرز أهمية هذا القرار في أنه يظهر أن صدمة مارس لم تكن إجراء منفصلا، بل جاءت ضمن مسار تدريجي لمحاولة استعادة فعالية سعر الفائدة وإعادة تثبيت توقعات التضخم بعد اتساع الفجوة بين السعر الرسمي والسوق الموازي .(International Monetary Fund, 2024)

5.1 التخفيض الكبير للجنيه والتشديد النقدي الاستثنائي Large Devaluation and Exceptional Monetary Tightening**: مارس 2024**

في 6 مارس 2024، عقد البنك المركزي المصري اجتماعا استثنائيا أعلن فيه رفع أسعار الفائدة بمقدار 600نقطة أساس دفعة واحدة، حيث بلغ سعر الإيداع لليلة واحدة 27.25%، وسعر الإقراض 28.25%، وسعر الخصم 27.75% .كما أكد البنك المركزي أن سعر الصرف سيترك ليتحدد وفق قوى السوق، في إطار السعي إلى توحيد سوق الصرف والقضاء على تراكم الطلب على النقد الأجنبي (Central Bank of Egypt, 2024).

وجاء هذا القرار في سياق حزمة إصلاح أوسع، إذ وافق صندوق النقد الدولي في مارس 2024 على زيادة البرنامج الأصلي بحوالي 5مليارات دولار، ليصل إجمالي البرنامج إلى حوالي 8مليارات دولار (International Monetary Fund, 2024). كما أعلن البنك الدولي عزمه تقديم أكثر من 6مليارات دولار لمصر خلال ثلاث سنوات، منها 3مليارات دولار لدعم البرامج الحكومية و 3مليارات دولار للقطاع الخاص، subject to approval. وهذا يعني أن قرار مارس 2024 لم يكن مجرد إجراء نقدي مستقل، بل جزءا من حزمة تمويل واستقرار أوسع هدفت إلى تخفيف فجوة النقد الأجنبي واستعادة الثقة في الجنيه (World Bank, 2024).

6.1 بداية التيسير الحذر بعد تراجع التضخم Beginning of Cautious Monetary Easing**:**2025

مع تراجع التضخم تدريجيا، بدأ البنك المركزي المصري في 2025 دورة تيسير حذرة. ففي 17 أفريل 2025، خفضت لجنة السياسة النقدية أسعار الفائدة بمقدار 225نقطة أساس، ليبلغ سعر الإيداع لليلة واحدة 25.00%، وسعر الإقراض 26.00%، وسعر العملية الرئيسية 25.50%وقد أكد البنك المركزي أن هذا القرار جاء بعد تقييم مسار التضخم والنشاط الاقتصادي، مع استمرار الحذر تجاه المخاطر المحلية والخارجية (Central Bank of Egypt, 2025).

وتظهر هذه المرحلة أن التيسير لم يكن عودة كاملة إلى سياسة توسعية، بل انتقالا تدريجيا من مرحلة التشديد الاستثنائي إلى تطبيع حذر. فقد ظلت أسعار الفائدة عند مستويات مرتفعة مقارنة بمرحلة ما قبل الأزمة، بما يعكس استمرار أولوية تثبيت توقعات التضخم وحماية جاذبية الجنيه.

7.1 خفض الاحتياطي الإلزامي وبداية تخفيف القيود الكمية Reserve Requirement Reduction and Gradual Liquidity Normalisation**:** 2026

في فيفري 2026، انتقل التيسير الحذر إلى أداة كمية أيضا، حيث خفض البنك المركزي المصري نسبة الاحتياطي الإلزامي للبنوك من 18%إلى% 16. ويعد هذا القرار مؤشرا على بداية تخفيف القيود الكمية على السيولة المصرفية بعد مرحلة طويلة من التشديد، لكنه ظل منسجما مع مقاربة حذرة تستهدف دعم ظروف السيولة دون التخلي عن هدف استقرار الأسعار .(Central Bank of Egypt, 2026)

وبذلك يمكن القول إن التجربة المصرية انتقلت من صدمات سعر الصرف ورفع الفائدة الاستثنائي إلى إدارة أكثر تدرجا للسيولة وسعر الفائدة، مع بقاء فعالية هذا المسار مشروطة بمرونة سعر الصرف، وتراجع التضخم، واستمرار تدفقات النقد الأجنبي.

2. تقييم التجربة المصرية

تختلف تجربة البنك المركزي المصري عن تجارب الاحتياطي الفيدرالي أو البنك المركزي الأوروبي أو بنك اليابان، لأن مصر لم تعتمد سياسة تيسير كمي واسعة النطاق بالمعنى المعروف في الاقتصادات الصناعية . فقد ظل سعر الفائدة الأساسي، وسعر الصرف، وإدارة السيولة أدوات مركزية في السياسة النقدية، بينما ظهرت الأدوات غير التقليدية أساسا في صورة :مبادرات التمويل الموجه، تأجيل الاستحقاقات الائتمانية، تخفيف القيود التنظيمية، دعم القطاعات المتضررة، إدارة الاحتياطي الإلزامي، والتوجيه الاتصالي، خاصة خلال فترة كوفيد-19.وقد وثق البنك المركزي المصري خلال الجائحة إجراءات مثل تأجيل الاستحقاقات الائتمانية للعملاء من شركات وأفراد ومؤسسات صغيرة ومتوسطة لمدة ستة أشهر ، إلى جانب إجراءات لدعم السيولة والائتمان.

لذلك، فإن تقييم التجربة المصرية يجب أن يكون حذرا :فهي ليست تجربة تيسير كمي كلاسيكية(QE)، بل تجربة اقتصاد ناشئ استخدم أدوات نقدية واحترازية وقطاعية لحماية الاستقرار المالي، وتخفيف أثر الصدمات، ودعم الائتمان، مع استمرار الدور الحاسم لسعر الصرف وسعر الفائدة في تشكيل التضخم والنشاط الاقتصادي.

تظهر الأدبيات المرتبطة بالتجربة المصرية أن فهم السياسة النقدية غير التقليدية لا ينبغي أن يبدأ من الأداة، بل من القيد الهيكلي الذي تتحرك داخله السياسة النقدية. فالتجربة المصرية لا تمثل نموذجا للتيسير الكمي الواسع كما في الاقتصادات الصناعية، بل نموذجا لأدوات استثنائية دفاعية في اقتصاد ناشئ تهيمن فيه قناة سعر الصرف على باقي قنوات الانتقال النقدي. فقد بينت دراسة (Al-Mashat & Billmeier, 2007)[28] أن قناة سعر الصرف تمثل إحدى القنوات الأكثر حساسية في انتقال السياسة النقدية في مصر، وأن قناة سعر الفائدة لم تكن بالقوة الكافية التي تسمح بالاعتماد عليها وحدها في ضبط التضخم أو توجيه النشاط الاقتصادي. وتعد هذه النتيجة مفتاحا مركزيا لقراءة باقي الدراسات، لأنها تعني أن أي أداة غير

[28] Al-Mashat, R., & Billmeier, A. (2007). The Monetary Transmission Mechanism in Egypt (IMF Working Paper WP/07/285). International Monetary Fund.

تقليدية، سواء اتخذت شكل دعم للسيولة أو مبادرات ائتمانية أو توسع في ميزانية البنك المركزي، ستظل محدودة الفعالية إذا لم تترافق مع استقرار نسبي في سعر الصرف وتوقعات التضخم.

ويعزز هذا التشخيص ما توصلت إليه دراسة[29](Helmy et al., 2018)، التي بينت أن انتقال تغيرات سعر الصرف إلى الأسعار المحلية في مصر كان معتبرا نسبيا، وإن ظل غير كامل وبطيئا. فقد أظهرت الدراسة أن أثر صدمات سعر الصرف ينتقل عبر مراحل الأسعار المختلفة، من أسعار الواردات إلى أسعار المنتجين ثم إلى أسعار المستهلكين، مع بروز القناة غير المباشرة عبر أسعار المنتجين. وهذا يعني أن التضخم في مصر لا يتشكل فقط من خلال الطلب المحلي أو سعر الفائدة، بل يتأثر بدرجة كبيرة بحركة العملة وتكلفة الواردات، وهو ما يجعل السياسة النقدية غير التقليدية مقيدة دائما بمخاطر التضخم المستورد وسلوك سعر الصرف.

في المقابل، تنتقل دراسات قناة الإقراض المصرفي، مثل دراسة [30](Shokr et al., 2014) من تحليل القيد الخارجي المرتبط بسعر الصرف إلى تحليل القيد الداخلي المرتبط بالقطاع البنكي. فقد أظهرت هذه الدراسات أن قناة الإقراض المصرفي موجودة في مصر، لكنها ليست موحدة ولا تعمل بالقوة نفسها عبر جميع البنوك. فاستجابة القروض لتغيرات السياسة النقدية تختلف حسب حجم البنك، وسيولته، ورأسماله، وقدرته على تحمل المخاطر. وهذا يفسر لماذا قد تنجح المبادرات الائتمانية الموجهة في بعض القطاعات أو لدى بعضالبنوك، بينما تظل محدودة الأثر لدى بنوك أخرى أو في قطاعات أكثر هشاشة. وبذلك، لا تكمن المشكلة فقط في ضخ السيولة، بل في قدرة الجهاز المصرفي على تحويل هذه السيولة إلى ائتمان فعلي موجه للاقتصاد الحقيقي.

أما الدراسات الأحدث، خاصة دراسة[31](Hashem & Kamel, 2025) فتضع التجربة المصرية داخل سياق أوسع يخص الاقتصادات الناشئة والنامية. فقد تعاملت الدراسة مع توسع أصول البنوك المركزية باعتباره مؤشرا للسياسة النقدية غير التقليدية، وخلصت إلى أن هذه الأدوات يمكن أن تدعم الناتج في الأجل القصير، لكنها قد تولد ضغوطا تضخمية تدريجية في الأجل الأطول. وتكمن أهمية هذه النتيجة في أنها تؤكد أن

[29] Helmy, O., Fayed, M., & Hussien, K. (2018). Exchange rate pass-through to inflation in Egypt : A structural VAR approach. Review of Economics and Political Science, 3(2), 2-19. https://doi.org/10.1108/REPS-07-2018-001

[30] Shokr, M. A., Karim, Z. A., Jusoh, M., & Zaidi, Mohd. A. S. S. (2014). The Bank Lending Channel of Monetary Policy? The Panel Evidence from Egypt. Gadjah Mada International Journal of Business, 16(3), 255. https://doi.org/10.22146/gamaijb.5659

[31] Hashem, H. Y., & Kamel, S. M. (2025). The Impact of Unconventional Monetary Policy on Economic Growth : Empirical Evidence from Emerging Markets with Special Reference to Egypt. مجلة جامعة الإسكندرية للعلوم الإدارية, 62(5), 383-418

أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في الاقتصادات الناشئة ليست محايدة، ولا يمكن فصلها عن مستوى تطور الأسواق المالية، ومصداقية السياسة النقدية، وحساسية التضخم وسعر الصرف.

ومن زاوية التجربة العملية، كشفت جائحة كوفيد-19 أن البنك المركزي المصري لم يستخدم سياسة تيسير كمي بالمعنى الضيق، أي شراء واسع ومنهجي للأصول كما حدث في الولايات المتحدة أو منطقة اليورو، بل لجأ إلى أدوات غير تقليدية ذات طابع ائتماني واحترازي. فقد شملت التدخلات خفض أسعار الفائدة، وتأجيل الاستحقاقات الائتمانية، ودعم القطاعات المتضررة، وتوفير التمويل لرأس المال العامل، وتخفيف بعض القيود التنظيمية، وتعزيز أدوات الدفع الإلكتروني والشمول المالي. لذلك، فإن جوهر التجربة المصرية خلال الأزمة لم يكن توسيع الميزانية العمومية للبنك المركزي كهدف مستقل، بل حماية قناة الإقراض ومنع تحول الصدمة الصحية إلى أزمة ائتمان أو أزمة استقرار مالي.

وعليه، تتقاطع الدراسات عند نتيجة مركزية مفادها أن السياسة النقدية غير التقليدية في مصر لا يمكن فهمها كنموذج تيسير كمي كلاسيكي، بل كتجربة اقتصاد ناشئ يتحرك داخل هامش ضيق بين سعر الصرف، والتضخم، والمديونية، وهشاشة قنوات الائتمان. كما تتقاطع في التأكيد على أن فعالية الأدوات غير التقليدية لا تتوقف على حجم التدخل فقط، بل على القناة التي ينتقل عبرها الأثر. فإذا كانت قناة سعر الصرف مهيمنة، فإن أي توسع نقدي قد يتحول إلى ضغط تضخمي؛ وإذا كانت قناة الإقراض غير متجانسة، فإن ضخ السيولة لا يضمن تلقائيا توسع القروض، وإذا كانت الأسواق المالية غير عميقة، فإن أدوات شراء الأصول تفقد جزءا من فعاليتها مقارنة بالاقتصادات الصناعية.

أما مواضع الاختلاف بين الدراسات، فهي لا تعكس تناقضا كاملا بقدر ما تعكس اختلافا في زاوية التحليل. فالدراسات الكلية المبكرة تميل إلى إبراز ضعف قناة سعر الفائدة وهيمنة سعر الصرف، بينما تظهر الدراسات المعتمدة على بيانات البنوك أن قناة الإقراض المصرفي تصبح أوضح عند النزول إلى مستوى البنوك الفردية. كما أن الدراسات الحديثة حول توسع ميزانيات البنوك المركزية تعطي صورة أكثر تفاؤلا حول أثر السياسات غير التقليدية على النمو، لكنها في الوقت نفسه تنبه إلى آثار تضخمية متأخرة. ومن ثم، فإن الاختلاف بين هذه الدراسات يسمح ببناء قراءة أكثر توازنا على أن السياسة النقدية غير التقليدية في مصر قد تدعم النمو والائتمان وقت الأزمات، لكنها لا تستطيع تجاوز القيود الهيكلية المرتبطة بسعر الصرف، والتضخم، وضعف عمق الأسواق المالية.

ومن منظور مقارن، تقدم التجربة المصرية درسا مهما للاقتصادات الناشئة، ومنها الجزائر. فالأدوات غير التقليدية تكون مفيدة عندما تستخدم لحماية قنوات التمويل، وتخفيف الصدمات، وتجنب انكماش الائتمان، لكنها لا تعوض غياب إطار نقدي موثوق ومستقر. كما أن استخدام أدوات دفاعية مثل شهادات الادخار

ذات العوائد المرتفعة، كما حدث في مصر بعد تعويم 2016 ولاحقا مع شهادات25% و30%، يبين أن بعض التدخلات قد تنجح مؤقتا في امتصاص السيولة والحد من الدولرة، لكنها ترفع تكلفة التمويل، وتزيد أعباء خدمة الدين، وتضغط على البنوك والمالية العامة. لذلك، فهي ليست سياسة نقدية غير تقليدية توسعية بالمعنى الدقيق، بل أداة شبه نقدية دفاعية تستخدم عندما تهيمن قناة سعر الصرف وتضعف قنوات الائتمان وأسعار الأصول.

بناء على التسلسل الزمني السابق، يقدم الجدول الآتي خلاصة مركزة لأهم الأدوات النقدية والاستثنائية ذات الطابع غير التقليدي التي استخدمها البنك المركزي المصري خلال الفترة 2016–2026. وقد تم تنظيمه وفق نفس منطق عرض التجارب السابقة، من خلال إبراز الفترة الزمنية، والأداة المعتمدة، والهدف الأساسي، وآلية الانتقال، والمؤشر الكمي الدال، ثم الملاحظة التقييمية. ويسمح هذا العرض بإظهار خصوصية التجربة المصرية، التي لم تعتمد على تيسير كمي واسع، بل على مزيج من تحرير سعر الصرف، والتشديد النقدي الاستثنائي، وإدارة السيولة، والاحتياطي الإلزامي، وأدوات شبه نقدية دفاعية للحد من الدولرة وحماية قناة الإقراض.

الجدول رقم (2-5): خلاصة تركيبية للأدوات النقدية والاستثنائية في تجربة البنك المركزي المصري

الفترة الزمنية	الأداة أو الإجراء الاستثنائي	الهدف الأساسي	آلية الانتقال الرئيسية	المؤشر الكمي الدال	الملاحظة التقييمية
نوفمبر 2016– 2017	تحرير سعر الصرف ورفع الفائدة الاستثنائي	القضاء على فجوة السعر الرسمي والسوق الموازي واستعادة الثقة في الجنيه	قناة سعر الصرف، وقناة الفائدة، وقناة توقعات التضخم	تحرير سعر الصرف في 3 نوفمبر 2016، ورفع الفائدة بـ300 نقطة أساس؛ برنامج IMF بقيمة 12 مليار دولار	مثل نقطة تحول في الإطار النقدي المصري، لكنه نقل صدمة سعر الصرف سريعا إلى التضخم
2016–2017	شهادات الادخار مرتفعة العائد 20%	امتصاص السيولة المحلية والحد من الدولرة بعد التعويم	قناة الادخار بالجنيه وقناة توقعات سعر الصرف	طرح شهادات بعائد 20% من طرف البنوك الحكومية	أداة شبه نقدية دفاعية، ساعدت على دعم الجنيه مؤقتا، لكنها رفعت تكلفة التمويل
2018–2021	التيسير التدريجي بعد الاستقرار النسبي	دعم النشاط الاقتصادي بعد تراجع التضخم	قناة سعر الفائدة وقناة الائتمان	خفض تدريجي للفائدة، مع استقرار سعر الصرف حول 15.7 جنيه/دولار	وفرت مرحلة هدوء نسبي، لكنها اعتمدت على تدفقات المحافظ الأجنبية، ما جعل الاستقرار هشا
2020–2021	تدابير كوفيد-19 الائتمانية والاحترازية	حماية قناة الإقراض ومنع انتقال الصدمة الصحية إلى أزمة ائتمان	قناة السيولة المصرفية، وقناة تأجيل خدمة الدين، وقناة التمويل الموجه	خفض الفائدة بـ300 نقطة أساس، وتأجيل الاستحقاقات الائتمانية لمدة 6 أشهر	لا تمثل QE بالمعنى الضيق، بل سياسة غير تقليدية ذات طابع ائتماني واحترازي
مارس 2022– 2023	تخفيضات متتالية للجنيه ورفع الفائدة	مواجهة خروج رؤوس الأموال وضغوط النقد الأجنبي والتضخم	قناة سعر الصرف، وقناة الفائدة، وقناة توقعات التضخم	انتقال الدولار من نحو 15.7 جنيه إلى حوالي 30 جنيها خلال 2023؛ رفع الفائدة عدة مرات، منها +300 نقطة أساس في ديسمبر 2022	أظهرت هشاشة الاستقرار السابق واعتماد مصر الكبير على التمويل الخارجي وتدفقات المحافظ
سبتمبر 2022	رفع الاحتياطي الإلزامي	امتصاص السيولة المصرفية وتعزيز التشديد النقدي	قناة السيولة البنكية وقناة الائتمان	رفع نسبة الاحتياطي الإلزامي من 14% إلى 18%	أداة كمية مهمة، جعلت التشديد لا يقتصر على سعر الفائدة بل شمل إدارة السيولة داخل البنوك
2022–2023	شهادات الادخار بعائد 25%	الحد من الدولرة واستقطاب الودائع بالجنيه	قناة الادخار المحلي وقناة الثقة في العملة	طرح شهادات بعوائد وصلت إلى 25%	ساعدت مؤقتا على امتصاص السيولة، لكنها زادت كلفة الموارد والضغط على البنوك
فيفري 2024	تشديد نقدي تمهيدي	استعادة فعالية سعر الفائدة قبل تحرير أوسع لسوق الصرف	قناة الفائدة وقناة التوقعات	رفع سعر السياسة بـ200 نقطة أساس	مهد لصدمة مارس 2024، وأظهر أن التصحيح النقدي كان تدريجيا قبل القرار الاستثنائي الكبير
مارس 2024	التخفيض الكبير للجنيه ورفع الفائدة الاستثنائي	توحيد سوق الصرف، القضاء على تراكم الطلب على النقد الأجنبي، وتثبيت توقعات التضخم	قناة سعر الصرف، وقناة الفائدة، وقناة الثقة	رفع الفائدة بـ600 نقطة أساس؛ وصول سعر الإيداع إلى 27.25% وسعر الإقراض إلى 28.25%	أهم لحظة تصحيح في التجربة المصرية الحديثة؛ جمعت بين تعويم واسع وتشديد نقدي قوي
مارس 2024	تعبئة التمويل الخارجي الداعم للإصلاح	تخفيف فجوة النقد الأجنبي ودعم مصداقية التعويم	قناة الاحتياطيات والثقة الخارجية	توسيع برنامج IMF إلى 8 مليارات دولار، وإعلان البنك الدولي دعما بأكثر من 6 مليارات دولار	لا يعد أداة نقدية مباشرة، لكنه كان ضروريا لدعم نجاح قرارات سعر الصرف والفائدة
2024	شهادات ادخار بعائد مرتفع حتى 30%	امتصاص السيولة والحد من الدولرة بعد التعويم الجديد	قناة الادخار بالجنيه وقناة توقعات سعر الصرف	شهادات بعائد تنازلي يبدأ من 30% في السنة الأولى	أداة دفاعية عالية الكلفة؛ تحد من الدولرة مؤقتا لكنها ترفع تكلفة التمويل
2025	بداية التيسير الحذر	الانتقال من التشديد الاستثنائي إلى تطبيع تدريجي مع تراجع التضخم	قناة سعر الفائدة وقناة الائتمان	خفض الفائدة بـ225 نقطة أساس في أفريل 2025؛ تخفيضات تراكمية لاحقة خلال السنة	لا تمثل عودة كاملة إلى التيسير، بل تخفيفا حذرا بعد مرحلة صدمة نقدية قوية
2026	خفض الاحتياطي الإلزامي	تخفيف القيود الكمية على السيولة المصرفية وتحفيز الإقراض تدريجيا	قناة السيولة البنكية وقناة الائتمان	خفض الاحتياطي الإلزامي من 18% إلى 16% في فيفري 2026	يعكس بداية تطبيع أدوات السيولة، مع بقاء السياسة مشروطة بمسار التضخم وسعر الصرف

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات وتقارير كل من:

- Central Bank of Egypt (2022, 2023, 2024, 2025, 2026)
- International Monetary Fund (2016, 2024, 2026)
- (World Bank,2024)

المطلب الثالث: تجربة البنك المركزي البرازيلي

تمثل التجربة البرازيلية نموذجا مختلفا نوعيا عن تجربتي تركيا ومصر في مجال السياسة النقدية غير التقليدية. فالبرازيل تمتلك إطارا مؤسسيا أكثر نضجا، يقوم على نظام استهداف تضخم رسمي منذ سنة 1999، وسوق مالية أكثر عمقا، وبنك مركزي يتمتع باستقلالية قانونية منذ القانون التكميلي رقم 179 لسنة 2021. ولذلك، لم تظهر السياسة النقدية غير التقليدية في البرازيل أساسا في شكل تيسير كمي واسع، بل في صورة استخدام مرن للاحتياطي الإلزامي، وتدخلات لدعم السيولة، وتسهيلات ائتمانية واحترازية، وتوجيه مستقبلي، مع الاحتفاظ بصلاحية شراء الأصول كأداة احتياطية خلال جائحة كوفيد-19.

وتكمن خصوصية التجربة البرازيلية في أن البنك المركزي لم يستخدم الأدوات غير التقليدية بديلا دائما عن سعر الفائدة Selic (Sistema Especial de Liquidação e de Custódia)، الذي يعد سعر الفائدة المرجعي في الاقتصاد البرازيلي ويحتسب على أساس متوسط أسعار الفائدة على عمليات إعادة الشراء لليلة واحدة المضمونة بسندات حكومية اتحادية و يستخدم عبر عمليات السوق المفتوحة لإدارة السيولة بين البنوك وضمان اقتراب السعر الفعلي من الهدف الذي تحدده لجنة السياسة النقدية للبنك (Banco Central do Brasil, 2026)، بل استخدمها أساسا لحماية الاستقرار المالي وضمان استمرار عمل سوق الائتمان أثناء الأزمات. ففي أزمة 2008، مثلت نسب الاحتياطي الإلزامي المرتفعة "ذخيرة سيولة" مكنت البنك المركزي من التدخل السريع دون اللجوء إلى شراء واسع للأصول. أما خلال جائحة كوفيد-19، فقد جمع البنك المركزي بين خفض سعر الفائدة (Selic)إلى مستوى تاريخي، وتحرير سيولة مصرفية كبيرة، وتخفيف بعض المتطلبات الاحترازية، والحصول على صلاحية قانونية لشراء الأصول في السوق الثانوية، دون أن يحول هذه الصلاحية إلى برنامج تيسير كمي فعلي واسع.

1. التسلسل الزمني لاستخدام الأدوات غير التقليدية في تجربة البنك المركزي البرازيلي

يعرض هذا التسلسل أهم مراحل استخدام البنك المركزي البرازيلي للأدوات غير التقليدية، من تحرير السيولة المصرفية أثناء الأزمات إلى العودة التدريجية لمركزية سعر الفائدة في ضبط التضخم.

1.1 استجابة أزمة 2008: الاحتياطي الإلزامي كأداة سيولة رئيسية :The 2008 Crisis Response **2009-2008:**Reserve Requirements as a Main Liquidity Tool

مع اندلاع الأزمة المالية العالمية في 2008، واجه النظام المصرفي البرازيلي ضغوط سيولة حادة، خاصة لدى المؤسسات المالية الأصغر حجما، في ظل تراجع الثقة وارتفاع درجة عدم اليقين في الأسواق. وقد تميزت البرازيل آنذاك بوجود نسب احتياطي إلزامي مرتفعة، وهو ما منح البنك المركزي البرازيلي هامشا واسعا للتدخل من خلال تخفيض هذه النسب وتحرير جزء من السيولة المحتجزة داخل الجهاز المصرفي.

وفي هذا السياق، خفض البنك المركزي البرازيلي متطلبات الاحتياطي الإلزامي، بما ساعد على إعادة السيولة إلى النظام المصرفي ودعم المؤسسات التي تعرضت لضغوط تمويلية. كما تدخل في سوق الصرف من خلال توفير السيولة الدولارية وبيع العملة الأجنبية، إضافة إلى الاستفادة من ترتيبات دولية داعمة. ففي أكتوبر 2008، أعلن الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي إنشاء خطوط مبادلة مؤقتة بالدولار مع عدد من البنوك المركزية، منها البنك المركزي البرازيلي، بقيمة تصل إلى 30مليار دولار لكل بنك مركزي مشارك، بهدف دعم السيولة الدولارية والحد من ضغوط أسواق الصرف خلال ذروة الأزمة .(Federal Reserve, 2008)

وتظهر هذه المرحلة أن السياسة غير التقليدية في البرازيل خلال أزمة 2008 لم تتخذ شكل تيسير كمي، بل اتخذت شكل تحرير سيولة مصرفية، وتدخلات في سوق الصرف، واستخدام خطوط المبادلة الدولية. وقد بين Mesquita و Torósأن استجابة البنك المركزي البرازيلي خلال أزمة 2008 اعتمدت أساسا على أدوات السيولة والاحتياطي الإلزامي والتدخلات الدولارية، لا على شراء أصول طويلة الأجل كما حدث في الاقتصادات الصناعية.(Mesquita & Torós, 2011)

2.1 مرحلة ما قبل الجائحة: تحسين كفاءة الوساطة المالية وخفض كلفة الائتمان Pre-Covid Phase: Improving Financial Intermediation and Credit Cost **2018-2019:**

بعد تجاوز آثار الأزمة المالية العالمية، واصل البنك المركزي البرازيلي استخدام الاحتياطي الإلزامي بوصفه أداة هيكلية لإدارة السيولة وتحسين كفاءة الوساطة المالية. وفي السنوات التي سبقت جائحة كوفيد-19، اتجهت السياسة النقدية والاحترازية في البرازيل إلى تخفيض بعض القيود المرتبطة بالاحتياطيات وتحسين شروط الائتمان، في إطار مسار أوسع يهدف إلى تقليص كلفة التمويل وتعزيز المنافسة داخل القطاع المالي.

ولا تمثل هذه المرحلة سياسة غير تقليدية بالمعنى الضيق، لكنها مهمة لأنها تبين أن الاحتياطي الإلزامي في البرازيل لم يكن مجرد أداة تنظيمية جامدة، بل أداة قابلة للتعديل وفق ظروف السيولة والائتمان. وبذلك دخل البنك المركزي البرازيلي جائحة كوفيد-19 وهو يمتلك خبرة سابقة في استخدام أدوات السيولة، وسوقا مالية أكثر قدرة على امتصاص الصدمات مقارنة بعدد من الاقتصادات الناشئة الأخرى.

3.1 الاستجابة لجائحة كوفيد-19: خفض Selic وحزمة سيولة واسعة Covid-19 Response: Selic Cuts and Broad Liquidity Package **2020-2021:**

مثلت جائحة كوفيد-19 نقطة تحول مهمة في تاريخ السياسة النقدية البرازيلية. فمن جهة، استخدم البنك المركزي الأداة التقليدية عبر تخفيض سعر الفائدة (Selic)تدريجيا ليصل إلى 2%في أوت2020، وهو أدنى مستوى تاريخي آنذاك. ومن جهة أخرى، أعلن في مارس 2020 حزمة واسعة من التدابير لدعم السيولة والائتمان قدرت بنحو 1.2تريليون ريال برازيلي، وشملت، من بين إجراءات أخرى، خفض متطلبات

الاحتياطي على الودائع لأجل من 25%إلى 17% ابتداء من 30 مارس 2020 (Banco Central do Brasil, 2020a).

كما اعتمد البنك المركزي البرازيلي إجراءات فنية لتعزيز سيولة البنوك، من خلال تخفيف قواعد المخصصات على القروض المعاد هيكلتها، وتعديل بعض المعايير الاحترازية لمواجهة آثار الجائحة. وتؤكد وثائق البنك المركزي أن هذه الإجراءات كانت ذات طبيعة مضادة للدورة، وهدفت إلى الحفاظ على قدرة المؤسسات المالية على تمويل الاقتصاد الحقيقي خلال الأزمة .(Banco Central do Brasil, 2020b)

وتبرز أهمية هذه المرحلة في أن البنك المركزي البرازيلي لم يكتف بخفض سعر الفائدة، بل استخدم أدوات متعددة لحماية الوساطة المصرفية ومنع تحول الصدمة الصحية إلى أزمة ائتمان. ولذلك فإن التجربة البرازيلية خلال كوفيد−19 تشبه من حيث الوظيفة تجارب الاقتصادات الصناعية في حماية السيولة والاستقرار المالي، لكنها تختلف عنها من حيث الأداة، لأنها اعتمدت أساسا على تحرير السيولة البنكية والتدابير الاحترازية بدل شراء واسع ومنهجي للسندات الحكومية.

4.1 التعديل الدستوري وصلاحية شراء الأصول: أداة احتياطية لا تيسير كمي فعلي Constitutional Amendment and Asset Purchase Power: A Backstop Rather than Actual QE: ماي 2020

في ماي 2020، حصل البنك المركزي البرازيلي، بموجب التعديل الدستوري المعروف بـ PEC 10/2020أو "ميزانية الحرب"، على صلاحية استثنائية تسمح له بشراء أصول عامة وخاصة في السوق الثانوية خلال حالة الطوارئ العامة. ويعد هذا التطور مهما لأنه منح البنك المركزي البرازيلي، للمرة الأولى، إطارا قانونيا يسمح باستخدام أداة قريبة من التيسير الكمي في حالة اضطراب الأسواق المالية.

غير أن أهمية هذا الإجراء تكمن في أنه بقي في الغالب أداة احتياطية لطمأنة الأسواق، ولم يتحول إلى برنامج شراء أصول واسع كما حدث في الولايات المتحدة أو منطقة اليورو أو اليابان. فقد أشار صندوق النقد الدولي إلى أن البنك المركزي البرازيلي حصل على صلاحية شراء الأصول لكنه لم يكن يعتزم استخدامها على نطاق واسع في تلك المرحلة. كما يوضح بنك التسويات الدولية أن برامج شراء الأصول في الاقتصادات الناشئة خلال كوفيد−19 اختلفت عن التيسير الكمي في الاقتصادات الصناعية من حيث الحجم والهدف، إذ كانت موجهة أساسا لدعم استقرار الأسواق لا لخفض منحنى العائد على نطاق واسع (International Monetary Fund, 2020; Bank for International Settlements, 2023).

وبذلك تمثل تجربة البرازيل حالة فريدة: فقد حصل البنك المركزي على صلاحية قانونية لاستخدام أداة شبيهة بالتيسير الكمي، لكنه احتفظ بها كأداة طوارئ ولم يجعلها محور سياسته النقدية. وهذا يعزز فكرة أن السياسة غير التقليدية في البرازيل ظلت محكومة بإطار مؤسسي حذر، يفضل استخدام أدوات السيولة والاحتياطي الإلزامي قبل الانتقال إلى شراء الأصول.

5.1 التوجيه المستقبلي والتنسيق مع القيد المالي Forward Guidance and the Fiscal Constraint: 2020-2021

إلى جانب أدوات السيولة والاحتياطي الإلزامي، استخدم البنك المركزي البرازيلي التوجيه المستقبلي خلال جائحة كوفيد-19، من خلال الإشارة إلى أن سعر الفائدة (Selic) سيبقى عند مستويات منخفضة لفترة ممتدة، شريطة عدم تدهور الإطار المالي وعدم اختلال توقعات التضخم. ويختلف هذا التوجيه عن نظيره في الاقتصادات الصناعية، لأنه لم يكن وعدا غير مشروط بإبقاء الفائدة منخفضة، بل كان مشروطا بالاستدامة المالية وبقاء توقعات التضخم تحت السيطرة.

تكمن أهمية هذه الأداة في أنها تظهر أن البنك المركزي البرازيلي كان يدرك حدود السياسة النقدية في اقتصاد ناشئ. فالتوجيه المستقبلي قد يدعم الثقة ويخفض توقعات أسعار الفائدة، لكنه قد يفقد فعاليته إذا شكت الأسواق في قدرة السياسة المالية على الحفاظ على الانضباط. ولذلك ربط البنك المركزي البرازيلي موقفه التيسيري بشرط مالي واضح، بما يعكس نضجا مؤسسيا أكبر مقارنة بتجارب ناشئة أخرى استخدمت أدوات غير تقليدية دون إطار توقعات مستقر.

6.1 دورة التشديد النقدي الحاد بعد الجائحة Post-Covid Aggressive Monetary Tightening: مارس 2021 – أوت 2022

مع ارتفاع التضخم بعد الجائحة وعودة الضغوط على الأسعار، كان البنك المركزي البرازيلي من أوائل البنوك المركزية في العالم التي بدأت دورة تشديد نقدي قوية. فقد رفع سعر الفائدة (Selic) من 2% إلى 13.75% خلال فترة قصيرة، في محاولة لإعادة تثبيت توقعات التضخم والحد من الضغوط السعرية. وتظهر هذه المرحلة أن البنك المركزي البرازيلي لم يستخدم الأدوات غير التقليدية كبديل دائم عن سعر الفائدة، بل عاد بسرعة إلى الأداة التقليدية عندما أصبح التضخم هو الخطر الرئيسي.

وتكتسب هذه المرحلة أهمية خاصة لأنها تميز البرازيل عن تركيا. ففي حين تحولت الأدوات غير التقليدية في تركيا جزئيا إلى بديل عن سعر فائدة فاقد للمصداقية، استخدمت البرازيل أدوات السيولة خلال الأزمة، ثم عادت إلى التشديد عبر سعر الفائدة (Selic) بمجرد ظهور ضغوط تضخمية قوية. ولذلك تبدو التجربة البرازيلية أقرب إلى نموذج "استخدام مؤقت للأدوات غير التقليدية ضمن إطار نقدي منضبط"، لا إلى نموذج "تعويض ضعف المصداقية بأدوات بديلة."

7.1 التطبيع ثم التشديد المتجدد Normalisation and Renewed Tightening: 2023-2026

بعد بلوغ Selic مستوى 13.75%، بدأ البنك المركزي البرازيلي دورة خفض تدريجية خلال 2023-2024 مع تراجع التضخم. غير أن عودة الضغوط التضخمية، وتراجع درجة تثبيت التوقعات، وضعف العملة، دفعت البنك المركزي لاحقا إلى تشديد جديد، ليصل سعر الفائدة (Selic) إلى 15% خلال 2025. ثم بدأ خفضا

حذرا في 2026، حيث خفضت لجنة السياسة النقدية (Copom) سعر الفائدة (Selic) إلى 14.50%سنويا في أفريل 2026، مع التأكيد أن القرار يظل منسجما مع استراتيجية إعادة التضخم نحو الهدف Banco) Central do Brasil, 2026b).

ويظل هدف التضخم الرسمي في البرازيل محددا عند 3.00%ابتداء من جانفي 2025، مع هامش تسامح قدره 1.50±نقطة مئوية .لذلك، فإن الأرقام مثل 3.2% أو 3.3% تفهم كتوقعات تضخم لا كأهداف رسمية للبنك المركزي .(Banco Central do Brasil, n.d.)

وبذلك تظهر المرحلة الأخيرة أن البرازيل، رغم استخدامها أدوات غير تقليدية خلال الأزمات، ظلت تحافظ على مركزية هدف التضخم وسعر Selicفي إدارة السياسة النقدية. فالأدوات غير التقليدية استخدمت لدعم السيولة والاستقرار المالي، أما ضبط التضخم وتثبيت التوقعات فبقي مرتبطا أساسا بسعر الفائدة ومصداقية البنك المركزي.

2. تقييم التجربة البرازيلية

تختلف تجربة البنك المركزي البرازيلي عن تجارب الاحتياطي الفيدرالي أو البنك المركزي الأوروبي أو بنك اليابان، لأنها لم تقم على التيسير الكمي الواسع باعتباره الأداة المركزية للسياسة النقدية غير التقليدية. فقد ظل سعر الفائدة (Selic) الأداة المحورية في إدارة السياسة النقدية، بينما استخدمت الأدوات غير التقليدية غالبا في شكل إجراءات كلية احترازية وسيولية، مثل الاحتياطي الإلزامي، دعم السيولة، تخفيف متطلبات رأس المال، برامج دعم الائتمان، والتوجيه المستقبلي، مع حضور محدود لفكرة مشتريات الأصول خلال أزمة كوفيد-19.

وعليه، فإن تقييم التجربة البرازيلية لا ينبغي أن يبحث عن "تيسير كمي برازيلي" بالمعنى الأمريكي أو الياباني، بل عن كيفية توظيف البنك المركزي البرازيلي للأدوات غير السعرية من أجل دعم السيولة، الحفاظ على استمرارية الائتمان، تعزيز الاستقرار المالي، وتحسين انتقال السياسة النقدية إلى أسعار الإقراض.

تكشف الدراسات المتعلقة بالتجربة البرازيلية أن السياسة النقدية غير التقليدية في الاقتصادات الناشئة لا تأخذ بالضرورة شكل التيسير الكمي الواسع، بل قد تظهر في صورة أدوات سيولية واحترازية تستهدف الائتمان والاستقرار المالي. وتتقاطع أغلب الدراسات في نتيجة أساسية مفادها أن الاحتياطي الإلزامي، وتحرير هوامش رأس المال، وقيود توزيع الأرباح، وتسهيلات السيولة، كانت أدوات فعالة في دعم الائتمان خلال فترات الضغط المالي، لكنها لم تتحول إلى بديل كامل عن سعر الفائدة (Selic)أو عن إطار استهداف التضخم.

فعلى مستوى الاحتياطي الإلزامي، تؤكد دراسات (Barroso et al.[32], 2020; Brei & Moreno[33], 2018; Glocker & Towbin[34], 2015) أن هذه الأداة مكنت البنك المركزي البرازيلي من التأثير في الائتمان دون اللجوء إلى تيسير كمي واسع. غير أن فعاليتها لم تكن مطلقة؛ فهي كانت أكثر وضوحا في قناة الإقراض والسيولة، بينما بقي أثرها محدودا في ضبط التضخم، لأن التضخم في البرازيل يرتبط أيضا بسعر الصرف، والتوقعات، وأسعار السلع، والوضعية المالية العامة. ومن هنا تظهر أول نقطة اختلاف: الاحتياطي الإلزامي أداة قوية لضبط الائتمان، لكنه ليس أداة كافية لتحقيق استقرار الأسعار.

أما خلال أزمة كوفيد-19، فتظهر دراسة[35](Norden et al., 2021) أن الصدمة الصحية أثرت سلبا في الائتمان المحلي، وأن التدخلات العامة والبنوك المملوكة للدولة خففت هذا الأثر جزئيا دون أن تلغيه بالكامل. وتكمل دراسة[36](Bandeira & Ornelas, 2026) هذه الصورة من زاوية أكثر احترازية، إذ تبين أن التحرير الجزئي لهامش الحفاظ على رأس المال، مع القيود المؤقتة على توزيع الأرباح، ساعد البنوك على الاستمرار في منح الائتمان مع الحفاظ على الملاءة المالية. وقد أوضحت الدراسة أن هذه الإجراءات عملت معا: تحرير رأس المال خلق قدرة إضافية على الإقراض، وقيود الأرباح منعت تحويل هذا الحيز إلى توزيعات بدل توجيهه لدعم الاستقرار.

غير أن تقرير[37](CGFS, 2023) يضع هذه النتائج في سياق مقارن أوسع، إذ يوضح أن مشتريات الأصول في الاقتصادات الناشئة خلال كوفيد-19 استخدمت غالبا لمعالجة اختلالات الأسواق وضمان انتقال السياسة النقدية، وليس بالضرورة لتحفيز الطلب الكلي كما في التيسير الكمي التقليدي. وبالنسبة للبرازيل تحديدا، لم يتحول التفويض القانوني الممنوح للبنك المركزي إلى برنامج شراء أصول واسع، بل بقي أقرب إلى أداة احتياطية لطمأنة الأسواق وتحسين السيولة خلال فترة الضغط المالي.

---

[32] Barroso, J. B. R. B., Gonzalez, R. B., Peydró, J.-L., & Van Doornik, B. F. N. (2020). Countercyclical Liquidity Policy and Credit Cycles : Evidence from Macroprudential and Monetary Policy in Brazil (Working Paper Series No 537).Banco Central do Brasil.

[33] Brei, M., & Moreno, R. (2018). Reserve requirements and capital flows in Latin America (BIS Working Papers No 741). Bank for International Settlements. https://ideas.repec.org/p/bis/biswps/741.html

[34] Glocker, C., & Towbin, P. (2015). Reserve requirements as a macroprudential instrument – Empirical evidence from Brazil. Journal of Macroeconomics, 44, 158-176. https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2015.02.007

[35] Norden, L., Mesquita, D., & Wang, W. (2021). COVID-19, policy interventions and credit : The Brazilian experience. Journal of Financial Intermediation, 48, 100933. https://doi.org/10.1016/j.jfi.2021.100933

[36] Bandeira, F. M., & Ornelas, J. R. H. (2026). Covid-19 Pandemic Crisis and Macroprudential Policy Measures in Brazil (Working Papers Series No 642). Central Bank of Brazil, Research Department. https://ideas.repec.org/p/bcb/wpaper/642.html

[37] CGFS, C. (2023). Central bank asset purchases in response to the Covid-19 crisis. https://www.bis.org/publ/cgfs68.htm

وعليه، فإن نقطة التقاطع الأساسية بين الدراسات هي أن التجربة البرازيلية تؤكد أهمية الأدوات غير السعرية في الاقتصادات الناشئة، خصوصا عندما يكون النظام المالي قائما على البنوك أكثر من اعتماده على أسواق سندات عميقة. أما نقطة الاختلاف فتتعلق بحدود هذه الأدوات: فهي فعالة في إدارة السيولة، وتخفيف شح الائتمان، وحماية الاستقرار المالي، لكنها لا تكفي وحدها لضبط التضخم أو بناء مصداقية نقدية طويلة الأجل.

ومن هنا يمكن استخلاص الدرس المقارن الأهم: البرازيل لا تقدم نموذجا لتيسير كمي على النمط الأمريكي أو الياباني، بل تقدم نموذجا أكثر قربا من الاقتصادات الناشئة، حيث تكون "مساحة التدخل" موجودة في الاحتياطي الإلزامي، وهوامش رأس المال، وأدوات السيولة، ودور البنوك العامة. وهذا يجعل التجربة البرازيلية ذات قيمة خاصة بالنسبة للجزائر، لأن اقتصادا مصرفيا محدود العمق المالي قد يتأثر أكثر بأدوات الاحتياطي والسيولة والتمويل الموجه، مقارنة بأدوات شراء الأصول التي تتطلب سوق سندات عميقة وذات سيولة عالية.

وبذلك، تثبت التجربة البرازيلية أن التيسير الكمي ليس الطريق الوحيد للسياسة النقدية غير التقليدية. فقد يكون الاحتياطي الإلزامي، في بعض السياقات، أكثر ملاءمة وأقل مخاطرة، بشرط أن يستند إلى قطاع مصرفي قادر على تمرير السيولة، وإطار احترازي مرن، وبنك مركزي يتمتع بمصداقية مؤسساتية كافية. أما دون هذه الشروط، فقد تتحول الأدوات غير التقليدية من آليات لتخفيف الصدمات إلى مجرد إجراءات مؤقتة محدودة الأثر.

بناء على التسلسل الزمني والتحليل السابقين، يوضح الجدول الآتي أهم الأدوات النقدية وغير التقليدية التي استخدمها البنك المركزي البرازيلي خلال الأزمات، مع إبراز خصوصية التجربة البرازيلية التي لم تعتمد على تيسير كمي واسع، بل على مزيج من الاحتياطي الإلزامي، تسهيلات السيولة، أدوات رأس المال، التوجيه المستقبلي، ودور البنوك العمومية. ويظهر هذا العرض أن البرازيل استخدمت الأدوات غير السعرية كأدوات مكملة سعر الفائدة (Selic)، لا كبديل عنه أو عن إطار استهداف التضخم.

الجدول رقم (2-6): خلاصة تركيبية للأدوات غير التقليدية وشبه غير التقليدية في تجربة البنك المركزي البرازيلي

الفترة الزمنية	الأداة أو الإجراء	الهدف الأساسي	آلية الانتقال الرئيسية	المؤشر الكمي الدال	الملاحظة التقييمية
2008–2009	تخفيض الاحتياطي الإلزامي خلال الأزمة المالية العالمية	تحرير السيولة ودعم البنوك المتضررة من شح التمويل	قناة السيولة البنكية وقناة الإقراض	ضخ سيولة تعادل حوالي 2.8% من الناتج المحلي الإجمالي وفق Barroso . et al	مثل الاحتياطي الإلزامي خط الدفاع الأول في البرازيل، بديلا عن اللجوء إلى تيسير كمي واسع
2008–2009	تدخلات في سوق الصرف وخط مبادلة بالدولار مع الاحتياطي الفيدرالي	دعم السيولة الدولارية والحد من ضغوط سعر الصرف	قناة السيولة الخارجية وقناة الثقة في العملة	خط مبادلة مع الاحتياطي الفيدرالي بقيمة تصل إلى 30 مليار دولار	عزز قدرة BCB على مواجهة ضغوط العملة دون تحويل الأزمة إلى اضطراب مصرفي شامل
2010	إعادة تشديد الاحتياطي الإلزامي بعد الأزمة	الحد من التوسع الائتماني بعد مرحلة ضخ السيولة	قناة الائتمان وقناة السيولة المصرفية	سحب سيولة تعادل حوالي 1.9% من الناتج المحلي الإجمالي وفق Barroso . et al	يبرز الطابع الدوري المضاد للاحتياطي الإلزامي: يخفض وقت الأزمة ويرفع وقت الرواج
2015–2018	استخدام الاحتياطي الإلزامي كأداة كلية احترازية	كبح نمو الائتمان وتخفيف مخاطر الاستقرار المالي	قناة الإقراض البنكي وقناة هوامش الفائدة	دراسات Brei و Towbin & Glocker Moreno & تؤكد تأثيره في أسعار القروض والائتمان	أداة فعالة لضبط الائتمان، لكنها لا تعوض سعر Selic في مكافحة التضخم
مارس 2020	حزمة سيولة واسعة خلال كوفيد-19	حماية السيولة المصرفية ومنع انكماش الائتمان	قناة السيولة وقناة التمويل المصرفي	حزمة تدابير بنحو 1.2 تريليون ريال برازيلي	تعكس نموذجا غير تقليدي قائما على السيولة والاحتراز، لا على شراء الأصول
مارس 2020	خفض الاحتياطي على الودائع لأجل	تحرير السيولة داخل البنوك ودعم قدرتها على الإقراض	قناة الاحتياطي الإلزامي وقناة الائتمان	خفض الاحتياطي على الودائع لأجل من 25% إلى 17%	وسيلة مباشرة لتحرير السيولة دون تغيير دائم في بنية السياسة النقدية
2020	خفض سعر Selic إلى مستوى تاريخي	دعم النشاط الاقتصادي وخفض تكلفة التمويل	قناة سعر الفائدة وقناة التوقعات	وصول سعر الفائدة (Selic) إلى 2% في أوت 2020	رغم استخدام أدوات غير تقليدية، ظل Selic الأداة المركزية للسياسة النقدية
2020	التوجيه المستقبلي Forward Guidance	تثبيت توقعات السوق حول بقاء الفائدة منخفضة	قناة التوقعات وقناة منحنى العائد	ربط استمرار الفائدة المنخفضة بشرط الانضباط المالي واستقرار التوقعات	توجيه مستقبلي مشروط، يعكس حساسية السياسة النقدية البرازيلية للقيد المالي
ماي 2020	التعديل الدستوري PEC 10/2020 ومنح BCB صلاحية شراء الأصول	طمأنة الأسواق وتحسين السيولة في حالة الطوارئ	قناة الثقة وقناة سيولة السوق الثانوية	منح تفويض قانوني لشراء أصول عامة وخاصة في السوق الثانوية	بقيت الصلاحية أداة احتياطية ولم تتحول إلى QE فعلي واسع
مارس 2020	تدخلات الخزينة في سوق السندات	تحسين سيولة السوق الثانوية وتوفير أسعار مرجعية	قناة سيولة سوق السندات وقناة الأسعار المرجعية	صافي مشتريات بنحو 33.1 مليار ريال بين 12 و25 مارس 2020، 77% منها في سندات طويلة مرتبطة بالتضخم	أقرب إلى أداة استقرار سوقي منها إلى تيسير كمي تقليدي
2020	تخفيف هامش الحفاظ على رأس المال وقيود توزيع الأرباح	تمكين البنوك من مواصلة الإقراض مع الحفاظ على الملاءة	قناة رأس المال البنكي وقناة الائتمان	تخفيض هامش الحفاظ على رأس المال من 2.5% إلى 1.25% من الأصول المرجحة بالمخاطر	أداة كلية احترازية فعالة؛ تحرير رأس المال خلق قدرة على الإقراض وقيود الأرباح حافظت على رأس المال
2020	دور البنوك العمومية في دعم الائتمان	تخفيف أثر الجائحة على القروض المحلية	قناة البنوك العامة وقناة التمويل المحلي	أظهرت دراسة Norden et al. أن البنوك العمومية منحت ائتمانا أكثر من البنوك الخاصة خلال الأزمة	دور داعم لكنه أقل قوة من أزمة 2008 بسبب طبيعة صدمة كوفيد-19 المزدوجة
مارس 2021– أوت 2022	دورة تشديد نقدي حادة بعد الجائحة	إعادة تثبيت توقعات التضخم ومواجهة ارتفاع الأسعار	قناة سعر الفائدة وقناة التوقعات	رفع سعر الفائدة (Selic) من 2% إلى 13.75%	يؤكد أن الأدوات غير التقليدية في البرازيل لم تكن بديلا دائما عن سعر الفائدة
2023–2024	تطبيع تدريجي وخفض سعر الفائدة (Selic)	مرافقة تراجع التضخم وتخفيف التشديد	قناة سعر الفائدة وقناة الائتمان	خفض تدريجي لـ سعر الفائدة (Selic) بعد بلوغه 13.75%	تطبيع حذر يعكس تمسك BCB بإطار استهداف التضخم
2025–2026	تشديد متجدد ثم خفض حذر	مواجهة عودة الضغوط التضخمية ثم بدء معايرة تدريجية	قناة التوقعات وقناة سعر الفائدة	بلوغ سعر الفائدة (Selic) نحو 15% في 2025، ثم خفضه إلى 14.50% في أفريل 2026	يبين أن Selic ظل محور السياسة النقدية، بينما بقيت الأدوات غير التقليدية مكملة ومؤقتة

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على دراسات وبيانات وتقارير كل من:

- (Bandeira & Ornelas, 2026)
- (Bank for International Settlements, 2023)
- (Barroso et al. , 2020)
- (Brei & Moreno , 2018)

- (CGFS, 2023)
- (Federal Reserve, 2008)
- (Glocker & Towbin , 2015)
- (International Monetary Fund, 2020)
- (Mesquita & Torós, 2011)
- (Norden et al., 2021)
- Banco Central do Brasil (2020a, 2020b, 2026, 2026b, n.d)

المبحث الثالث: التركيب المقارن للتجارب الدولية وقابلية تكييفها مع السياق الجزائري

يأتي هذا المبحث بعد عرض تجارب السياسة النقدية غير التقليدية في الاقتصادات الصناعية والناشئة، بهدف الانتقال من التحليل الوصفي المنفرد لكل تجربة إلى بناء قراءة مقارنة تسمح باستخلاص الدروس العامة وشروط الفعالية. ولا يقصد بالمقارنة هنا ترتيب التجارب من حيث النجاح أو الفشل، بل فهم العلاقة بين طبيعة الأداة، والسياق المؤسسي، وعمق الأسواق المالية، وقنوات انتقال السياسة النقدية.

ومن هذا المنطلق، يتناول المطلب الأول التركيب المقارن للتجارب الدولية من خلال تصنيفها إلى أنماط كبرى، وبناء جدول مقارن يبرز أوجه التشابه والاختلاف بينها. أما المطلب الثاني، فيركز على قابلية تكييف أدوات السياسة النقدية غير التقليدية مع الجزائر، من خلال التمييز بين الأدوات غير القابلة للنقل المباشر، والأدوات القابلة للتكييف الجزئي، والشروط المؤسساتية اللازمة لذلك. في حين يخصص المطلب الثالث لتشخيص التجربة الجزائرية ذاتها، من خلال التمويل غير التقليدي لسنة 2017 والبرنامج الخاص لإعادة التمويل لسنة 2021، مع إبراز الخصائص الهيكلية التي تجعل الجزائر حالة هجينة تستدعي اختبارا قياسيا خاصا في الفصل الموالي.

المطلب الأول: التركيب المقارن للتجارب الدولية في السياسة النقدية غير التقليدية

بعد عرض التجارب الدولية بصورة منفردة، يهدف هذا المطلب إلى الانتقال من التحليل الوصفي لكل تجربة إلى بناء قراءة تركيبية مقارنة تسمح باستخلاص الأنماط العامة لاستخدام السياسة النقدية غير التقليدية. ولا يقصد بالمقارنة هنا المفاضلة بين التجارب أو ترتيبها من حيث النجاح والفشل، بل فهم العلاقة بين طبيعة الأداة المستخدمة، والسياق الاقتصادي والمؤسسي الذي نشأت فيه، وقنوات انتقالها إلى الأسواق المالية والقطاع الحقيقي.

وتكتسب هذه القراءة المقارنة أهمية خاصة لأن السياسة النقدية غير التقليدية لا تمثل نموذجا موحدا يمكن تعميمه على مختلف الاقتصادات، بل تتخذ أشكالا متعددة حسب طبيعة الأزمة ودرجة تطور الأسواق المالية ومصداقية البنك المركزي وهيكل النظام المصرفي. فمن جهة، ارتبطت تجارب الولايات المتحدة ومنطقة اليورو واليابان ببلوغ أسعار الفائدة مستويات قريبة من الحد الأدنى الفعلي، مما دفع البنوك المركزية إلى توظيف أدوات مثل شراء الأصول والتوجيه المستقبلي وأسعار الفائدة السلبية. ومن جهة أخرى، كشفت

تجارب تركيا ومصر والبرازيل أن الاقتصادات الناشئة قد تلجأ إلى أدوات مختلفة، ترتبط أكثر بإدارة السيولة، وضبط الائتمان، واحتواء ضغوط سعر الصرف، والمحافظة على الاستقرار المالي.

1. الأنماط الكبرى للسياسة النقدية غير التقليدية

يكشف التحليل المقارن للتجارب الدولية أن السياسة النقدية غير التقليدية لا يمكن اختزالها في التيسير الكمي وحده، رغم أن هذا الأخير أصبح أكثر الأدوات شهرة بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008. فالخبرة الدولية تظهر وجود ثلاثة أنماط رئيسية: نموذج الحد الأدنى الصفري في الاقتصادات الصناعية، والنموذج المؤسسي الناشئ المرتكز على أدوات السيولة والاحتياط، والنموذج غير الأرثوذكسي الذي يظهر في ظل قيود سياسية أو خارجية حادة.

- **نموذج الحد الأدنى الصفري: التيسير الكمي الكلاسيكي**

يمثل هذا النمط التجارب التي ظهرت في الاقتصادات الصناعية، خاصة الولايات المتحدة، ومنطقة اليورو، واليابان. وقد نشأ في سياق أصبحت فيه أسعار الفائدة قصيرة الأجل قريبة من الحد الأدنى الفعلي، بما حد من قدرة السياسة النقدية التقليدية على تحفيز الطلب أو تثبيت التوقعات. لذلك انتقلت البنوك المركزية إلى أدوات تستهدف العوائد طويلة الأجل وشروط التمويل الأوسع، مثل شراء السندات الحكومية والأوراق المالية المدعومة بالأصول، والتوجيه المستقبلي، وأسعار الفائدة السلبية، والتحكم في منحنى العائد.

في الولايات المتحدة، تجسد هذا النمط في برامج شراء الأصول واسعة النطاق التي اعتمدها الاحتياطي الفيدرالي بعد أزمة 2008، ثم أعاد توظيفها خلال جائحة كوفيد-19. وقد عملت هذه البرامج عبر قنوات متعددة، أهمها قناة إعادة توازن المحافظ، وقناة الإشارة، وقناة السيولة، إذ أدى تدخل البنك المركزي إلى خفض العوائد طويلة الأجل وتحسين شروط التمويل. وقد بينت دراسات Gagnon et al. و Krishnamurthy and Vissing-Jorgensen وSwanson أن أثر هذه الأدوات كان واضحا في الأسواق المالية، خصوصا في خفض عوائد السندات وتحسين أوضاع الائتمان، وإن ظل أثرها على التضخم والنشاط الحقيقي أكثر تباينا.

أما في منطقة اليورو، فقد ارتبطت السياسة النقدية غير التقليدية بتعقيدات إضافية ناجمة عن تعدد الدول الأعضاء وتفاوت أوضاعها المالية والمصرفية. لذلك لم يقتصر تدخل البنك المركزي الأوروبي على شراء الأصول، بل شمل أيضا عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل الموجهة، خاصةTLTRO ، التي هدفت إلى دعم قناة الإقراض المصرفي. وتظهر هذه التجربة أن السياسة غير التقليدية قد تكون أكثر فعالية عندما لا تقتصر على شراء الأصول، بل ترتبط أيضا بآليات تمويل موجهة نحو البنوك والاقتصاد الحقيقي.

أما اليابان، فتمثل الحالة الأكثر امتدادا زمنيا في استخدام الأدوات غير التقليدية. فقد انتقل بنك اليابان من التيسير الكمي إلى التيسير الكمي والنوعي، ثم إلى أسعار الفائدة السلبية والتحكم في منحنى العائد. غير أن التجربة اليابانية تكشف في الوقت نفسه حدود هذه الأدوات، إذ نجحت بدرجة أكبر في خفض العوائد

ودعم أسعار الأصول، لكنها واجهت صعوبة في تحقيق تضخم مستدام قريب من الهدف المعلن. ومن هنا يظهر أن توسع ميزانية البنك المركزي لا يكفي وحده إذا ظلت قنوات الطلب والاستثمار والتوقعات ضعيفة.

وعليه، يقوم نموذج الحد الأدنى الصفري على ثلاثة شروط أساسية: وجود سوق سندات عميقة وسائلة، ومصداقية مؤسساتية عالية للبنك المركزي، ومنحنى عائد قادر على نقل أثر مشتريات الأصول إلى شروط التمويل الأوسع. وبدون هذه الشروط، يفقد التيسير الكمي جزءا كبيرا من فعاليته، وقد يتحول إلى توسع في ميزانية البنك المركزي دون أثر قوي على النشاط الحقيقي.

- **النموذج المؤسسي الناشئ: أدوات السيولة والاحتياطي الإلزامي**

يمثل النموذج البرازيلي نمطا مختلفا عن التيسير الكمي الكلاسيكي. فالبرازيل لم تواجه قيد الحد الأدنى الصفري بالمعنى نفسه الذي عرفته الولايات المتحدة أو اليابان أو منطقة اليورو، ولم تعتمد على شراء واسع للأصول كأداة مركزية. بل اعتمد البنك المركزي البرازيلي على أدوات أكثر ارتباطا ببنية الاقتصاد الناشئ، خاصة الاحتياطي الإلزامي، وتسهيلات السيولة، والتدابير الكلية الاحترازية، مع الإبقاء على سعر الفائدة الأساسي Selic كأداة مركزية لضبط التضخم.

تكشف هذه التجربة أن الاحتياطي الإلزامي يمكن أن يتحول من أداة تنظيمية تقليدية إلى أداة نشطة لإدارة السيولة والائتمان. ففي فترات الضغط المالي، يمكن لتخفيض الاحتياطي الإلزامي أن يحرر سيولة فورية داخل الجهاز المصرفي، بما يدعم قدرة البنوك على الإقراض. وفي فترات التوسع الائتماني، يمكن رفعه أو تعديله لسحب السيولة والحد من المخاطر المالية. وقد أكدت دراسات Glocker و Towbin و Breiو Moreno و .Barroso et alأن هذه الأداة أثرت في عرض الائتمان وأسعار القروض، لكنها لم تكن بديلا كاملا عن سعر الفائدة الأساسي في ضبط التضخم.

وتجلت أهمية هذا النمط خلال أزمة كوفيد-19، عندما لجأ البنك المركزي البرازيلي إلى حزمة واسعة من أدوات السيولة والتخفيف الاحترازي، دون أن يتحول ذلك إلى برنامج تيسير كمي واسع. كما أن الصلاحية القانونية التي منحت له لشراء الأصول بقيت أقرب إلى أداة احتياطية لطمأنة الأسواق، ولم تتحول إلى برنامج شراء أصول واسع على النمط الأمريكي أو الأوروبي. ومن ثم، فإن التجربة البرازيلية تبرز نموذجا أكثر ملاءمة لبعض الاقتصادات الناشئة، حيث تمر السياسة غير التقليدية عبر الجهاز المصرفي لا عبر أسواق سندات عميقة.

غير أن هذا النمط ليس خاليا من القيود، ففعالية أدوات الاحتياطي والسيولة تتوقف على قدرة البنوك على تحويل السيولة المحررة إلى ائتمان فعلي، وعلى جودة الإطار الاحترازي، وعلى مصداقية البنك المركزي في منع تحول الإجراءات المؤقتة إلى دعم دائم. لذلك، لا تقدم البرازيل نموذجا بديلا كاملا عن السياسة النقدية

التقليدية، بل تقدم مثالا على كيفية توظيف الأدوات غير السعرية كأدوات مكملة لسعر الفائدة داخل إطار مؤسسي أكثر انضباطا.

- **النموذج غير الأرثوذكسي: الأدوات الاستثنائية تحت قيود المصداقية وسعر الصرف**

يختلف النمط الثالث عن النموذجين السابقين، لأنه لا ينشأ أساسا عن بلوغ سعر الفائدة الحد الأدنى، ولا عن رغبة منظمة في إدارة السيولة المصرفية فحسب، بل يظهر غالبا في سياق ضغوط سياسية أو خارجية حادة. وينطبق ذلك بدرجات مختلفة على تركيا ومصر، مع ضرورة التمييز بين الحالتين.

في تركيا، ارتبطت السياسة النقدية غير التقليدية بداية بمحاولة إدارة تدفقات رؤوس الأموال وتقلبات سعر الصرف عبر أدوات مثل ممر أسعار الفائدة وآلية خيار الاحتياطي، وقد أظهرت هذه الأدوات فعالية نسبية عندما استخدمت كمكمل للسياسة النقدية التقليدية. غير أن المرحلة اللاحقة كشفت أن الأدوات البديلة تفقد فعاليتها عندما تستخدم لتعويض ضعف سعر الفائدة الرسمي أو تراجع استقلالية البنك المركزي. فخفض سعر الفائدة الرئيسي في ظل تضخم مرتفع وتآكل المصداقية أدى إلى ارتفاع توقعات التضخم، وتدهور سعر الصرف، وظهور أدوات دفاعية مكلفة مثل الودائع المحمية من تقلبات العملة.

أما في مصر، فقد ارتبطت الأدوات الاستثنائية أكثر بأزمة سعر الصرف وشح العملة الأجنبية، فقد استخدم البنك المركزي المصري مزيجا من تحرير سعر الصرف، ورفع أسعار الفائدة، وشهادات الادخار ذات العوائد المرتفعة، وإجراءات دعم السيولة والائتمان خلال الأزمات. وتكشف هذه التجربة أن قناة سعر الصرف قد تصبح مهيمنة في الاقتصادات الناشئة، بحيث يتحول أي توسع نقدي غير منضبط إلى ضغط على العملة أو التضخم المستورد. ولذلك، فإن فعالية الأدوات الاستثنائية في الحالة المصرية ظلت مرتبطة بقدرة السياسة الاقتصادية على استعادة الثقة وتوفير النقد الأجنبي، لا بمجرد استعمال أدوات نقدية بديلة.

ومن ثم، فإن الدرس الأساسي من هذا النمط هو أن تعدد الأدوات لا يعوض ضعف الإطار النقدي، فالأدوات غير التقليدية يمكن أن تكون فعالة عندما تكون مكملة لسياسة نقدية ذات مصداقية، لكنها تصبح عالية التكلفة عندما تتحول إلى بديل عن سعر فائدة منسجم مع التضخم، أو إلى وسيلة لتأجيل تصحيح الاختلالات المالية والخارجية.

الجدول رقم (2-7): الفروقات الجوهرية بين التجارب الدولية الست، من حيث السياق الذي ظهرت فيه الأدوات غير التقليدية، والأداة المركزية المعتمدة، وقناة الانتقال الرئيسية، وشروط الفعالية، والمخاطر الأساسية.

المحور	الولايات المتحدة	منطقة اليورو	اليابان	تركيا	مصر	البرازيل
السياق العام	أزمة مالية ثم جائحة مع بلوغ الفائدة حدودا دنيا	أزمة ديون سيادية وتفكك مالي داخل اتحاد نقدي	انكماش مزمن وضعف تضخم طويل الأجل	تضخم مرتفع وضغوط سياسية على السياسة النقدية	شح عملة أجنبية وضغوط سعر صرف وتضخم	صدمات سيولة وأزمات خارجية داخل اقتصاد ناشئ أكثر تنظيما
الأداة المركزية	شراء الأصول واسعة النطاق	APP/PEPP وTLTRO وعمليات	وأسعار YCC وQQE فائدة سلبية	ممر الفائدة، ROM، KKM، أدوات سيولة	التعويم، الفائدة المرتفعة، شهادات الادخار، أدوات سيولة	الاحتياطي الإلزامي، تسهيلات السيولة، Selic
قناة الانتقال الرئيسية	العوائد طويلة الأجل وإعادة توازن المحافظ	قناة السندات وقناة الإقراض المصرفي	منحنى العائد والتوقعات وأسعار الأصول	سعر الصرف والتوقعات والائتمان	سعر الصرف والتضخم المستورد والسيولة	السيولة المصرفية والائتمان والاحتراز الكلي
شرط الفعالية	سوق مالية عميقة ومصداقية عالية	تكامل مالي نسبي وقدرة على دعم البنوك	قدرة على تثبيت العوائد والتوقعات	استقلالية نقدية ومصداقية سعر الفائدة	استقرار سوق الصرف وتوفر تمويل خارجي	إطار مؤسسي منضبط وجهاز مصرفي قادر على تمرير السيولة
المخاطر الرئيسية	تضخم ميزانية البنك المركزي وآثار توزيعية	قيود قانونية وتفاوت بين الدول الأعضاء	صعوبة الخروج وتشوه سوق السندات	فقدان الثقة، تدهور العملة، تضخم مرتفع	تضخم مستورد، دولرة، ارتفاع كلفة الدين	ضغط مالي، عودة التضخم، محدودية أثر السيولة على الائتمان
الدرس المقارن	فعال عندما QE تكون الأسواق عميقة	إعادة التمويل الموجه يدعم قناة الائتمان	التوسع الطويل لا يضمن تضخما مستداما	الأدوات البديلة لا تعوض ضعف المصداقية	سعر الصرف قد يهيمن على كل القنوات	الاحتياطي والسيولة قد يكونان أكثر ملاءمة للاقتصادات المصرفية

المصدر :من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج التجارب الدولية والدراسات والتقارير الرسمية:

Board of Governors of the Federal Reserve System (2008, 2011, 2012a, 2012b, 2013a, 2013b, European ؛ Federal Reserve Bank of New York (2024)؛2020, 2022a, 2022b, 2025a, 2025b) ؛Central Bank (2010a, 2010b, 2012, 2013, 2014, 2019, 2020, 2021, 2022, 2023, 2024, 2025) Central Bank of the Republic ؛Bank of Japan (2006, 2010, 2013, 2015, 2024a, 2024b, 2025) Central Bank of Egypt (2022, 2023, 2024, ؛of Türkiye (2021, 2023, 2024, 2025a, 2025b) Banco Central do Brasil (2020a, 2020b, 2026a, 2026b, n.d.).؛2025, 2026)
Bank for International Settlements (2013, 2015, 2016, 2023)؛ International Monetary Fund (2016, 2020, 2024, 2026)؛ OECD (2023)؛ World Bank (2024)؛ Committee on the Global Financial System – CGFS (2023).
Banque de France (2024)؛ Direction Générale du Trésor (2018)؛ Office of Inspector General (2010)؛ Congressional Research Service (2021)؛ Turkish Statistical Institute (2022).
Labonte (2015)؛ Ghysels et al. (2014)؛ Bandeira & Ornelas (2026)؛ Barroso et al. (2020)؛ Brei & Moreno (2018)؛ Glocker & Towbin (2015)؛ Mesquita & Torós (2011)؛ Norden et al. (2021).

2. المحددات المشتركة لفعالية السياسة النقدية غير التقليدية

رغم اختلاف الأدوات والسياقات، تسمح المقارنة بين التجارب الدولية باستخلاص مجموعة من المحددات المشتركة التي تتحكم في فعالية السياسة النقدية غير التقليدية، ولا ترتبط هذه المحددات بالأداة في حد ذاتها فقط، بل بالإطار المؤسسي والمالي الذي تعمل داخله.

- **الاستقلالية المؤسساتية للبنك المركزي:** فالأدوات غير التقليدية تعتمد بدرجة كبيرة على التوقعات، ولذلك تحتاج إلى بنك مركزي يتمتع بمصداقية كافية حتى يصدق الفاعلون الاقتصاديون التزامه بأهدافه. وقد أظهرت التجارب الصناعية أن مصداقية البنك المركزي ساعدت على جعل التوجيه المستقبلي وشراء الأصول أكثر تأثيرا، بينما أبرزت التجربة التركية أن تآكل الاستقلالية يضعف فعالية الأدوات مهما كانت مبتكرة.
- **عمق السوق المالي وقوة قنوات الانتقال:** فالتيسير الكمي الكلاسيكي لا يعمل في فراغ، بل يتطلب سوق سندات عميقة وسائلة، ومنحنى عائد نشطا، ومؤسسات مالية قادرة على تعديل محافظها. في المقابل، تكشف البرازيل أن الاقتصادات التي تعتمد أكثر على البنوك قد تكون فيها أدوات الاحتياطي الإلزامي والسيولة أكثر فعالية من شراء الأصول، لأنها تؤثر مباشرة في قدرة البنوك على الإقراض.
- **وضوح الهدف وآلية الخروج:** فالأدوات غير التقليدية يجب أن ترتبط بهدف محددا اما لمعالجة اختلال سوقي، أو دعم السيولة، أو تفادي انكماش ائتماني، أو تثبيت التوقعات. كما يجب أن تكون مصحوبة بشروط خروج واضحة، لأن تحول الأداة الاستثنائية إلى ممارسة دائمة يضعف أثرها ويزيد كلفتها. وقد أظهرت تجارب التيسير الكمي أن الخروج من الميزانيات المتضخمة قد يكون أكثر تعقيدا من الدخول فيها.
- **التناسق بين السياسة النقدية والسياسة المالية:** فإذا كانت السياسة المالية توسعية بصورة مفرطة أو غير منضبطة، فإن السياسة النقدية غير التقليدية قد تتحول إلى وسيلة لتمويل العجز أو تأجيل التصحيح، بدلا من أن تكون أداة لاستقرار الاقتصاد. وتبرز هذه المسألة بوضوح في التجارب الناشئة، حيث يمكن أن يؤدي ضعف الانضباط المالي إلى إضعاف العملة ورفع توقعات التضخم.

3. تراجع الأثر الهامشي للأدوات غير التقليدية

من النتائج المشتركة التي تكشفها التجارب الدولية أن أثر الأدوات غير التقليدية يميل إلى التراجع مع تكرار استخدامها، ففي الغالب يكون التدخل الأول أكثر فعالية لأنه يأتي في لحظة اضطراب شديد، ويفاجئ الأسواق، ويعالج اختلالات واضحة في السيولة أو العوائد أو الثقة. أما التدخلات اللاحقة، فتكون أقل قدرةعلى إحداث أثر جديد، لأن الأسواق تكون قد تكيفت مع وجود البنك المركزي، ولأن التوقعات تصبح أكثر تعقيدا.

يظهر ذلك في تجربة الولايات المتحدة، حيث كان أثر برنامج الشراء الأول للأصول (التيسير الكمي الأول QE1) أقوى من البرامج اللاحقة. كما يظهر في اليابان، حيث لم يؤد استمرار التوسع الكمي والنوعي لفترة طويلة إلى تحقيق تضخم مستدام، رغم نجاحه في خفض العوائد. وفي مصر، تراجعت مدة الاستقرار بعد كل موجة جديدة من تخفيض سعر الصرف، بينما في تركيا فقدت الأدوات البديلة جزءا كبيرا من فعاليتها عندما أصبحت تستخدم لتعويض ضعف المصداقية النقدية لا لدعمها.

وتدل هذه الظاهرة على أن السياسة النقدية غير التقليدية ينبغي أن تصمم بوصفها سياسة استثنائية ومؤقتة، لا إطارا دائما لإدارة الاقتصاد. فكلما طال استعمال الأداة، زاد خطر الاعتماد عليها، وتراجعت فعاليتها، وارتفعت تكاليف الخروج منها. ولذلك فإن تقييم أي تجربة غير تقليدية لا يجب أن يقتصر على أثرها الأولي، بل يجب أن يشمل قدرتها على الاستمرار، وكلفة الخروج، واحتمال تحولها إلى مصدر اختلالات جديدة.

المطلب الثاني: قابلية تكييف أدوات السياسة النقدية غير التقليدية مع السياق الجزائري

بعد استخلاص الأنماط الكبرى للسياسة النقدية غير التقليدية في المطلب السابق، يطرح هذا المطلب سؤالا مركزيا يتمثل في مدى قابلية تكييف هذه الأدوات مع السياق الجزائري. ولا يتعلق الأمر هنا بنقل التجارب الدولية بصورة آلية، لأن فعالية الأدوات غير التقليدية لا تنبع من الأداة في حد ذاتها فقط، بل من البيئة المؤسساتية والمالية التي تعمل داخلها، ومن طبيعة الأزمة التي صممت لمواجهتها.

وعليه، فإن قابلية الاستفادة من التجارب الدولية بالنسبة للجزائر ينبغي أن تفهم من زاوية الانتقاء والتكييف لا من زاوية التقليد أو الاستنساخ، فالاقتصاد الجزائري يتميز بخصوصيات تجعل بعض الأدوات محدودة القابلية للنقل، مثل التيسير الكمي الواسع أو أسعار الفائدة السلبية، في حين تبدو أدوات أخرى أكثر قابلية للتكييف، خاصة تلك التي تمر عبر الجهاز المصرفي، مثل عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل الموجهة، والاحتياطي الإلزامي النشط، وأدوات السيولة المؤقتة.

1. الأدوات غير القابلة للنقل المباشر إلى الجزائر

تكشف التجارب الدولية أن بعض أدوات السياسة النقدية غير التقليدية ترتبط بشروط مؤسساتية ومالية دقيقة، تجعل نقلها إلى الاقتصاد الجزائري أمرا صعبا في المرحلة الحالية. ويأتي في مقدمة هذه الأدوات التيسير الكمي الواسع، كما طبق في الولايات المتحدة، ومنطقة اليورو، واليابان. فهذا النموذج يقوم على شراء واسعللأصول المالية، خاصة السندات الحكومية، بهدف التأثير في العوائد طويلة الأجل وتحفيز إعادة توازن المحافظ الاستثمارية.

غير أن فعالية هذا النوع من التدخل تتطلب وجود سوق سندات عميقة وسائلة، ومنحنى عائد حكومي نشط، وقاعدة واسعة من المستثمرين المؤسسيين، وهي شروط لا تتوفر بالدرجة نفسها في الجزائر. لذلك فإن استنساخ التيسير الكمي في اقتصاد محدود العمق المالي قد لا يؤدي إلى خفض فعال للعوائد طويلة الأجل

أو إلى تحفيز الاستثمار، بل قد يتحول إلى توسع نقدي محدود القنوات، خاصة إذا ارتبط بتمويل مباشر أو شبه مباشر للخزينة العمومية.

وتندرج ضمن الأدوات محدودة القابلية للنقل أيضا سياسة التحكم في منحنى العائد، كما في التجربة اليابانية. فهذه الأداة تفترض وجود سوق سندات حكومية نشطة يمكن للبنك المركزي من خلالها استهداف مستوى معين للعوائد طويلة الأجل. أما في حالة سوق مالية محدودة، فإن التحكم في منحنى العائد قد يصبح إجراء شكليا أكثر منه أداة فعالة، لأنه لا توجد قناة سوقية عميقة تسمح بانتقال الأثر إلى شروط التمويل والاستثمار.

كما تبدو أسعار الفائدة السلبية غير ملائمة للسياق الجزائري. فقد استخدمت هذه الأداة في منطقة اليورو واليابان في بيئات يغلب عليها ضعف التضخم أو خطر الانكماش، ووفرة الادخار، وقرب أسعار الفائدة من الحد الأدنى الصفري. أما في الجزائر، فإن الإشكال لا يتمثل في انكماش مزمن أو نقص الطلب بنفس المعنى، بل في ضعف فعالية قناة سعر الفائدة، وحساسية الأسعار لعوامل السيولة وسعر الصرف والواردات، وهيمنة البنوك العمومية على التمويل. ومن ثم، فإن تطبيق أسعار فائدة سلبية قد يضعف ربحية البنوك دون أن يضمن توسعا فعليا في الائتمان المنتج.

كذلك، لا تبدو بعض الأدوات الدفاعية ذات الطابع غير الأرثوذكسي قابلة للنقل بصورة آمنة، مثل آليات حماية الودائع من تقلبات سعر الصرف على النمط التركي، أو شهادات الادخار ذات العوائد الاستثنائية إذا تحولت إلى أداة دائمة لامتصاص السيولة أو تثبيت التوقعات. فرغم أن هذه الأدوات قد تحقق أثرا مؤقتا في تهدئة السوق، إلا أنها قد تنقل المخاطر من القطاع الخاص إلى البنك المركزي أو الخزينة، وترفع كلفة الدين، وتؤجل معالجة الاختلالات الأصلية.

وعليه، فإن الأدوات غير القابلة للنقل المباشر إلى الجزائر تشمل أساسا: التيسير الكمي الواسع، التحكم في منحنى العائد، أسعار الفائدة السلبية وآليات حماية الودائع من سعر الصرف. فهذه الأدوات إما تتطلب أسواقا مالية عميقة، أو مصداقية مؤسساتية عالية، أو قدرة كبيرة على إدارة المخاطر والخروج، وهي شروط لا يمكن افتراض توفرها تلقائيا في الحالة الجزائرية.

2. الأدوات القابلة للتكييف الجزئي مع السياق الجزائري

رغم صعوبة نقل النموذج الكلاسيكي للتيسير الكمي، فإن بعض الأدوات التي كشفتها التجارب الدولية تبدو أكثر قابلية للتكييف مع الجزائر، لأنها لا تعتمد أساسا على أسواق مالية عميقة، بل تمر عبر الجهاز المصرفي. وتأتي في مقدمة هذه الأدوات عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل الموجهة، كما في تجربة البنك المركزي الأوروبي من خلال عمليات اعادة التمويل طويلة الأجل الموجهة (TLTRO).

تظهر هذه التجربة أن إعادة التمويل لا تكون فعالة بمجرد ضخ السيولة في البنوك، بل عندما تربط هذه السيولة بسلوك الإقراض الفعلي. فالبنك المركزي لا يمنح تمويلا طويل الأجل للبنوك كدعم عام، بل يربطه

بتوسع القروض الموجهة إلى الاقتصاد الحقيقي. وهذا الدرس مهم بالنسبة للجزائر، لأن المشكلة لا تتمثل دائما في غياب السيولة، بل في ضعف تحويلها إلى تمويل منتج. ومن ثم، يمكن التفكير في نموذج جزائري لإعادة التمويل الموجه، يمنح البنوك شروطا تفضيلية إذا وسعت قروضها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أو للقطاعات الإنتاجية، أو للاستثمار خارج قطاع المحروقات.

كما تعد أداة الاحتياطي الإلزامي النشط من أكثر الأدوات قابلية للتكييف، فقد أظهرت التجربة البرازيلية أن الاحتياطي الإلزامي يمكن أن يستخدم بصورة مرنة لإدارة السيولة والائتمان، بحيث يخفض في فترات شح السيولة لتحرير موارد مصرفية، ويرفع أو يعاد ضبطه في فترات فائض السيولة للحد من التوسع النقدي غير المرغوب. وتبدو هذه الأداة أكثر ملاءمة للاقتصاد الجزائري من برامج شراء الأصول، لأنها تعمل مباشرة داخل الجهاز المصرفي ولا تحتاج إلى سوق سندات عميقة.

وتعد الأدوات الكلية الاحترازية المؤقتة أيضا قابلة للتكييف في حالات الأزمات، فقد بينت التجربة البرازيلية خلال كوفيد–19 أن تخفيف بعض متطلبات رأس المال، أو تقييد توزيع الأرباح مؤقتا، يمكن أن يساعد البنوك على مواصلة الإقراض مع الحفاظ على الملاءة. ويمكن للجزائر أن تستفيد من هذا المنطق في حالات الصدمات الحادة، بشرط أن تكون الإجراءات مؤقتة ومحددة الهدف، وألا تتحول إلى تخفيف دائم يضعف صلابة الجهاز المصرفي.

كما يمكن توظيف التوجيه المستقبلي بصورة محدودة، فليس المقصود هنا الالتزام المطلق بمسار معين للفائدة كما في الاقتصادات الصناعية، بل تحسين الاتصال النقدي وتوضيح شروط استخدام الأدوات الاستثنائية ومدة بقائها وآلية الخروج منها. ففي الاقتصادات التي تتأثر فيها التوقعات بسرعة بالشائعات أو بغياب الشفافية، يصبح الإعلان الواضح عن هدف الأداة وحدودها الزمنية جزءا من فعاليتها.

وعليه، فإن الأدوات الأكثر قابلية للتكييف مع الجزائر هي تلك التي تنسجم مع بنية الاقتصاد المصرفي، وهي: إعادة التمويل طويلة الأجل الموجهة، الاحتياطي الإلزامي النشط، الاحتياطي الإلزامي المتمايز، أدوات السيولة المؤقتة، التدابير الكلية الاحترازية، والتوجيه المستقبلي. غير أن هذه القابلية تبقى جزئية ومشروطة، لأن الأداة لا تنجح بمجرد اعتمادها، بل بمدى ارتباطها بهدف واضح وآلية تنفيذ قابلة للقياس.

الجدول رقم (2-8): درجة قابلية تكييف بعض الأدوات غير التقليدية مع السياق الجزائري، انطلاقا من التجارب الدولية المدروسة

الأداة	التجربة المرجعية	درجة القابلية للتكييف في الجزائر	مبررات القابلية أو حدودها	الشروط المؤسساتية والتشغيلية اللازمة
التيسير الكمي الكلاسيكي الواسع	الولايات المتحدة، منطقة اليورو، اليابان	ضعيفة	يتطلب سوق سندات عميقة ومنحنى عائد نشطا وقنوات انتقال عبر أسعار الأصول	تطوير السوق المالية، توسيع قاعدة المستثمرين، فصل واضح بين شراء الأصول وتمويل الخزينة
التحكم في منحنى العائد	اليابان	ضعيفة جدا	يفترض وجود سوق سندات حكومية واسعة وسائلة يمكن استهداف عوائدها	بناء منحنى عائد حكومي نشط، شفافية في الإصدارات، قدرة عالية على إدارة الخروج
أسعار الفائدة السلبية	منطقة اليورو، اليابان	ضعيفة	لا تتناسب مع طبيعة التضخم وقنوات الانتقال في الجزائر، وقد تضعف ربحية البنوك	سوق نقدية عميقة، قدرة البنوك على تمرير الأثر، بيئة تضخم منخفض ومستقر
إعادة التمويل طويلة الأجل	منطقة اليورو	متوسطة إلى مرتفعة	تنسجم مع اقتصاد قائم على الوساطة المصرفية، لكنها تحتاج إلى ربطها بالإقراض الفعلي	ضمانات مؤهلة، شروط آجال واضحة، متابعة استعمال السيولة
إعادة التمويل الموجه	TLTROالأوروبية	مرتفعة نسبيا	يمكن أن يحفز البنوك على تمويل القطاعات المنتجة إذا ربط بشروط ائتمانية	تحديد القطاعات المستهدفة، قياس القروض الجديدة، عقوبات أو حوافز حسب الأداء
الاحتياطي الإلزامي النشط	البرازيل	مرتفعة	يؤثر مباشرة في السيولة المصرفية ولا يتطلب سوق سندات عميقة	استخدام دوري ومؤقت، ربطه بوضع السيولة، تنسيق مع أدوات الامتصاص
الاحتياطي الإلزامي المتمايز	البرازيل وتجارب ناشئة	متوسطة إلى مرتفعة	يسمح بتوجيه سلوك البنوك نحو قروض منتجة دون ضخ سيولة عامة	تصنيف واضح للقروض المؤهلة، رقابة مصرفية دقيقة، تجنب التحايل المحاسبي
أدوات السيولة الطارئة	الولايات المتحدة، البرازيل، منطقة اليورو	متوسطة	مفيدة في حالات الضغط المالي لكنها قد تخلق اعتمادا على البنك المركزي	شروط أهلية، آجال قصيرة أو متوسطة، ضمانات جيدة، آلية خروج
التدابير الكلية الاحترازية المؤقتة	البرازيل	متوسطة إلى مرتفعة	تساعد على استمرار الإقراض في الأزمات دون تخفيف دائم للرقابة	تحديد زمني، قيود على توزيع الأرباح، متابعة الملاءة والمخاطر
التوجيه المستقبلي المشروط	الولايات المتحدة، البرازيل	متوسطة	مفيد لتحسين التوقعات إذا كان الخطاب النقدي واضحا ومصداقيته مقبولة	اتصال نقدي منتظم، أهداف قابلة للقياس، عدم التعهد بما يفوق قدرة البنك المركزي
آليات حماية الودائع من الصرف	تركيا	ضعيفة وتحذيرية	قد تنقل مخاطر الصرف إلى الخزينة أو البنك المركزي وترفع الالتزامات الطارئة	لا تستخدم إلا استثنائيا وبسقف صارم، مع شفافية في الكلفة والمخاطر
شهادات ادخار بعوائد استثنائية	مصر	ضعيفة إلى متوسطة وتحذيرية	قد تساعد مؤقتا في امتصاص السيولة، لكنها ترفع كلفة التمويل وتؤجل الإصلاح	سقف زمني، تقييم كلفتها المالية، عدم تحويلها إلى أداة دائمة

المصدر :من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج التجارب الدولية والدراسات والتقارير الرسمية:

Board of Governors of the Federal Reserve System (2008, 2011, 2012a, 2012b, 2013a, 2013b, 2020, 2022a, 2022b, 2025a, 2025b)؛ Federal Reserve Bank of New York (2024)؛ European Central Bank (2010a, 2010b, 2012, 2013, 2014, 2019, 2020, 2021, 2022, 2023, 2024, 2025)؛ Bank of Japan (2006, 2010, 2013, 2015, 2024a, 2024b, 2025)؛ Central Bank of the Republic of Türkiye (2021, 2023, 2024, 2025a, 2025b)؛ Central Bank of Egypt (2022, 2023, 2024, 2025, 2026)؛ Banco Central do Brasil (2020a, 2020b, 2026a, 2026b, n.d.).

Bank for International Settlements (2013, 2015, 2016, 2023)؛ International Monetary Fund (2016, 2020, 2024, 2026)؛ OECD (2023)؛ World Bank (2024)؛ Committee on the Global Financial System – CGFS (2023).

Banque de France (2024)؛ Direction Générale du Trésor (2018)؛ Office of Inspector General (2010)؛ Congressional Research Service (2021)؛ Turkish Statistical Institute (2022).

Labonte (2015)؛ Ghysels et al. (2014)؛ Bandeira & Ornelas (2026)؛ Barroso et al. (2020)؛ Brei & Moreno (2018)؛ Glocker & Towbin (2015)؛ Mesquita & Torós (2011)؛ Norden et al. (2021).

3. الشروط المؤسساتية والتشغيلية لنجاح التكييف

لا يكفي أن تكون الأداة قابلة للتكييف من الناحية التقنية حتى تكون فعالة، فقد كشفت التجارب الدولية أن الأداة نفسها قد تكون نافعة أو خطرة بحسب الإطار الذي تستخدم داخله. لذلك، فإن أي تكييف جزائري لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية يجب أن يستند إلى مجموعة من الشروط.

يتمثل الشرط الأول في وضوح الهدف .فالأداة غير التقليدية لا ينبغي أن تستخدم لمعالجة كل الاختلالات في وقت واحد، بل يجب أن ترتبط بهدف محدد، مثل دعم السيولة، أو تفادي انكماش الائتمان، أو تمويل قطاعات إنتاجية، أو تهدئة اضطراب مالي مؤقت. فإذا غاب الهدف، يصبح من الصعب تقييم الأثر أو تحديد موعد الخروج.

أما الشرط الثاني فهو الطابع المؤقت .فالأدوات غير التقليدية تفقد معناها إذا تحولت إلى ممارسة دائمة. لذلك يجب أن تكون مرتبطة بسقف زمني أو بشروط كمية واضحة، مثل تحسن مؤشرات السيولة، أو عودة نمو الائتمان إلى مستوى معين، أو انخفاض الضغوط التضخمية.

ويتعلق الشرط الثالث بـ وجود آلية خروج معلنة .فالدخول في السياسة غير التقليدية غالبا أسهل من الخروج منها. لذلك ينبغي أن يعلن منذ البداية عن طريقة تقليص الأداة أو وقفها أو امتصاص آثارها، حتى لا تتحول إلى مصدر دائم للسيولة أو إلى قناة تمويل غير مباشرة للعجز.

أما الشرط الرابع فهو الفصل بين دعم السيولة وتمويل الخزينة .وهذه نقطة حاسمة، لأن الدعم المؤقت للسيولة المصرفية يختلف جوهريا عن التمويل النقدي المباشر للعجز. فإذا غاب هذا الفصل، قد تتحول السياسة غير التقليدية إلى تسييل للعجز، بما يضعف مصداقية البنك المركزي ويرفع توقعات التضخم.

ويتمثل الشرط الخامس في التنسيق بين السياسة النقدية والسياسة المالية .فالسياسة النقدية لا تستطيع وحدها تعويض اختلالات مالية وهيكلية عميقة، فإذا ضخت السيولة في سياق عجز مالي واسع أو إنفاق غير منتج، فقد يتحول أثرها إلى تضخم أو طلب على الواردات بدل أن يتحول إلى إنتاج واستثمار.

أما الشرط السادس فهو تعزيز قناة الائتمان المنتج .فإذا لم تحفَز البنوك على توجيه السيولة نحو الاقتصاد الحقيقي، فإن إعادة التمويل أو تخفيض الاحتياطي الإلزامي قد يبقيان محدودي الأثر. لذلك ينبغي ربط الأدوات المصرفية بمؤشرات واضحة، مثل نمو القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أو القطاعات الإنتاجية، أو الاستثمار الخاص.

وأخيرا، يتطلب نجاح التكييف شفافية واتصالا نقديا واضحا .فالأدوات غير التقليدية تؤثر في التوقعات، وقد تفهم خطأ باعتبارها بداية لتوسع نقدي غير منضبط إذا لم تشرح بوضوح. لذلك يجب أن يرافق أي تدخل استثنائي خطاب نقدي يحدد الهدف، والمدة، والحدود، وآلية الخروج.

4. المخاطر الواجب تجنبها عند تكييف الأدوات غير التقليدية

تظهر التجارب الدولية أن السياسة النقدية غير التقليدية قد تتحول من أداة لمعالجة الصدمات إلى مصدر جديد للاختلال إذا غابت الشروط المؤسساتية والرقابية المناسبة.

وتتمثل أولى المخاطر في تسييل العجز، أي تحول تدخل البنك المركزي إلى تمويل دائم أو شبه دائم لحاجات المالية العامة، فهذا الخطر يضعف استقلالية السياسة النقدية، ويرفع توقعات التضخم، ويجعل الخروج من الأداة أكثر صعوبة.

ويتمثل الخطر الثاني في ضعف انتقال السيولة إلى الاقتصاد الحقيقي .فقد لا يؤدي ضخ السيولة إلى زيادة الاستثمار أو الإنتاج إذا كانت البنوك متحفظة، أو إذا كانت المشاريع المؤهلة للتمويل محدودة، أو إذا فضلت البنوك توظيف السيولة في أصول منخفضة المخاطر. وهنا تصبح السيولة وفيرة داخل الجهاز المصرفي دون أن تتحول إلى ائتمان منتج.

أما الخطر الثالث فهو تراجع الأثر الهامشي .فإذا تكرر استخدام الأداة نفسها دون نتائج واضحة، فإن الفاعلين الاقتصاديين يتكيفون معها، وتفقد جزءا من قدرتها على التأثير. وهذا ما يجعل الطابع المؤقت وآلية الخروج شرطين أساسيين في أي تصميم مستقبلي.

ويتمثل الخطر الرابع في تشويه حوافز البنوك .فإعادة التمويل غير المشروط أو التخفيف الاحترازي الدائم قد يدفعان البنوك إلى الاعتماد على دعم البنك المركزي بدل تحسين كفاءة الوساطة المالية وإدارة المخاطر. لذلك يجب أن تكون الأدوات مشروطة بالأداء الائتماني والشفافية والملاءة.

أما الخطر الخامس فهو الغموض التشغيلي .فتعدد الأدوات دون تحديد وظيفة كل منها قد يربك الأسواق ويجعل موقف السياسة النقدية غير واضح. وقد أظهرت بعض التجارب الناشئة أن الأدوات المتعددة قد تتحول إلى مصدر ضبابية إذا لم تكن مرتبطة بإطار تواصلي ومؤسسي واضح.

المطلب الثالث: السياق الجزائري والتجربة المحلية في السياسة النقدية غير التقليدية

بعد تحديد الأنماط الدولية الكبرى للسياسة النقدية غير التقليدية، ثم مناقشة قابلية تكييف بعض أدواتها مع السياق الجزائري، ينتقل هذا المطلب إلى تشخيص التجربة الجزائرية ذاتها.

1. التمويل غير التقليدي في الجزائر 2017–2019

مثل التمويل غير التقليدي الذي اعتمدته الجزائر ابتداء من سنة 2017 أول تجربة صريحة للخروج عن أدوات السياسة النقدية التقليدية، في سياق اتسم بتراجع أسعار المحروقات منذ سنة 2014، وانخفاض الإيرادات الجبائية البترولية، واتساع حاجات تمويل الخزينة، وتراجع موارد صندوق ضبط الإيرادات، وضعف قدرة السوق المالية المحلية على تغطية الحاجات التمويلية للدولة. ومن ثم، لم يظهر هذا الإجراء كأداة نقدية موجهة لتنشيط قنوات السوق المالية، بل كاستجابة استثنائية لأزمة تمويل عمومي ذات طابع هيكلي.

وقد تم إقرار هذا المسار بموجب تعديل المادة 45 مكرر من الأمر رقم 03–11 المتعلق بالنقد والقرض آنذاك، بما سمح لبنك الجزائر بشراء سندات مالية تصدرها الخزينة العمومية أو تضمنها الدولة. غير أن هذا الإجراء يختلف جوهريا عن التيسير الكمي كما طبق في الاقتصادات الصناعية، ففي حالة التيسير

الكمي الكلاسيكي، يقوم البنك المركزي بشراء الأصول في السوق الثانوية بهدف التأثير في العوائد طويلة الأجل، وتحسين شروط التمويل، وتنشيط قناة إعادة توازن المحافظ. أما في الحالة الجزائرية، فقد تعلق الأمر بشراء مباشر لسندات الخزينة في السوق الأولية، أي بتمويل نقدي مباشر لحاجات الدولة والمؤسسات العمومية. لذلك، فإن التمويل غير التقليدي الجزائري لا يصنف كتيسير كمي بالمعنى الدقيق، بل يقترب أكثر من تسييل نقدي مباشر للعجز.

وتؤكد تقارير بنك الجزائر أن المبالغ المرتبطة بهذه الآلية كانت معتبرة، حيث بلغ إجمالي المبالغ المحشودة في إطار التمويل غير التقليدي حوالي 6556.2مليار دينار جزائري، بينما بلغ المبلغ المحقون فعليا في الاقتصاد حوالي 3114.4مليار دينار جزائري .كما قدر صندوق النقد الدولي حجم هذا التمويل بنحو 23% من الناتج المحلي الإجمالي لسنة 2017، وهو ما يعكس الوزن الكلي الكبير لهذه الآلية مقارنة بحجم الاقتصاد الوطني (بنك الجزائر، 2019؛ صندوق النقد الدولي، 2018). وتدل هذه الأرقام على أن الأمر لم يكن مجرد تعديل تقني في أدوات السياسة النقدية، بل تدخلا واسعا لتغطية حاجات تمويلية عمومية في ظرف استثنائي .

وفي هذا السياق، تذهب بعض الدراسات الجزائرية إلى اعتبار التمويل غير التقليدي أداة استثنائية فرضتها محدودية البدائل التمويلية بعد صدمة أسعار النفط. فقد بينت دراسة (محسن، 2022)، التي تناولت الآثار الاقتصادية للسياسات النقدية غير التقليدية في الجزائر خلال الفترة 1990–2020، أن آلية التمويل غير التقليدي ارتبطت أساسا بتمويل الخزينة والمؤسسات العمومية، أكثر من ارتباطها بتنشيط قناة ائتمانية موجهة للقطاع المنتج. كما أشار الباحث إلى أن تقييم هذه التجربة لا ينبغي أن يقتصر على حجم الأموال المعبأة، بل يجب أن يشمل آثارها في الكتلة النقدية، والتضخم، وسعر الصرف، والسيولة المصرفية (محسن، 2022).

ومن جهة أخرى، تساعد الأدبيات المتعلقة بتطور السيولة البنكية في الجزائر على فهم الخلفية التي سبقت اللجوء إلى التمويل غير التقليدي. فقد أوضحت دراسة (شرشم وقدي، 2020) أن السيولة المصرفية في الجزائر ظلت شديدة الارتباط بالدورة النفطية، إذ أدى ارتفاع أسعار المحروقات في فترات سابقة إلى فائض هيكلي في السيولة، بينما أدى تراجعها لاحقا إلى تضييق هوامش السيولة داخل الجهاز المصرفي. وهذا التحول من فائض السيولة إلى ضغط السيولة يفسر جزئيا انتقال بنك الجزائر من أدوات الضبط التقليدية إلى أدوات استثنائية، سواء من خلال التمويل غير التقليدي سنة 2017 أو لاحقا من خلال البرنامج الخاص لإعادة التمويل سنة 2021 (شرشم وقدي، 2020؛ ديقو وقدي، 2025) .

وبذلك، فإن خصوصية التمويل غير التقليدي في الجزائر تكمن في كونه أداة تمويلية ذات طابع مالي أكثر منه أداة نقدية موجهة عبر السوق، فالهدف الأساسي لم يكن خفض العوائد طويلة الأجل أو دعم سوق سندات نشطة، بل توفير موارد تمويلية مباشرة للخزينة في ظل ضيق البدائل. وهذا ما يجعله أقرب إلى

النمط غير الأرثوذكسي في السياسة النقدية، خاصة من حيث ارتباطه بالحاجة المالية للدولة، أكثر من ارتباطه باستراتيجية نقدية تستهدف قنوات السوق أو الائتمان.

وتكمن خطورة هذا النوع من التدخل في أنه يضعف الحدود الفاصلة بين السياسة النقدية والسياسة المالية. فإذا أصبح البنك المركزي ممولا مباشرا للخزينة، فإن السياسة النقدية قد تتحول من أداة لضبط السيولة والتضخم إلى أداة لتغطية العجز العمومي. لذلك، فإن تقييم هذه التجربة لا يجب أن يقتصر على بعدها المحاسبي أو التمويلي، بل يجب أن يمتد إلى آثارها الكلية في الكتلة النقدية، والتضخم، وسعر الصرف، والسيولة المصرفية، ومدى انتقالها إلى الائتمان المنتج.

وقد لجأ بنك الجزائر لاحقا إلى بعض أدوات الامتصاص والضبط لتخفيف أثر السيولة، من بينها رفع نسبة الاحتياطي الإلزامي واستئناف عمليات استرداد السيولة. غير أن هذه الإجراءات لا تغير من طبيعة الأداة الأصلية، لأن التمويل غير التقليدي ظل مرتبطا أساسا بتمويل حاجات الخزينة، وليس بإعادة تنشيط قناة سوقية أو ائتمانية واضحة. ومن ثم، تمثل هذه التجربة حالة مهمة في الدراسة القياسية اللاحقة، لأنها تسمح باختبار ما إذا كان التوسع النقدي المباشر قد انعكس على التضخم، والكتلة النقدية، وسعر الصرف، والائتمان، أم أن أثره ظل محدودا بفعل بنية الاقتصاد الجزائري وضوابط الصرف وضعف قنوات الانتقال.

2. البرنامج الخاص لإعادة التمويل 2021–2024

يمثل البرنامج الخاص لإعادة التمويل المرحلة الثانية في تجربة الجزائر مع أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، وقد جاء هذا البرنامج في سياق اقتصادي مختلف عن سياق التمويل غير التقليدي لسنة 2017، فإذا كان التمويل غير التقليدي قد ارتبط أساسا بأزمة تمويل الخزينة بعد انهيار أسعار المحروقات، فإن البرنامج الخاص لإعادة التمويل ارتبط أكثر بتداعيات جائحة كوفيد–19، وتراجع النشاط الاقتصادي، وضغوط السيولة داخل الجهاز المصرفي.

وقد أطلق بنك الجزائر هذا البرنامج في 1جويلية 2021 لفائدة البنوك، بسقف إجمالي لا يتجاوز 2100 مليار دينار جزائري، ولمدة استحقاق سنة واحدة قابلة للتجديد مرتين، وبمعدل الفائدة التوجيهي لبنك الجزائر. وتم تصميمه في شكل عمليات تنازل مؤقت عن السيولة، بما يجعله أقرب من حيث الشكل إلى عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل التي تستهدف توفير السيولة للبنوك ودعم قدرتها على تمويل الاقتصاد. ويؤكد ديقو وقدي أن هذه الآلية استخدمت لأول مرة في الجزائر كاستجابة للظروف الاقتصادية الصعبة الناتجة عن انخفاض أسعار المحروقات وتداعيات جائحة كوفيد–19، بهدف توفير السيولة للبنوك ودعم الاستقرار المالي (ديقو وقدي، 2025) .

وتكمن أهمية هذا البرنامج في أنه يختلف عن التمويل غير التقليدي من حيث قناة التدخل، فالتمويل غير التقليدي مر مباشرة عبر تمويل الخزينة، بينما مر البرنامج الخاص لإعادة التمويل عبر الجهاز المصرفي.

فهو لا يقوم على شراء واسع للأصول في السوق الثانوية، ولا على تمويل مباشر للخزينة، بل على تزويد البنوك بسيولة طويلة نسبيا مقابل ضمانات، بهدف دعم قدرتها على التمويل.

وقد حدد النظام رقم 21-02 المؤرخ في 10 جويلية 2021 القواعد المنظمة لهذا البرنامج، من حيث المدة والسقف والضمانات وسعر الفائدة. فقد حددت مدة عمليات إعادة التمويل في 12 شهرا قابلة للتجديد مرتين، كما حدد السقف الإجمالي للبرنامج بـ 2100مليار دينار جزائري، وتقرر أن تكون السندات المقبولة كضمان هي أذونات الخزينة المرتبطة بالقروض المجمعة للبنوك العمومية التي أعيد شراؤها. كما تم تنفيذ هذه العمليات وفق جدول شهري محدد، وبمعدل الفائدة التوجيهي لبنك الجزائر (بنك الجزائر،2021؛ ديقو وقدي، 2025) .

وتظهر المعطيات الخاصة بتنفيذ البرنامج أن بنك الجزائر نفذ أربع عمليات خاصة لإعادة التمويل خلال سنة 2021 لفائدة البنوك العمومية. بلغت العملية الأولى في 7 جويلية 2021 حوالي 396.11مليار دينار جزائري، والثانية في 4 أوت 2021 حوالي 443.89مليار دينار، والثالثة في 8 سبتمبر 2021 حوالي 420 مليار دينار، والرابعة في 3 نوفمبر 2021 حوالي 420مليار دينار .وبذلك بلغ إجمالي السيولة المحقونة بنهاية سنة 2021 حوالي 1680مليار دينار جزائري، قبل أن يصل مبلغ إعادة التمويل المرخص به إلى سقفه الأقصى البالغ 2100مليار دينار في جويلية 2022 (ديقو وقدي، 2025) .

غير أن الطابع غير التقليدي لهذا البرنامج لا يعني أنه يعادل عمليات اعادة التمويل طويلة الأجل الموجهة (TLTRO)الأوروبية. فعمليات (TLTRO) لا تقوم فقط على إعادة تمويل طويلة الأجل للبنوك، بل تربط شروط التمويل بسلوك الإقراض الفعلي، خاصة القروض الموجهة للمؤسسات والاقتصاد الحقيقي. أما البرنامج الجزائري فقد وفر سيولة طويلة نسبيا للبنوك، لكنه لم يتضمن آلية صارمة تربط الاستفادة من التمويل بحجم القروض الجديدة الموجهة للقطاعات المنتجة أو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. لذلك يمكن القول إنه اقترب من (LTRO)من حيث الشكل، لكنه لم يبلغ منطق (TLTRO)من حيث الاستهداف.

وتؤكد نتائج الدراسة (ديقو وقدي ،2025) أن البرنامج ساهم في تحسين وضعية السيولة المصرفية بعد تطبيقه. فقد ارتفعت ودائع البنوك لدى بنك الجزائر من حوالي 567مليار دينار في جويلية 2021 إلى 1234مليار دينار في سبتمبر 2021، ثم إلى 1349مليار دينار في نهاية 2021 .كما تجاوزت السيولة المصرفية خلال سنة 2022 مستوى 1800مليار دينار، وهو ما يعكس دور البرنامج في تعويض نقص السيولة وضمان استمرار التمويل. غير أن الأثر على الائتمان كان أكثر تدرجا إذ تراجعت القروض الممنوحة من طرف البنوك العمومية سنة 2021 مقارنة بسنة 2020، قبل أن تسجل زيادات محدودة خلال سنتي 2022 و2023 (ديقو وقدي، 2025) .

ومن هنا تظهر المفارقة الأساسية في البرنامج الخاص لإعادة التمويل فقد نجح نسبيا في دعم السيولة المصرفية، لكنه لا يكفي وحده للحكم على قوة أثره في الائتمان المنتج. فارتفاع السيولة داخل البنوك لا

يعني تلقائيا ارتفاع التمويل الموجه للقطاع المنتج، خاصة إذا ظلت البنوك متحفظة في منح القروض، أو إذا كانت الضمانات المطلوبة مرتفعة، أو إذا بقيت المشاريع الاستثمارية القابلة للتمويل محدودة. لذلك، فإن تقييم هذا البرنامج يجب أن ينتقل من مجرد رصد تحسن السيولة إلى قياس أثره الفعلي على الائتمان، والنشاط الاقتصادي، والتضخم، وهو ما يبرر إدراجه ضمن الدراسة القياسية اللاحقة.

وبذلك، يمكن اعتبار البرنامج الخاص لإعادة التمويل أداة غير تقليدية مصرفية الطابع، لكنها ناقصة الاستهداف. فهو يعكس انتقالا في سياسة بنك الجزائر من مجرد استعمال أدوات تقليدية مثل الاحتياطي الإلزامي وسعر الفائدة إلى تبني آلية استثنائية لتوفير السيولة. غير أن محدوديته تكمن في غياب الربط الصارم بين السيولة الممنوحة والتمويل المنتج، وهو ما يجعل أثره النهائي مشروطا بقوة قناة الائتمان داخل الجهاز المصرفي الجزائري.

3. الاحتياطي الإلزامي كأداة لتحرير أو امتصاص السيولة

الى جانب التمويل غير التقليدي والبرنامج الخاص لإعادة التمويل، يبرز الاحتياطي الإلزامي كأداة مهمة في فهم إدارة السيولة المصرفية في الجزائر. فرغم أنه يصنف تقليديا ضمن أدوات السياسة النقدية التقليدية، إلا أن استعماله المرن في فترات الأزمات يجعله قريبا من منطق الأدوات غير التقليدية، خاصة عندما يستخدم لتحرير السيولة أو امتصاصها بصورة استثنائية. وتكتسب هذه الأداة أهمية خاصة في الاقتصاد الجزائري، لأن قنوات السياسة النقدية تمر أساسا عبر الجهاز المصرفي، لا عبر سوق مالية عميقة كما هو الحال في الاقتصادات الصناعية.

ويظهر تطور معدل الاحتياطي الإلزامي في الجزائر هذا الدور بوضوح، فقد لجأ بنك الجزائر إلى رفع هذا المعدل خلال مرحلة التمويل غير التقليدي بهدف امتصاص جزء من السيولة الإضافية، حيث ارتفع من 8% في بداية سنة 2018 إلى 10% في جويلية 2018، ثم إلى 12% في فيفري 2019. غير أن اتجاه السياسة النقدية تغير لاحقا مع تراجع السيولة المصرفية وتداعيات جائحة كوفيد–19، إذ تم تخفيض المعدل تدريجيا إلى 10%، ثم 8%، ثم 6%، ثم 3%، وصولا إلى 2% في فيفري 2021، بما سمح بتحرير جزء من الموارد البنكية ودعم قدرتها على مواجهة ضغوط السيولة (ديقو وقدي، 2025).

وقد عرفت السياسة النقدية بعد ذلك تعديلا جديدا خلال الفترة 2023–2025، فبعد الإبقاء على معدل الاحتياطي الإلزامي عند 2% خلال سنتي 2021 و2022، قرر بنك الجزائر في أفريل 2023 رفعه إلى 3%، في سياق امتصاص فائض السيولة والحد من الضغوط التضخمية. واستمر هذا المعدل عند حدود 3% خلال سنة 2024، قبل أن يقرر المجلس النقدي والمصرفي في أوت 2025 تخفيضه ل 2%. ويعكس هذا التخفيض انتقالا نسبيا نحو تيسير نقدي حذر، يهدف إلى تحرير جزء إضافي من السيولة البنكية ودعم قدرة البنوك على تمويل الاقتصاد.

ومن هذا المنظور، يمكن قراءة الاحتياطي الإلزامي في الجزائر كأداة وسيطة بين السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية. فهو يؤدي وظيفة مشابهة لبعض أدوات السياسة غير التقليدية عندما يستخدم بطريقة استثنائية لتعديل السيولة البنكية. كما أنه يشكل نقطة تقاطع مهمة مع التجربة البرازيلية، التي بينت أن تحرير الاحتياطي الإلزامي يمكن أن يكون أداة فعالة لتوفير السيولة في الاقتصادات التي تعتمد على البنوك أكثر من اعتمادها على الأسواق المالية.

غير أن فعالية هذه الأداة في الجزائر تظل مشروطة بمدى انتقال السيولة المحررة إلى الائتمان المنتج. فتخفيض الاحتياطي الإلزامي قد يرفع الموارد المتاحة لدى البنوك، لكنه لا يضمن تلقائيا توسع القروض إذا ظلت البنوك متحفظة أو إذا بقي الطلب الاستثماري ضعيفا. لذلك، فإن الدرس المستخلص من النمط البرازيلي لا يتمثل فقط في تخفيض الاحتياطي الإلزامي، بل في ربط تحرير السيولة ببرامج ائتمانية موجهة وبتسهيلات مشروطة لفائدة القطاعات المنتجة.

4. تسبيقات بنك الجزائر للخزينة العمومية في قانون المالية 2026

يمثل قانون المالية لسنة 2026 [38] تطورا قانونيا مهما في علاقة بنك الجزائر بالخزينة العمومية، لا من حيث استحداث التسبيقات لأول مرة، وإنما من حيث توسيع نطاقها وإعادة ضبط شروطها. فقد عدل هذا القانون أحكام المادة 48 من القانون النقدي والمصرفي رقم 23-09، بعدما كانت تسمح لبنك الجزائر بمنح الخزينة مكشوفات بالحساب الجاري في حدود 10% من الإيرادات العادية للدولة، ولمدة لا تتجاوز 240 يوما خلال السنة التقويمية، بينما يكمن التعديل الجديد في رفع السقف إلى 20% من الموارد الميزانياتية للدولة المثبتة خلال السنة الميزانية السابقة، ومدد مدة المكشوف إلى سنة واحدة قابلة للتمديد بسنة إضافية، مع الإبقاء على إمكانية منح تسبيق استثنائي للخزينة وفق الشروط والكيفيات التي يحددها المجلس النقدي والمصرفي.

وتبقى هذه الآلية، من حيث أصلها القانوني، إجراء تمويليا منظما بين البنك المركزي والخزينة العمومية، غير أن دلالتها الاقتصادية قد تتجاوز الطابع الخزيني العادي إذا تحولت إلى وسيلة متكررة لتغطية احتياجات التمويل العمومي، بما يجعلها قريبة من منطق التمويل النقدي ذي الطابع غير التقليدي. ومن ثم، فإن تصنيفها ضمن هذا الإطار لا ينبغي أن يكون آليا، بل يتوقف على نمط استخدامها وحجم اللجوء إليها ومدى ارتباطها بتمويل العجز أو بالمشاريع ذات الطابع الإنتاجي.

وعليه، فإن إدراج هذه الآلية ضمن الجزء الاستشرافي من الدراسة لا يعني الحكم عليها سلبا بصورة مطلقة، بل يقتضي تقييمها وفق شروط صارمة، أهمها أن تظل مؤقتة، وأن ترتبط بآلية خروج واضحة، وأن توجه

[38] الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية قانون رقم 25-17 مؤرخ في 14 ديسمبر سنة 2025، يتضمن قانون المالية لسنة 2026، الشعبية، العدد 88، الصادرفي31 ديسمبر 2025، المادة 156.

قدر الإمكان نحو تمويل مشاريع إنتاجية أو استثمارية لا نحو النفقات الجارية، وأن تخضع لمتابعة شفافة تحول دون تحولها إلى قناة دائمة لتسييل العجز. فهي قد تمثل أحد المسارات الممكنة لاستخدام أدوات تمويلية استثنائية في الجزائر بعد سنة 2026، لكنها تحمل في الوقت نفسه مخاطر تضخمية وائتمانية إذا استعملت خارج ضوابط الانضباط النقدي والمالي.

5. الأدبيات المرتبطة بالتجربة الجزائرية وحدودها

لا يقصد في هذا الموضع إعادة عرض الدراسات السابقة بصورة تفصيلية، لأن ذلك تم تناوله في القسم المخصص للدراسات السابقة، وانما توظيفها بصورة مركزة لتحديد موقع التجربة الجزائرية داخل التصنيف الدولي المعتمد في هذا الفصل، والانتقال بها من مجرد وصف للأدوات إلى صياغة فرضيات قابلة للاختبار القياسي. فقد ركزت أغلب الدراسات المتعلقة بالجزائر على التمويل غير التقليدي بوصفه تمويلا مباشرا للخزينة، وعلى انعكاساته المحتملة على الكتلة النقدية والتضخم وسعر الصرف والتوازنات المالية، في حين أولت اهتماما أقل لقنوات الانتقال النقدي وللتمييز بين أثر كل أداة على حدة.

وفي هذا السياق، تندرج دراسة (Zahaf & Chibi, 2022) ضمن الأعمال القياسية التي تناولت أثر السياسة النقدية غير التقليدية على التضخم في الجزائر، حيث اعتمدت على نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) خلال الفترة الممتدة من جانفي 2016 إلى جويلية 2021، مع تمثيل السياسة النقدية غير التقليدية بمتغير وهمي، وركزت على العلاقة بين مؤشر أسعار الاستهلاك والكتلة النقدية ومتغير التمويل غير التقليدي. وقد خلصت إلى وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات، مع أثر محدود نسبيا للتمويل غير التقليدي على التضخم مقابل أثر موجب للكتلة النقدية على الأسعار. وتدعم هذه النتيجة، ضمن إطار الدراسة الحالية، الفرضية القائلة بأن قناة سعر الصرف والأسعار ليست القناة الرئيسية لانتقال أثر الأدوات غير التقليدية، وإن بقيت المخاطر التضخمية قائمة. غير أن الدراسة الحالية توسع زاوية التحليل من خلال إدراج التمويل غير التقليدي وبرنامج إعادة التمويل الخاص معا، واختبار أثرهما عبر أربع قنوات (القرض، السيولة، سعر الفائدة الحقيقي، وسعر الصرف) لا على التضخم وحده.

وفي الاتجاه نفسه، تفيد دراسة (محسن، 2022) التي تناولت الآثار الاقتصادية للسياسات النقدية غير التقليدية في الجزائر خلال الفترة 2017–2020، إذ بينت أن آلية التمويل غير التقليدي ارتبطت أساسا بتمويل الخزينة والمؤسسات العمومية أكثر من ارتباطها بتنشيط قناة ائتمانية موجهة للقطاع المنتج، وهو ما يتقاطع مع الفرضية القائلة بأن انتقال أثر FNC إلى الاقتصاد الحقيقي يبقى غير مباشر ومحدودا. كما تساعد دراسة (شرشم وقدي، 2020) على فهم الخلفية النقدية لهذه التجربة، إذ أوضحت أن السيولة المصرفية في الجزائر ظلت شديدة الارتباط بالدورة النفطية، فانتقلت من فائض هيكلي إلى ضغط على السيولة، وهو ما يفسر لجوء بنك الجزائر إلى أدوات استثنائية لدعمها. وتبرز هاتان الدراستان مركزية قناتي

السيولة والقرض في قراءة التجربة الجزائرية، وهو ما يضعهما في صلب النماذج القياسية المعتمدة في الفصل الموالي.

أما الدراسات المرتبطة ببرنامج إعادة التمويل الخاص فهي أقل عددا بالنظر إلى حداثة التجربة، ويعد مقال (ديقو وقدي، 2025) من المراجع المباشرة المهمة في هذا المجال، إذ يعالج العمليات الخاصة لإعادة التمويل بوصفها اتجاها للسياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر، ويربطها بتطور السيولة المصرفية قبل البرنامج وبعده وبمدى استجابة البنوك له. وتخلص الدراسة إلى أن البرنامج عزز السيولة البنكية والاستقرارالمالي، لكنه يطرح في الوقت نفسه سؤال انتقال هذه السيولة إلى الائتمان والنشاط الاقتصادي، وهو ما يترجَم مباشرة إلى فرضية ضعف قناة الائتمان المصرفي مقابل قوة قناة السيولة، وهي فرضية تختبرها الدراسة الحالية قياسيا.

ولا تقتصر فائدة هذا التوظيف على الأدبيات الجزائرية وحدها، بل تمتد إلى ربطها بالدروس المستخلصة من التجارب الناشئة المعروضة في هذا الفصل، خاصة التجربتين التركية والبرازيلية في استعمال الاحتياطي الإلزامي وأدوات إعادة التمويل لإدارة السيولة. فهذه التجارب تؤكد أن فعالية الأدوات المصرفية تبقى مشروطة بربط السيولة الممنوحة بسلوك الإقراض الفعلي، وهو ما يدعم اختيار قنوات القرض والسيولة وسعر الفائدة الحقيقي محاور أساسية في النمذجة القياسية للحالة الجزائرية.

وتتمثل حدود الأدبيات الجزائرية في أن جزءا مهما منها يعالج كل أداة بصورة منفصلة، التمويل غير التقليدي من جهة والسيولة المصرفية أو إعادة التمويل من جهة أخرى، كما يغلب عليها الطابع الوصفي أو المؤسسي، ويقتصر القياسي منها غالبا على علاقة التمويل غير التقليدي بالتضخم. ومن هنا تتحدد القيمة المضافة للدراسة الحالية في كونها لا تنظر إلى التمويل غير التقليدي وبرنامج إعادة التمويل الخاص كإجراءين منفصلين، بل تضعهما ضمن إطار مقارن دولي يميز بين التيسير الكمي والتسييل المباشر للعجز وإعادة التمويل المصرفي، ثم تترجم هذا التشخيص إلى فرضيات قياسية قابلة للاختبار حسب القناة، على النحو الذي يوضحه التحليل اللاحق في هذا الفصل.

6. الخصائص الهيكلية المحددة للسياق الجزائري

لا يمكن تقييم أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر بمعزل عن الخصائص البنيوية للاقتصاد الوطني. فهذه الخصائص تحدد طبيعة قنوات الانتقال، وتفسر لماذا لا يمكن نقل نموذج التيسير الكمي الكلاسيكي، ولماذا تبدو الأدوات المصرفية أكثر ملاءمة من أدوات السوق المالية.

تتمثل الخاصية الأولى في محدودية عمق السوق المالية، فضعف سوق السندات الحكومية، ومحدودية السوق الثانوية، وغياب قاعدة واسعة من المستثمرين المؤسسيين، تجعل من الصعب بناء سياسة نقدية غير تقليدية قائمة على شراء واسع للأصول أو التحكم في منحنى العائد. ولذلك، فإن القنوات التي اشتغل عبرها التيسير الكمي في الولايات المتحدة أو اليابان أو منطقة اليورو لا تتوفر بنفس القوة في الحالة الجزائرية.

أما الخاصية الثانية فهي هيمنة الجهاز المصرفي على تمويل الاقتصاد، فالاقتصاد الجزائري يعتمد أساسا على الوساطة المصرفية، وخاصة البنوك العمومية، في تمويل النشاط الاقتصادي. وهذا يجعل أدوات مثل إعادة التمويل، والاحتياطي الإلزامي، وتسهيلات السيولة أكثر أهمية من أدوات شراء الأصول، لأنها تؤثر مباشرة في قدرة البنوك على التمويل.

وتتمثل الخاصية الثالثة في حساسية الاقتصاد لصدمات المحروقات، فالاعتماد المالية العامة والميزان الخارجي على عائدات النفط والغاز يجعل السيولة المصرفية والاحتياطيات الخارجية وسعر الصرف مرتبطة بدرجة كبيرة بدورات أسعار المحروقات. لذلك، فإن أي سياسة نقدية غير تقليدية في الجزائر تعمل داخل اقتصاد يتأثر بقوة بعوامل خارجية لا يتحكم فيها البنك المركزي بالكامل.

أما الخاصية الرابعة فهي نظام الصرف المدار وقابلية التحويل المحدودة للدينار، فهذه الخاصية تجعل انتقال الصدمات النقدية إلى سعر الصرف مختلفا عن الاقتصادات ذات الأسواق المفتوحة بالكامل، لكنها لا تلغي أثر سعر الصرف في التضخم المستورد وتوقعات الفاعلين. لذلك، ينبغي اختبار دور سعر الصرف وأسعار النفط كقنوات وسيطة عند تقييم أثر الأدوات غير التقليدية.

وتتمثل الخاصية الخامسة في مفارقة فائض السيولة وضعف الائتمان المنتج، فقد تعرف البنوك فترات ارتفاع في السيولة دون أن يتحول ذلك بالضرورة إلى توسع قوي في الائتمان الموجه للقطاع المنتج. وهذه الخاصية أساسية لفهم حدود البرنامج الخاص لإعادة التمويل، لأن نجاحه لا يقاس فقط بارتفاع ودائع البنوك لدى بنك الجزائر، بل بمدى انتقال هذه السيولة إلى قروض فعلية تدعم الاستثمار والنمو.

7. موقع الجزائر في التصنيف الثلاثي للتجارب الدولية

بناء على ما سبق، لا يمكن إدراج الجزائر ضمن أي من الأنماط الثلاثة التي تم تحديدها في المطلب الأول.، فهي لا تنتمي إلى نموذج الحد الأدنى الصفري، لأن مشكلتها لم تكن مرتبطة بانخفاض مزمن في التضخم أو باستنفاد سعر الفائدة عند حد أدنى فعلي، كما أن سوقها المالية لا تسمح بتطبيق تيسير كمي واسع على النمط الأمريكي أو الياباني أو الأوروبي.

كما لا يمكن اعتبارها نموذجا برازيليا كاملا، رغم أن البرنامج الخاص لإعادة التمويل والاحتياطي الإلزامي يجعلانها أقرب إلى الأدوات المصرفية. فالفرق الجوهري أن النموذج البرازيلي استند إلى إطار مؤسسي أكثر نضجا، وإلى استخدام أكثر انتظاما للأدوات الاحترازية، وإلى بقاء سعر الفائدة الأساسي أداة مركزية لضبط التضخم. أما في الجزائر، فقد ظهر البرنامج الخاص لإعادة التمويل كاستجابة ظرفية لضغوط السيولة، دون أن يتطور إلى إطار موجه ومشروط بوضوح كما في تجارب إعادة التمويل طويلة الأجل الموجهة.

وفي المقابل، يقترب التمويل غير التقليدي الجزائري من النمط غير الأرثوذكسي، لأنه ارتبط بتمويل مباشر لحاجات الخزينة العمومية تحت ضغط مالي. غير أنه يختلف عن التجربتين التركية والمصرية في أن الجزائر لم تعرف أزمة صرف مفتوحة بنفس الحدة، بسبب نظام الصرف المدار وضوابط التحويل. وهذا ما

يجعل الحالة الجزائرية حالة هجينة فهي تجمع بين أداة تسييل مباشر للعجز من جهة، وأداة إعادة تمويل مصرفي من جهة أخرى، داخل اقتصاد ريعي محدود السوق المالية وقوي الاعتماد على البنوك.

ومن هنا تنبثق إشكالية الدراسة القياسية:

هل كان أثر التمويل غير التقليدي أقرب إلى آثار التوسع النقدي المباشر، أي ارتفاع الكتلة النقدية والتضخم وضغوط سعر الصرف؟ أم أن أثره ظل محدودا بفعل ضعف قنوات الانتقال؟ وهل ساهم البرنامج الخاص لإعادة التمويل في تنشيط الائتمان، أم أنه اقتصر أساسا على تحسين السيولة المصرفية دون أثر قوي على التمويل المنتج؟ هذه الأسئلة تمثل جوهر الانتقال من التحليل المقارن إلى الاختبار القياسي.

8. ترجمة التشخيص الجزائري إلى فرضيات تشغيلية

استنادا إلى ما سبق، يمكن تحويل الدروس المستخلصة من التجارب الدولية والخصوصيات الهيكلية للاقتصاد الجزائري إلى فرضيات قابلة للاختبار في الفصل التطبيقي. وينطلق هذا الأخير من تفكيك أثر الأدوات غير التقليدية بحسب قنوات انتقاله الأربع وهي قناة الائتمان المصرفي، وقناة السيولة المصرفية، وقناة سعر الفائدة الحقيقي، وقناة سعر الصرف والأسعار.

يوضح الجدول الآتي كيفية ترجمة الدروس والأدوات المستخلصة إلى فرضيات قياسية قابلة للاختبار في الحالة الجزائرية، من خلال ربط كل درس أو أداة بالمتغير الجزائري المقابل له، ثم صياغة الفرضية القياسية المقترحة التي يمكن إدراجها ضمن النموذج.

الجدول رقم (2-9): العلاقة بين الدرس أو الأداة، والمتغير الجزائري المقابل، والفرضية القياسية المقترحة

الدرس أو الأداة	المتغير الجزائري المقابل	الفرضية القياسية المقترحة
التمويل غير التقليدي يمثل تسييلا مباشرا للعجز لا تيسيرا كميا كلاسيكيا	التمويل غير التقليدي، الكتلة النقدية، التضخم، الناتج الحقيقي	ارتفاع التمويل غير التقليدي يتوقع أن يؤثر في الكتلة النقدية والتضخم والناتج الحقيقي بدرجات متفاوتة
أثر التوسع النقدي في الاقتصادات الناشئة قد يمر عبر سعر الصرف والتضخم المستورد	سعر الصرف، أسعار النفط، التضخم	تغيرات سعر الصرف وأسعار النفط قد تضخم أو تخفف أثر الأدوات النقدية غير التقليدية
إعادة التمويل المصرفي لا تؤثر في الائتمان إلا إذا ارتبطت بسلوك الإقراض الفعلي	البرنامج الخاص لإعادة التمويل، السيولة المصرفية، الائتمان الموجه للاقتصاد	أثر إعادة التمويل على الائتمان يبقى محدودا إذا لم يربط باستهداف ائتماني واضح
فائض السيولة لا يعني بالضرورة توسعا في التمويل المنتج	السيولة المصرفية، الائتمان للقطاع الخاص	قد يترافق فائض السيولة مع ضعف قناة الائتمان إذا استمرّت القيود البنكية والهيكلية
غياب آلية خروج واضحة يرفع خطر تحول الأداة الاستثنائية إلى اعتماد دائم	مدة البرامج، أدوات الامتصاص، الاحتياطي الإلزامي	غياب استراتيجية خروج واضحة يزيد خطر استمرار الاعتماد على أدوات استثنائية
فعالية الأدوات غير التقليدية مشروطة بالتنسيق النقدي والمالي	عجز الخزينة، التمويل النقدي، الإنفاق العمومي	ضعف التنسيق بين السياسة النقدية والمالية قد يحول الأداة إلى تمويل للعجز بدل دعم النمو

المصدر :من إعداد الباحث بالاعتماد على التشخيص المقارن للتجارب الدولية والتجربة الجزائرية

خلاصة الفصل الثاني:

خلص هذا الفصل إلى أن السياسة النقدية غير التقليدية لا تمثل نموذجا واحدا قابلا للتعميم، بل هي مجموعة من الأدوات الاستثنائية التي تختلف طبيعتها وفعاليتها باختلاف السياق الاقتصادي والمؤسسي الذي تُستخدم فيه. فقد بينت التجارب الدولية أن هذه الأدوات لا تكتسب أهميتها من شكلها التقني فقط، كشراء الأصول، أو التوجيه المستقبلي، أو أسعار الفائدة السلبية، أو تسهيلات السيولة، وإنما من طبيعة الاختلال الذي تسعى إلى معالجته، ومن درجة تطور الأسواق المالية، ومصداقية البنك المركزي، وفعالية قنوات انتقال السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي.

ففي الاقتصادات الصناعية، أظهرت تجارب الولايات المتحدة الامريكية والاتحاد الأوروبي واليابان أن اللجوء إلى الأدوات غير التقليدية ارتبط أساسا ببلوغ أسعار الفائدة حدودها الدنيا، وتعطل فعالية السياسة النقدية التقليدية عقب الأزمات المالية والاقتصادية الكبرى. وقد أبرزت التجربة الأمريكية قدرة برامج شراء الأصول والتوجيه المستقبلي على خفض العوائد طويلة الأجل، وتحسين شروط التمويل، ودعم أسعار الأصول، غير أن انتقال هذه الآثار إلى الناتج والتضخم ظل مشروطا بفعالية قنوات الائتمان والاستهلاك والاستثمار. أما تجربة البنك المركزي الأوروبي، فقد بينت أن فعالية السياسة النقدية غير التقليدية تزداد عندما تصمم في شكل حزمة متكاملة تجمع بين شراء الأصول، وعمليات إعادة التمويل طويلة الأجل الموجهة، وأسعار الفائدة السلبية، والتوجيه المستقبلي، خاصة في اقتصاد يعتمد بدرجة كبيرة على القناة المصرفية. في المقابل، كشفت تجربة بنك اليابان أن الاستمرار الطويل في التيسير الكمي والنوعي والتحكم في منحنى العائد قد ينجح في خفض العوائد ودعم أسعار الأصول، لكنه لا يضمن بالضرورة تحقيق تضخم مستدام إذا ظلت التوقعات الانكماشية راسخة والطلب الداخلي ضعيفا.

أما في الاقتصادات الناشئة، فقد اتخذت السياسة النقدية غير التقليدية طابعا مختلفا، إذ لم يكن اللجوء إلى الأدوات الاستثنائية نتيجة مباشرة لبلوغ الحد الأدنى الصفري لأسعار الفائدة، بل جاء غالبا في سياقات اتسمت بضغوط سعر الصرف، وارتفاع التضخم، وهشاشة ميزان المدفوعات، وتقلب تدفقات رؤوس الأموال. فقد أوضحت التجربة التركية أن تعدد الأدوات، مثل ممر أسعار الفائدة، وآلية خيار الاحتياطي، والاحتياطي الإلزامي، قد يكون مفيدا في إدارة السيولة وتدفقات رأس المال عندما يكون مكملا لإطار نقدي موثوق، غير أنه قد يتحول إلى مصدر تعقيد ومخاطر إذا استخدم لتعويض ضعف المصداقية أو غياب الانسجام بين سعر الفائدة والتضخم. كما بينت التجربة المصرية أن الأدوات الاستثنائية في الاقتصادات الناشئة قد تظهر

في صورة تحرير سعر الصرف، ورفع حاد لأسعار الفائدة، وشهادات ادخار مرتفعة العائد، وإدارة للاحتياطي الإلزامي، وتدابير ائتمانية واحترازية، لا في صورة تيسير كمي كلاسيكي. أما التجربة البرازيلية، فقد قدمت نموذجا أكثر مؤسساتية في استخدام الاحتياطي الإلزامي وتسهيلات السيولة كأدوات داعمة للاستقرار المالي، مع بقاء سعر الفائدة الأساسي محور السياسة النقدية.

وتبين من خلال التركيب المقارن أن فعالية السياسة النقدية غير التقليدية لا ترتبط بحجم التدخل النقدي فقط، بل تتوقف على مجموعة من الشروط العميقة. أولها وجود إطار مؤسسي واضح ومصداقية نقدية كافية تسمح للأسواق بفهم نوايا البنك المركزي. وثانيها توفر قنوات انتقال فعالة، سواء عبر الأسواق المالية، أو القطاع المصرفي، أو سعر الصرف. وثالثها قدرة السياسة النقدية على التنسيق مع السياسة المالية دون أن تتحول إلى أداة دائمة لتمويل العجز أو تغطية الاختلالات الهيكلية. ورابعها وجود استراتيجية خروج واضحة، لأن الدخول في السياسات غير التقليدية قد يكون أسهل من الخروج منها، كما أظهرت تجارب التشديد الكمي في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو، وتجربة التخلي عن التحكم في منحنى العائد في اليابان.

وبالنسبة للجزائر، لا تسمح هذه النتائج باستنساخ مباشر للتجارب الدولية، خاصة تلك التي قامت على شراء واسع للأصول في أسواق مالية عميقة ومتطورة. فمحدودية عمق السوق المالية، وهيمنة التمويل البنكي، وثقل القطاع العمومي، وحساسية التوازنات النقدية والمالية تجاه الإيرادات النفطية، تجعل نقل أدوات مثل التيسير الكمي الواسع أو التحكم في منحنى العائد أمرا غير ملائم في صورته الأصلية. غير أن ذلك لا يعني استبعاد كل أشكال السياسة النقدية غير التقليدية، بل يقتضي التفكير في أدوات أكثر قابلية للتكييف مع البنية الجزائرية، مثل إعادة التمويل الموجه، وتفعيل الاحتياطي الإلزامي بصورة دورية، وتطوير أدوات السيولة، وتحسين آليات تمويل القطاعات الإنتاجية، شريطة أن يتم ذلك ضمن إطار نقدي واضح لا يهدد استقرار الأسعار ولا يعمق التبعية للتمويل النقدي.

وعليه، فإن القيمة الأساسية لهذا الفصل لا تكمن في عرض التجارب الدولية بوصفها نماذج جاهزة للتطبيق، بل في استخلاص شروط نجاحها وحدودها. فقد بينت هذه التجارب أن السياسة النقدية غير التقليدية قد تكون أداة فعالة في أوقات الأزمات، لكنها لا تعوض ضعف المؤسسات، ولا غياب الانضباط المالي، ولا محدودية قنوات التمويل، ولا هشاشة الثقة في العملة. ومن ثم، فإن أي تفكير في استخدام أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر يجب أن ينطلق من تشخيص دقيق لبنية الاقتصاد الوطني، وطبيعة القنوات

النقدية المتاحة، ومستوى تطور السوق المالية، ومدى قدرة بنك الجزائر على إدارة السيولة والتوقعات دون الإضرار بالاستقرار النقدي والمالي.

وبذلك يمهد هذا الفصل للفصل الموالي، الذي سينتقل من المقارنة الدولية إلى التحليل التطبيقي والاستشرافي للحالة الجزائرية، من خلال اختبار مدى قابلية بعض أدوات السياسة النقدية غير التقليدية للتكييف مع الخصائص الهيكلية للاقتصاد الجزائري، وتحديد السيناريوهات الممكنة لاستخدامها، وحدودها، وشروط نجاحها في دعم الاستقرار المالي والنشاط الاقتصادي دون توليد اختلالات تضخمية أو نقدية جديدة.

الفصل الثالث:

قنوات انتقال السياسة النقدية غير التقليدية وآفاق استخدامها في الجزائر:

نمذجة قياسية باستخدام نماذج VAR خلال الفترة 2005–2024 واستشراف إلى أفق 2030

الفصل الثالث: قنوات انتقال السياسة النقدية غير التقليدية وآفاق استخدامها في الجزائر:
نمذجة قياسية باستخدام نماذج VAR خلال الفترة 2005–2024 واستشراف إلى أفق 2030

تمهيد

بعد تناول الإطار النظري والمفاهيمي للسياسة النقدية غير التقليدية، وبيان أهم أدواتها وقنوات انتقالها في الأدبيات الاقتصادية والتجارب الدولية، يأتي هذا الفصل التطبيقي لمحاولة اختبار مدى انطباق هذه القنوات على الحالة الجزائرية، من خلال دراسة قياسية تغطي الفترة الممتدة من الثلاثي الأول لسنة 2005 إلى الثلاثي الرابع لسنة 2024، وتكتسي هذه الفترة أهمية خاصة لأنها تجمع بين مرحلة ما قبل اللجوء إلى أدوات السياسة النقدية غير التقليدية ومرحلة ظهورها الفعلي في الجزائر، سواء من خلال التمويل غير التقليدي أو من خلال برنامج دعم إعادة التمويل الخاص.

تنبع أهمية هذا الفصل من خصوصية الاقتصاد الجزائري، الذي يتميز بارتباط كبير بين الوضعية المالية العمومية، تطورات أسعار النفط، السيولة المصرفية، وتمويل الاقتصاد. ففي مثل هذا السياق، لا يمكن دراسة السياسة النقدية غير التقليدية بمعزل عن قنوات انتقالها، لأن أثر هذه الأدوات لا يظهر فقط من خلال حجم الإصدار النقدي أو التمويل الموجه للخزينة، بل من خلال قدرتها على التأثير في الائتمان المصرفي، السيولة البنكية، سعر الفائدة الحقيقي، سعر الصرف، الأسعار، والنشاط الاقتصادي الحقيقي.

وانطلاقا من ذلك، لا تسعى هذه الدراسة إلى قياس أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بوصفها إجراءات معزولة، وإنما إلى تحليل قنوات انتقالها داخل الاقتصاد الجزائري. ولهذا الغرض تم اعتماد نموذج متجه الانحدار الذاتي(VAR) ، باعتباره من النماذج الملائمة لدراسة العلاقات الديناميكية بين المتغيرات الاقتصادية الكلية، خاصة عندما يكون الهدف هو تتبع أثر الصدمات النقدية عبر الزمن دون فرض علاقات سببية صارمة مسبقا بين المتغيرات.

وقد تم بناء النمذجة القياسية على أربع مسارات رئيسية تعبر عن قنوات انتقال السياسة النقدية غير التقليدية، وهي قناة الائتمان المصرفي، قناة السيولة المصرفية، قناة سعر الفائدة الحقيقي، وقناة سعر الصرف وانتقال الأثر إلى الأسعار. كما تم إدراج نموذج موسع خاص بالاحتياطي الإجباري، بالنظر إلى دوره المحتمل في ضبط السيولة المصرفية، إضافة إلى بناء سيناريوهات استشرافية الى أفق2030 تتعلق بتوسع برنامج إعادة التمويل الخاص، والاحتياطي الإجباري، والتسبيق بنك الجزائر للخزينة العمومية في ضوء المادة 48 المعدلة من القانون النقدي والمصرفي23–09.

يعتمد هذا الفصل على منهجية متدرجة تبدأ بتوصيف متغيرات الدراسة وتحليل خصائصها البيانية والإحصائية، ثم اختبار السكون وفحص إمكانية التكامل المشترك، قبل الانتقال إلى تقدير نماذج (VAR) حسب القنوات واختبار صلاحيتها من خلال اختبارات التشخيص والاستقرار. وبعد ذلك يتم تحليل دوال الاستجابة الآنية وتحليل التباين من أجل تحديد قوة انتقال الصدمات النقدية غير التقليدية عبر كل قناة.

وفي الأخير، يتم توظيف نتائج النموذج في بناء قراءة استشرافية لآفاق استخدام هذه الأدوات في الجزائر، مع مناقشة حدود النموذج والتوصيات الممكنة.

وبذلك، يمثل هذا الفصل محاولة للربط بين التحليل القياسي والتحليل الاقتصادي، من خلال الانتقال من قياس العلاقة بين المتغيرات إلى تفسير دلالتها بالنسبة للسياسة النقدية في الجزائر. كما يسمح بتقييم ما إذا كانت أدوات مثل التمويل غير التقليدي وبرنامج إعادة التمويل الخاص قد انتقلت فعلا إلى الاقتصاد الحقيقي عبر القنوات النقدية المعروفة، أم أن أثرها ظل محدودا أو غير متجانس حسب طبيعة القناة والظرف الاقتصادي.

المبحث الأول: الإطار المنهجي والتوصيفي للدراسة القياسية

يشكل الإطار المنهجي والتوصيفي مرحلة أساسية قبل الانتقال إلى تقدير نماذج متجه الانحدار الذاتي (VAR)، لأن جودة النتائج القياسية لا تتوقف فقط على اختيار النموذج، بل ترتبط أيضا بطبيعة المتغيرات المستخدمة، ودلالتها الاقتصادية، وخصائصها الإحصائية والزمنية. لذلك يهدف هذا المبحث إلى تقديم الأساس الذي تقوم عليه الدراسة القياسية، من خلال تحديد متغيرات الدراسة، وشرح مبررات اختيارها، ثم تحليل تطورها البياني والوصفي، قبل اختبار درجة سكونها وإمكانية وجود علاقات طويلة الأجل بينها.

وقد تم اختيار متغيرات الدراسة بما يسمح بتمثيل أدوات السياسة النقدية غير التقليدية من جهة، وقنوات انتقالها إلى الاقتصاد الحقيقي من جهة أخرى. ويمثل كل من التمويل غير التقليدي (FNC) و برنامج إعادة التمويل الخاص(PSR) الأدوات الأساسية محل الدراسة، حيث يعبر الأول عن التمويل غير التقليدي، في حين يعبر الثاني عن برنامج إعادة التمويل الخاص. أما قنوات الانتقال فقد تم تمثيلها من خلال الائتمان المصرفي، السيولة المصرفية، سعر الفائدة الحقيقي وسعر الصرف، بينما تم استخدام الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ومعدل التضخم باعتبارهما متغيرين يعكسان الأثر النهائي على النشاط الاقتصادي والأسعار.

كما تم إدراج بعض المتغيرات المساندة، مثل سعر النفط والمتغير الوهمي الخاص بجائحة كوفيد–19، بهدف التحكم في بعض الصدمات الخارجية والظرفية التي قد تؤثر في ديناميكية الاقتصاد الجزائري خلال فترة الدراسة. ويكتسي هذا الأمر أهمية خاصة في اقتصاد يعتمد بدرجة معتبرة على الإيرادات النفطية، حيث يمكن أن تؤثر تقلبات أسعار النفط في السيولة، الإنفاق العمومي، الائتمان، وسلوك السياسة النقدية.

وبالنظر إلى طبيعة السلاسل الزمنية الاقتصادية الكلية، تم إخضاع المتغيرات لاختبارات السكون باستعمال اختبارات (Augmented Dickey-Fuller ADF) و(Phillips-Perron) و(Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin KPSS)، مع فحص إمكانية وجود تكامل مشترك من خلال اختبار لتكامل المشترك لجوهانسن (Johansen). وتساعد هذه الاختبارات على تحديد الصيغة المناسبة لتقدير النموذج، سواء في المستويات أو في الفروق الأولى. وفي هذه الدراسة، تم اعتماد الفروق الأولى في تقدير نماذج VAR بهدف ضمان التعامل مع سلاسل أكثر استقرارا، وتفادي الحصول على علاقات زائفة بين المتغيرات.

وعليه، يمهد هذا المبحث لبقية الفصل من خلال بناء قاعدة منهجية واضحة تسمح بفهم طبيعة البيانات قبل تفسير نتائج النماذج. فقبل تحليل دوال الاستجابة الآنية أو تحليل التباين، لا بد من التأكد من أن المتغيرات المختارة تعبر فعلا عن القنوات الاقتصادية محل الدراسة، وأن خصائصها الإحصائية تسمح بتقدير نموذج قياسي قابل للتفسير.

المطلب الأول: متغيرات الدراسة ودلالتها الاقتصادية

تقوم الدراسة القياسية في هذا الفصل على مجموعة من المتغيرات الاقتصادية والنقدية التي تم اختيارها بما يسمح بتحليل قنوات انتقال السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر. ولا يقتصر الهدف من إدراج هذه المتغيرات على قياس أثر أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في حد ذاتها، بل يمتد إلى تتبع كيفية انتقال هذا الأثر عبر القنوات النقدية والمالية نحو النشاط الاقتصادي الحقيقي والأسعار. ولهذا تم تقسيم المتغيرات إلى أربع مجموعات رئيسية: متغيرات تمثل أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، ومتغيرات تمثل قنوات الانتقال، ومتغيرات هدف تعكس الأثر النهائي، ومتغيرات مساندة للتحكم في بعض الصدمات الخارجية والظرفية.

1. متغيرات أدوات السياسة النقدية غير التقليدية

تتمثل أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في هذه الدراسة في متغيرين أساسيين هما: التمويل غير التقليدي (FNC) وبرنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) ويمثل هذان المتغيران جوهر الدراسة، لأنهما يعكسان تدخلات نقدية استثنائية خرجت جزئيا عن الإطار التقليدي المعتمد على أدوات مثل سعر الفائدة، عمليات السوق المفتوحة، والاحتياطي الإجباري.

يعبر متغير (FNC) عن التمويل غير التقليدي، وهو أداة ترتبط أساسا بتمويل الخزينة العمومية في ظروف استثنائية، خاصة في ظل الضغوط المالية الناتجة عن تراجع الموارد النفطية أو اتساع حاجات التمويل العمومي. وتكمن أهمية هذا المتغير في كونه لا يؤثر فقط في وضعية الخزينة، بل يمكن أن ينعكس أيضا على السيولة البنكية، الكتلة النقدية، الائتمان، التضخم، وسعر الصرف. لذلك لا يتم التعامل معه في هذه الدراسة كأداة مالية بحتة، بل كأداة ذات امتدادات نقدية يمكن أن تؤثر في قنوات انتقال السياسة النقدية.

أما متغير (PSR) فيمثل برنامج إعادة التمويل الخاص، وهو يعكس تدخل البنك المركزي لتوفير أو دعم السيولة داخل النظام البنكي. وتظهر أهمية هذا المتغير في كونه أقرب إلى منطق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية الموجهة لدعم التمويل المصرفي وتحسين قدرة البنوك على الاستمرار في تمويل الاقتصاد. وبخلاف التمويل غير التقليدي المرتبط أكثر بالخزينة، فإن (PSR) يرتبط بصورة أوضح بقناة السيولة وقناة الائتمان، ولذلك يفترض أن يكون انتقال أثره إلى الاقتصاد الحقيقي أكثر مباشرة من خلال الجهاز المصرفي.

ومن الناحية القياسية، تم إدراج كل من التمويل غير التقليدي (FNC)وبرنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) كمتغيرين داخليين في نماذج (VAR)، بما يسمح بتحليل استجابة باقي المتغيرات للصدمات الصادرة عنهما، ومقارنة قوة انتقال كل أداة عبر القنوات المختلفة.

2. متغيرات قنوات الانتقال النقدي

اعتمدت الدراسة على أربع قنوات رئيسية لانتقال السياسة النقدية غير التقليدية، وهي قناة الائتمان المصرفي، قناة السيولة المصرفية، قناة سعر الفائدة الحقيقي، وقناة سعر الصرف. ويستند هذا الاختيار إلى طبيعة الاقتصاد الجزائري، حيث يحتل الجهاز المصرفي دورا محوريا في تمويل النشاط الاقتصادي، كما تلعب السيولة وسعر الصرف دورا مهما في نقل الصدمات النقدية إلى الأسعار والنشاط الحقيقي.

يمثل متغير (CREDIT) قناة الائتمان المصرفي، ويعبر عن حجم الائتمان الموجه للاقتصاد. وتنبع أهمية هذا المتغير من أن أي توسع في السيولة أو في أدوات إعادة التمويل يمكن أن ينعكس على قدرة البنوك على منح القروض. فإذا كانت السياسة النقدية غير التقليدية فعالة، فمن المتوقع أن يظهر جزء من أثرها عبر ارتفاع الائتمان المصرفي، ثم انتقال هذا الأثر لاحقا إلى الاستثمار، الاستهلاك، والناتج الحقيقي. وقد تم اعتماد الصيغة اللوغاريتمية لهذا المتغير من أجل تقليل حدة التذبذب وتسهيل تفسير الديناميكية النسبية للائتمان.

أما متغير (LIQ) فيمثل قناة السيولة المصرفية، وهي قناة مركزية في هذه الدراسة، لأن السياسة النقدية غير التقليدية ترتبط غالبا بإدارة السيولة في النظام البنكي. فاللجوء إلى التمويل غير التقليدي أو برنامج إعادة التمويل الخاص يمكن أن يؤدي إلى زيادة السيولة المتاحة لدى البنوك، مما يؤثر بدوره في شروط التمويل، الائتمان، وسلوك المؤسسات المصرفية. ولهذا تم إدراج السيولة المصرفية كقناة مستقلة من أجل اختبار ما إذا كانت أدوات السياسة النقدية غير التقليدية تنتقل فعلا عبر الجهاز المصرفي أم تبقى محدودة الأثر.

ويمثل متغير (TIR_REEL) سعر الفائدة الحقيقي، أي سعر الفائدة بعد أخذ التضخم بعين الاعتبار. وتكمن أهمية هذا المتغير في أنه يعكس التكلفة الحقيقية للتمويل، وبالتالي فهو يؤثر في قرارات الاستثمار والاقتراض. فإذا أدت أدوات السياسة النقدية غير التقليدية إلى تخفيض تكلفة التمويل الحقيقية، فقد ينعكس ذلك إيجابيا على الطلب على القروض والنشاط الاقتصادي. غير أن فعالية هذه القناة في الجزائر قد تكون محدودة نسبيا، بالنظر إلى طبيعة النظام المصرفي، درجة تطور السوق المالية، ودور البنوك العمومية في التمويل.

أما متغير (EXR) فيعبر عن سعر الصرف، ويمثل قناة انتقال مهمة خاصة في اقتصاد مفتوح يعتمد بدرجة معتبرة على الواردات. فالتغيرات في السيولة أو في التمويل النقدي قد تؤثر في سعر الصرف، ومن ثم في الأسعار المحلية عبر تكلفة الواردات. لذلك تم ربط قناة سعر الصرف في هذه الدراسة بمعدل التضخم، من أجل تتبع انتقال الصدمات النقدية من سعر الصرف إلى المستوى العام للأسعار.

3. المتغيرات الهدف

تتضمن الدراسة متغيرين هدف رئيسيين هما الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي و معدل التضخم ويمثل هذان المتغيران النتيجة النهائية التي تسعى السياسة النقدية عادة إلى التأثير فيها، سواء من خلال دعم النشاط الاقتصادي أو ضبط المستوى العام للأسعار.

- يعبر متغير (RGDP) عن الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، وهو مؤشر أساسي لقياس النشاط الاقتصادي بعيدا عن أثر تغيرات الأسعار. وقد تم اعتماد الناتج الحقيقي بدلا من الناتج الاسمي لأن الهدف من الدراسة هو تحليل الأثر الفعلي للسياسة النقدية غير التقليدية على النشاط الاقتصادي، وليس فقط على القيم النقدية الجارية. كما تم استخدام الصيغة اللوغاريتمية لهذا المتغير، بما يسمح بتفسير التحركات الديناميكية في إطار أقرب إلى معدلات النمو أو التغيرات النسبية.
- أما متغير (CPI) فيمثل معدل التضخم المحسوب انطلاقا من مؤشر أسعار المستهلك، ويستخدم لقياس وتيرة تغير الأسعار. وتنبع أهميته من أن أدوات السياسة النقدية غير التقليدية قد تؤدي، في حال توسعها، إلى ضغوط تضخمية مباشرة أو غير مباشرة. لذلك تم إدراج هذا المتغير خصوصا في نموذج قناة سعر الصرف، من أجل تحليل ما إذا كانت صدمات التمويل غير التقليدي (FNC) أو برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) تنتقل إلى الأسعار عبر تغيرات سعر الصرف.

4. المتغيرات المساندة

إضافة إلى المتغيرات الأساسية، تم إدراج مجموعة من المتغيرات المساندة التي تساعد على تحسين التفسير القياسي وتجنب إسناد كل التحولات إلى أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وحدها. ويأتي في مقدمة هذه المتغيرات:

- سعر النفط (OIL)، نظرا للمكانة المركزية التي تحتلها الإيرادات النفطية في الاقتصاد الجزائري، فتقلبات أسعار النفط تؤثر في الإيرادات العمومية، السيولة، الإنفاق العام، احتياجات التمويل، وسلوك السياسة النقدية. لذلك تم استخدام سعر النفط كمتغير خارجي مساعد في النماذج.
- إدراج متغير وهمي خاص بجائحة كوفيد–19 (d_covid)، بهدف عزل الأثر الاستثنائي للجائحة على النشاط الاقتصادي والسيولة والتمويل. وقد تم تحديد هذا المتغير للفترة التي شهدت الصدمة المباشرة للجائحة، حتى لا يتم الخلط بين أثر السياسة النقدية غير التقليدية وأثر الصدمة الصحية والاقتصادية المرتبطة بسنة 2020.

- إدراج متغير (RR)، الذي يعبر عن الاحتياطي الإجباري، في النموذج الموسع الخاص بالسيولة. ويعد هذا المتغير من أدوات السياسة النقدية التقليدية، إلا أن إدراجه في هذه الدراسة له أهمية خاصة لأنه يسمح بمقارنة دوره مع أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في ضبط السيولة البنكية. كما يساعد على بناء سيناريوهات استشرافية تتعلق بإمكانية رفع أو خفض الاحتياطي الإجباري كأداة مرافقة للسياسة النقدية.

بناء على ما سبق، فإن اختيار متغيرات الدراسة لم يكن اختيارا إحصائيا فقط، بل يستند إلى منطق اقتصادي يرتبط بطبيعة انتقال السياسة النقدية غير التقليدية في اقتصاد يعتمد بدرجة كبيرة على البنوك، وعلى الموارد النفطية، وعلى تدخل الدولة في تمويل النشاط الاقتصادي. ومن ثم، فإن هذه المتغيرات تسمح ببناء نماذج VARقادرة على تتبع الصدمات النقدية غير التقليدية، وتحليل ما إذا كانت تنتقل إلى الاقتصاد الحقيقي عبر القنوات المصرفية والنقدية، أم أن أثرها يبقى محدودا وغير متجانس حسب طبيعة الأداة والقناة.

الجدول رقم (3–1): تعريف متغيرات الدراسة ودلالتها الاقتصادية

الرمز	المتغير	الدلالة الاقتصادية	دوره في النموذج
FNC	التمويل غير التقليدي	يعبر عن التمويل النقدي الاستثنائي المرتبط بالخزينة	أداة سياسة نقدية غير تقليدية
PSR	برنامج إعادة التمويل الخاص	يعبر عن دعم السيولة وإعادة التمويل داخل النظام البنكي	أداة سياسة نقدية غير تقليدية
CREDIT	الائتمان المصرفي	يعكس قدرة البنوك على تمويل الاقتصاد	قناة الائتمان المصرفي
LIQ	السيولة المصرفية	تعبر عن السيولة المتاحة في النظام البنكي	قناة السيولة
TIR_REEL	سعر الفائدة الحقيقي	يمثل التكلفة الحقيقية للتمويل	قناة سعر الفائدة
EXR	سعر الصرف	يعكس قيمة العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية	قناة سعر الصرف
RGDP	الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي	يقيس النشاط الاقتصادي الحقيقي	متغير هدف
CPI	معدل التضخم	يقيس وتيرة تغير أسعار الاستهلاك	متغير هدف
OIL	سعر النفط	يعبر عن الصدمة الخارجية المرتبطة بالمحروقات	متغير خارجي مساعد
d_covid	متغير وهمي لجائحة كوفيد-19	يعزل أثر الصدمة الصحية والاقتصادية	متغير خارجي مساعد
RR	الاحتياطي الإجباري	أداة تقليدية لضبط السيولة البنكية	متغير داعم في النموذج الموسع

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الإطار النظري للدراسة، وعلى طبيعة المتغيرات المعتمدة في النموذج القياسي ومصادر بياناتها.

المطلب الثاني: التحليل البياني والوصفي للمتغيرات

يمثل التحليل البياني والوصفي مرحلة ضرورية قبل الانتقال إلى الاختبارات القياسية وتقدير نماذج(VAR) ، لأنه يسمح بفهم السلوك العام للمتغيرات، وتحديد الاتجاهات الكبرى، وملاحظة فترات التحول أو الصدمات التي قد تؤثر في نتائج النموذج. كما يساعد هذا التحليل على تكوين قراءة أولية حول طبيعة العلاقة بين أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وقنوات انتقالها، قبل اختبار هذه العلاقات بطريقة قياسية أكثر دقة.

وتكتسي هذه المرحلة أهمية خاصة في حالة الاقتصاد الجزائري، لأن تطور المتغيرات النقدية والمالية لا يخضع فقط للعوامل النقدية الداخلية، بل يتأثر أيضا بتقلبات أسعار النفط، وضعية المالية العمومية، مستوى السيولة في الجهاز المصرفي، وحجم تدخل الدولة في تمويل الاقتصاد. ومن ثم، فإن قراءة الرسوم البيانية لا تهدف إلى استخلاص نتائج نهائية، بل إلى تقديم مؤشرات أولية تساعد على تفسير النتائج القياسية اللاحقة.

1. التحليل البياني لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية

يظهر تحليل تطور أدوات السياسة النقدية غير التقليدية أن متغيري التمويل غير التقليدي (FNC)وبرنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) لا يعكسان أدوات نقدية عادية ذات تطور مستمر ومنتظم، بل يعبران عن تدخلات استثنائية ارتبطت بظروف اقتصادية ومالية محددة. فالتمويل غير التقليدي (FNC)يرتبط أساسا بمرحلة خاصة من تمويل الخزينة العمومية، بينما يعكس برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR)تدخلا موجها لدعم السيولة المصرفية وتحسين قدرة الجهاز البنكي على تمويل الاقتصاد.

ومن الناحية البيانية، يبين الشكل الموالي أن رصيد التمويل غير التقليدي ظل منعدما خلال الفترة 2005–2017، قبل أن يظهر ابتداء من الربع الرابع لسنة 2017 بقيمة 2185 مليار دج. وقد عرف الرصيد توسعا سريعا خلال سنة 2018، حيث ارتفع إلى 3585 مليار دج في الربع الأول، ثم إلى 4005 مليار دج في الربع الثالث، ليبلغ 5556.2 مليار دج في نهاية السنة نفسها.

وفي الربع الأول من سنة 2019 بلغ الرصيد أعلى مستوى له بقيمة 6556.2 مليار دج، أي بزيادة قدرها 4371.2 مليار دج مقارنة ببداية تفعيله، وبعد ذلك، استقر الرصيد عند هذا المستوى المرتفع خلال الفترة 2019–2022، قبل أن يبدأ في الانخفاض التدريجي ليصل إلى 5864.2 مليار دج في نهاية 2024، أي بتراجع قدره 692 مليار دج، وبنسبة انخفاض تقارب 10.6% من أعلى مستوى مسجل.

ويعكس هذا التطور أن التمويل غير التقليدي لم يكن أداة نقدية عادية، بل تدخلا تمويليا استثنائيا ذا حجم كبير، ارتبط أساسا بتمويل الخزينة العمومية، ثم دخل لاحقا في مرحلة امتصاص تدريجي. وهذا ما يبرر التعامل معه في نماذج (VAR) كأداة غير تقليدية ذات أثر محتمل على السيولة والائتمان والنشاط الاقتصادي.

الشكل رقم:(3-1)التطور الزمني لرصيد التمويل غير التقليدي (FNC)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات بنك الجزائر وتقاريره السنوية المتعلقة بالتمويل غير التقليدي، ومعالجة السلسلة الزمنية باستعمال برنامج R.

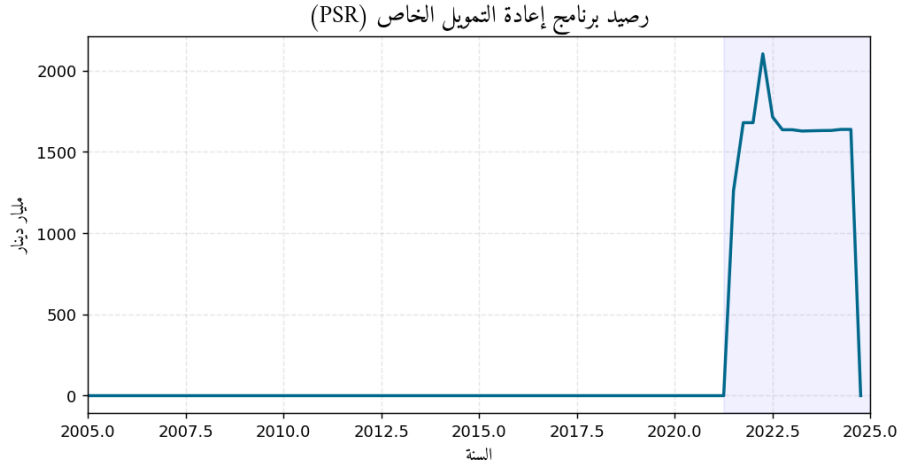
أما متغير برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) فيعكس بدوره مرحلة تدخل نقدي خاص، إلا أن طبيعته تختلف عن التمويل غير التقليدي (FNC)، لأنه يرتبط بصورة أكبر بآليات إعادة التمويل وتوفير السيولة للبنوك. لذلك فإن قراءة تطوره البياني تعد مهمة لفهم ما إذا كانت تحركاته متزامنة مع تغيرات السيولة المصرفية والائتمان والناتج الحقيقي، وهو ما سيتم اختباره لاحقا من خلال دوال الاستجابة الآنية وتحليل التباين.

يوضح الشكل أن برنامج إعادة التمويل الخاص لم يظهر إلا ابتداء من الربع الثالث لسنة 2021، حيث بلغ رصيده 1260 مليار دج، ثم ارتفع إلى 1680 مليار دج في الربع الرابع من السنة نفسها، أي بزيادة قدرها 420 مليار دج وبنسبة نمو تقارب 33.3%.

واصل البرنامج توسعه خلال سنة 2022 ليبلغ أعلى مستوى له في الربع الثاني بقيمة 2100مليار دج، بنسبة نمو تقارب 67%. وبعد هذه الذروة، تراجع الرصيد إلى 1714.9 مليار دج في الربع الثالث من سنة 2022، ثم استقر نسبيا حول 1630 مليار دج خلال الفترة الممتدة من نهاية 2022 إلى الربع الثالث من سنة 2024.

أما في الربع الرابع من سنة 2024، فقد انخفض الرصيد إلى الصفر نتيجة انتهاء البرنامج وتسديده بالكامل، وهو ما يعكس الخروج النهائي من هذا التدخل النقدي الخاص. وبذلك، يظهر أن برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) كان أداة أقل حجماً من التمويل غير تقليدي (FNC).

الشكل رقم (3–2): التطور الزمني لرصيد برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات بنك الجزائر وتقاريره السنوية المتعلقة ببرنامج إعادة التمويل الخاص، ومعالجة البيانات باستعمال برنامج R.

وعليه، فإن التحليل البياني لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية يبين أن الدراسة لا تتعامل مع أدوات نقدية تقليدية متكررة، بل مع أدوات استثنائية ظهرت في سياقات اقتصادية خاصة. وهذا يبرر اعتماد نماذج ديناميكية قادرة على تتبع أثر الصدمات، بدل الاكتفاء بعلاقات خطية ثابتة.

2. التحليل البياني لقنوات الانتقال النقدي

تتضمن قنوات الانتقال النقدي في هذه الدراسة أربع قنوات رئيسية، وهي:

- ✓ قناة الائتمان المصرفي،
- ✓ قناة السيولة المصرفية،
- ✓ قناة سعر الفائدة الحقيقي،
- ✓ قناة سعر الصرف والأسعار.

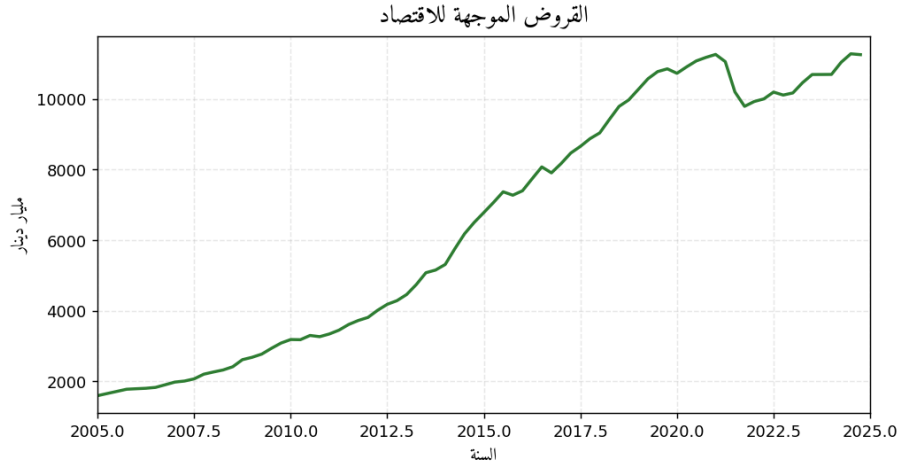
وتمثل هذه القنوات المسارات التي يمكن أن تنتقل من خلالها صدمات التمويل غير التقليدي (PSR) و(FNC) إلى النشاط الاقتصادي والأسعار.

- بالنسبة لقناة الائتمان المصرفي، يبين تطور متغير (CREDIT) في الشكل الموالي بملاحظة وجود اتجاه تصاعدي واضح على المدى الطويل، حيث ارتفع حجم القروض الموجهة للاقتصاد من 1596 مليار دج في الربع الأول من سنة 2005 إلى 11260 مليار دج في الربع الرابع من سنة 2024، أي بزيادة إجمالية قدرها 9664 مليار دج، وبنسبة نمو تقارب 605.5%. ويعكس هذا التطور توسعاً كبيراً في دور الجهاز المصرفي في تمويل النشاط الاقتصادي، بما يؤكد أن الائتمان البنكي ظل القناة

الأساسية لتمويل المؤسسات والقطاعات الاقتصادية في الجزائر، خاصة في ظل محدودية التمويل السوقي وضعف مساهمة السوق المالية في تعبئة الموارد.

غير أن هذا المسار التصاعدي لم يكن منتظما خلال كامل الفترة، إذ يمكن التمييز بين عدة مراحل: ففي الفترة 2005–2010، عرف الائتمان نموا تدريجيا، حيث انتقل من 1596 مليار دج إلى 3268 مليار دج، وهو ما يعكس توسعا هادئا في التمويل المصرفي. أما خلال الفترة 2011–2019، فقد تسارع نمو القروض بشكل أوضح، إذ ارتفعت من 3344 مليار دج في بداية 2011 إلى 10858 مليار دج في نهاية 2019، أي بزيادة قدرها 7514 مليار دج. وتعد هذه المرحلة مهمة لأنها تعكس اتساع دور البنوك في تمويل الاقتصاد، كما تتزامن في نهايتها مع فترة تفعيل التمويل غير التقليدي، الأمر الذي يجعل من الضروري اختبار ما إذا كانت الزيادة في السيولة قد انتقلت فعلا إلى قناة الائتمان.

الشكل رقم (3–3): التطور الزمني للائتمان المصرفي (CREDIT)

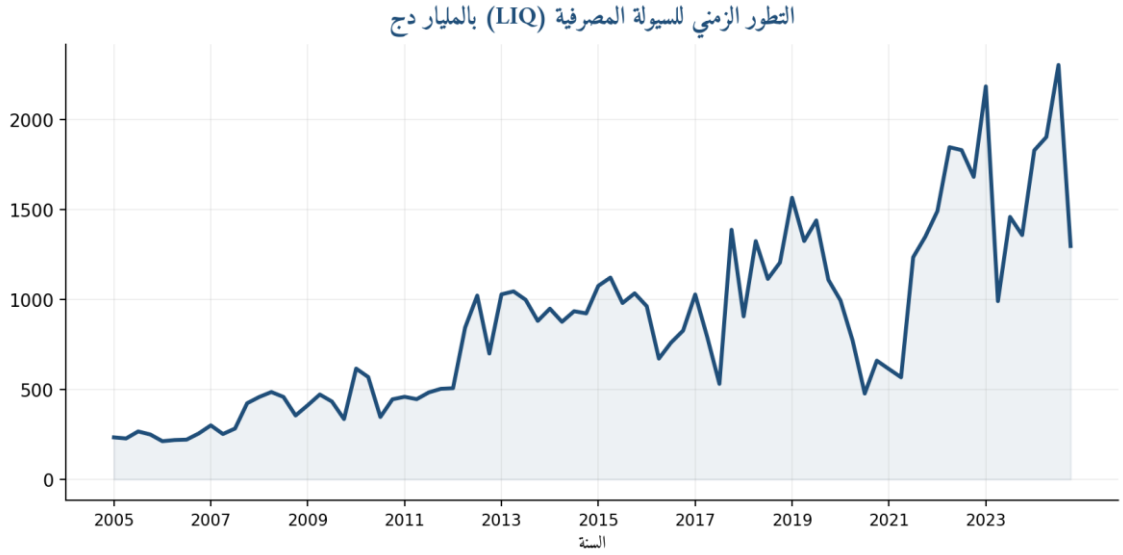


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات بنك الجزائر الخاصة بتطور القروض الموجهة للاقتصاد، ومعالجة البيانات الفصلية باستعمال برنامج R.

- أما قناة السيولة المصرفية، والممثلة بمتغير (LIQ)، فتعد من أهم القنوات في دراسة السياسة النقدية غير التقليدية. فالسيولة تمثل الحلقة الأولى التي يمكن من خلالها أن تؤثر أدوات مثل التمويل غير التقليدي أو إعادة التمويل الخاص في الجهاز المصرفي. ومن ثم، يبين متغير (LIQ) مسارا متقلبا أكثر من كونه اتجاها منتظماً، حيث ارتفعت السيولة من 233.37 مليار دج في الربع الأول من سنة 2005 إلى 1296.70 مليار دج في الربع الرابع من سنة 2024. ويمكن التمييز بين مرحلة نمو تدريجي خلال 2005–2011، ثم مرحلة وفرة نسبية بين 2012–2015 تجاوزت فيها السيولة أحياناً مستوى 1000 مليار دج. غير أن السلسلة تكشف أيضاً عن فترات ضغط واضحة، أهمها انخفاض

السيولة من 1034 مليار دج في الربع الرابع من سنة 2015 إلى 671.13 مليار دج في الربع الثاني من سنة 2016، ثم تراجعها من 1027.59 مليار دج في الربع الأول من سنة 2017 إلى 530.78 مليار دج في الربع الثالث من السنة نفسها. كما برزت أزمة سيولة أكثر حدة بين 2019 و2020، حيث انخفضت من 1565.10 مليار دج في الربع الأول من سنة 2019 إلى 476.87 مليار دج في الربع الثالث من سنة 2020، أي بتراجع يقارب 69.5%. وبعد إطلاق برنامج إعادة التمويل الخاص، عادت السيولة إلى الارتفاع لتبلغ 1846.09 مليار دج في الربع الثاني من سنة 2022، ثم سجلت ذروتها عند 2303.07 مليار دج في الربع الثالث من سنة 2024 قبل أن تنخفض إلى 1296.70 مليار دج في نهاية السنة. ويؤكد ذلك أن السيولة المصرفية كانت قناة شديدة الحساسية للصدمات والتدخلات غير التقليدية، ما يبرر إدراجها في نموذج (VAR) لاختبار استجابتها لصدمات التمويل غير التقليدي (FNC) وبرنامج إعادة التمويل الخاص (PSR).

الشكل رقم (3–4): التطور الزمني للسيولة المصرفية (LIQ)



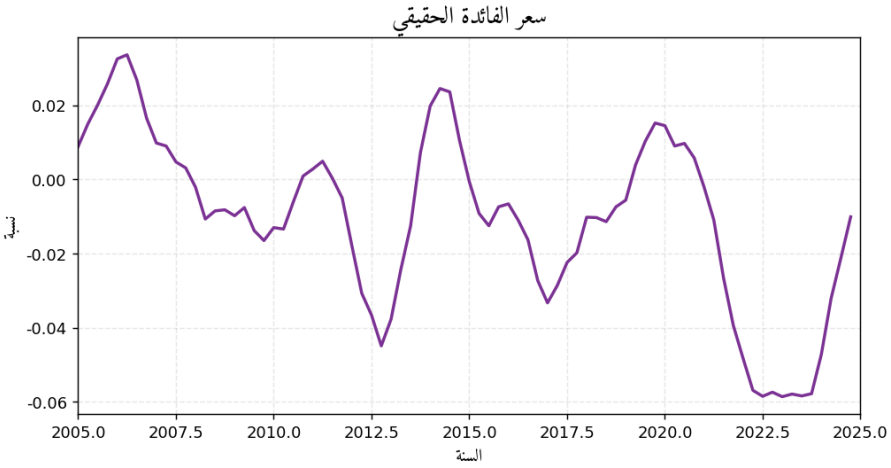
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات بنك الجزائر المتعلقة بوضعية السيولة المصرفية، مع احتساب ومعالجة السلسلة الزمنية باستعمال برنامج R.

- وفيما يتعلق بقناة سعر الفائدة الحقيقي، فإن متغير (TIR_REEL) يسمح بتتبع التكلفة الحقيقية للتمويل، ويعد هذا المتغير مهما لأنه يربط بين السياسة النقدية وقرارات الاستثمار والاقتراض. يبين متغير (TIR_REEL) مسارا متقلبا بين فترات الفائدة الحقيقية الموجبة والسالبة، حيث بلغ مستوى موجباً مرتفعاً قدره 3.36% في الربع الثاني من سنة 2006.

ابتداء من سنة 2008، دخل المؤشر في المنطقة السالبة، ما يعكس تراجع التكلفة الحقيقية للتمويل بفعل أثر التضخم. وقد بلغ الانخفاض مستوى واضحا في الربع الرابع من سنة 2012 عند –4.49%،

قبل أن يتحسن مؤقتا خلال سنة 2014 ليصل إلى 2.45% في الربع الثاني. بعد ذلك عاد سعر الفائدة الحقيقي إلى مستويات سالبة خلال الفترة 2015–2018، ثم سجل تحسنا محدودا في 2019 و2020. غير أن الفترة 2021–2023 عرفت تدهورا حادا، حيث بلغ أدنى مستوى له عند −5.86% في الربع الأول من سنة 2023.وفي سنة 2024 بدأ المؤشر في التحسن التدريجي، منتقلا من −4.72% في الربع الأول إلى −1.01% في الربع الرابع. ويشير ذلك إلى أن قناة سعر الفائدة الحقيقي موجودة، لكنها تبقى محدودة الفعالية في الجزائر بسبب ضعف انتقال تغيرات سعر الفائدة إلى قرارات الائتمان والاستثمار.

الشكل رقم (3–5): التطور الزمني لسعر الفائدة الحقيقي (TIR_REEL)

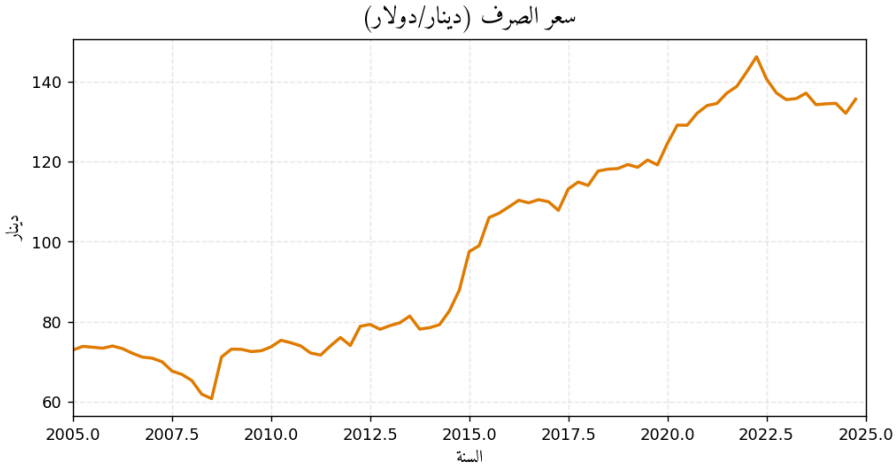


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات بنك الجزائر الخاصة بسعر الفائدة الاسمي، وبيانات الديوان الوطني للإحصائيات الخاصة بمعدل التضخم، مع احتساب سعر الفائدة الحقيقي ومعالجة البيانات باستعمال برنامج R

- أما قناة سعر الصرف، والممثلة بمتغير EXR، فتسمح بتحليل العلاقة بين الصدمات النقدية وتغيرات قيمة العملة، ثم انتقال ذلك إلى الأسعار عبر تكلفة الواردات. يبين الشكل الموالي متغير (EXR) تطور سعر الصرف USD/DZD، حيث انتقل من 72.92 USD/DZD في الربع الأول من سنة 2005 إلى 135.66 USD/DZD في الربع الرابع من سنة 2024، أي بارتفاع يقارب 86%. ويعني هذا الارتفاع تراجع قيمة الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي. وقد سجل الدينار تحسنا نسبياً خلال الفترة 2005–2008، حيث انخفض سعر الصرف إلى 60.77 USD/DZD في الربع الثالث من سنة 2008، قبل أن يعود إلى الارتفاع تدريجياً. ومنذ سنة 2014، اتخذ سعر الصرف مسارا تصاعديا أوضح، إذ انتقل من 87.90 USD/DZD في الربع الرابع من سنة 2014 إلى 107.13 USD/DZD في الربع الرابع من سنة 2015. كما بلغ أعلى مستوى له عند 146.27 USD/DZD في الربع الثاني من سنة 2022، قبل أن يستقر نسبيا حول 134–136 USD/DZD خلال سنتي 2023 و2024.

وتكتسي هذه القناة أهمية خاصة لأن الاقتصاد الجزائري يعتمد بدرجة معتبرة على الواردات، مما يجعل تغيرات سعر الصرف عاملا محتملا في تفسير جزء من تحركات مؤشر أسعار الاستهلاك.

الشكل رقم (3–6): التطور الزمني لسعر الصرف (EXR)

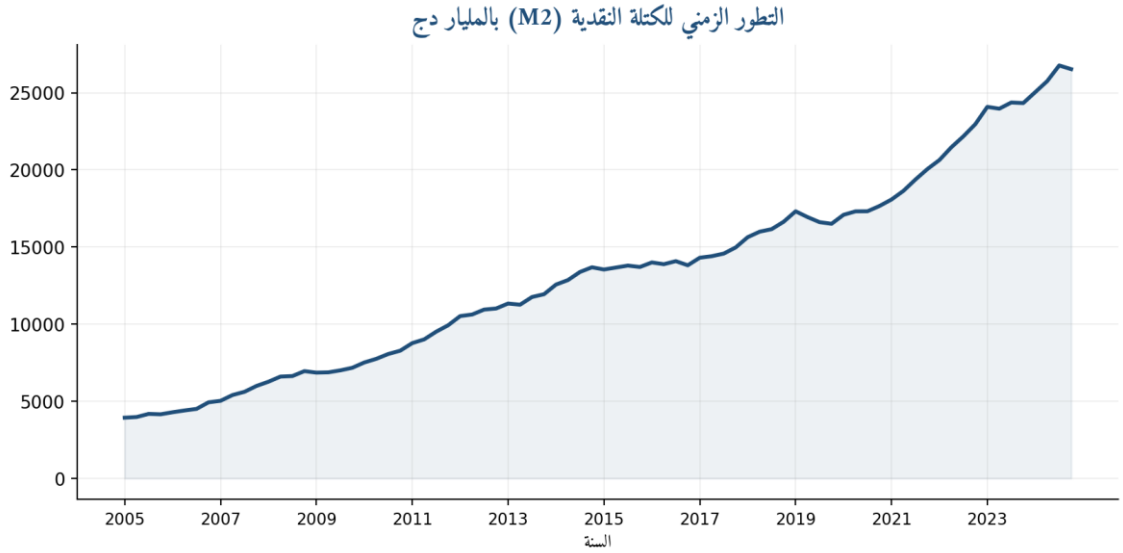


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات بنك الجزائر المتعلقة بسعر الصرف الرسمي للدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي، ومعالجة البيانات الفصلية باستعمال برنامج R.

وإضافة إلى متغيرات القنوات الأربع، تستعين الدراسة بمتغيرين نقديين إضافيين، هما الكتلة النقدية (M2) ومعدل الاحتياطي الإجباري (RR)، لاستكمال الصورة النقدية العامة قبل الانتقال إلى المتغيرات الهدف.

- تمثل الكتلة النقدية (M2) مؤشرا على الإطار النقدي الإجمالي للاقتصاد. فبينما تعكس السيولة المصرفية الموارد المتاحة داخل الجهاز البنكي، تعبر الكتلة النقدية بمعناها الواسع عن حجم الوسائل النقدية المتداولة في الاقتصاد. يبين المتغير (M2) اتجاها تصاعديا واضحا، حيث ارتفعت من 3938 مليار دج في الربع الأول من سنة 2005 إلى 26529 مليار دج في الربع الرابع من سنة 2024، أي بزيادة تقارب 573.7%. ويمكن التمييز بين مرحلة توسع تدريجي خلال الفترة 2005–2014، إذ بلغت 13687 مليار دج في نهاية 2014، ثم مرحلة شبه استقرار نسبي خلال 2015–2017 حول مستوى 14 ألف مليار دج. وبعد تفعيل التمويل غير التقليدي، ارتفعت الكتلة النقدية من 14975 مليار دج في الربع الرابع من سنة 2017 إلى 17316 مليار دج في الربع الأول من سنة 2019، قبل أن تسجل تراجعا محدودا في نهاية 2019. ابتداء من 2020، عاد التوسع النقدي بوتيرة أوضح، خاصة خلال الفترة 2021–2024، حيث انتقلت M2 من 18079 مليار دج في الربع الأول من سنة 2021 إلى أعلى مستوى لها عند 26768 مليار دج في الربع الثالث من سنة 2024. ويشير ذلك إلى أن الكتلة النقدية تأثرت بتوسع السيولة والتدخلات غير التقليدية، غير أن أثرها على الائتمان والأسعار يحتاج إلى اختبار قياسي داخل نموذج (VAR).

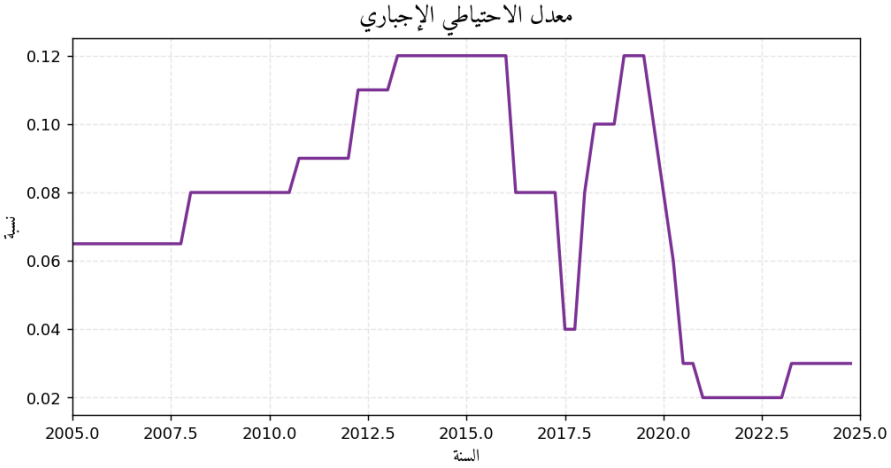
الشكل رقم (3–7): التطور الزمني للكتلة النقدية M2



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات بنك الجزائر الخاصة بتطور الكتلة النقدية بمعناها الواسع M2، ومعالجة البيانات الفصلية باستعمال برنامج R.

- أما معدل الاحتياطي الإجباري (RR) فيمثل الأداة التقليدية المرجعية في ضبط السيولة المصرفية. ويعكس تطوره البياني مراحل تشديد أو تخفيف السياسة النقدية، إذ يدل ارتفاع نسبة الاحتياطي الإجباري على توجه نحو امتصاص السيولة، بينما يدل خفضها على توجه نحو تحرير موارد إضافية لفائدة البنوك. يبين الشكل الموالي انتقال السياسة النقدية بين مراحل التشديد والتخفيف حسب وضعية السيولة المصرفية. فقد ظل المعدل عند 6.5% خلال الفترة 2005–2007، ثم رفع إلى 8% ابتداء من الربع الأول من سنة 2008، قبل أن يصل تدريجيا إلى 12% خلال الفترة 2013–الربع الأول من سنة 2016، وهو ما يعكس توجها نحو امتصاص فائض السيولة. بعد ذلك، تم تخفيضه إلى 8% في الربع الثاني من سنة 2016، ثم إلى 4% في الربع الثالث من سنة 2017 لدعم السيولة البنكية. غير أنه عاد إلى الارتفاع مؤقتا ليبلغ 12% في الربع الأول من سنة 2019، قبل أن يبدأ مسار تخفيف قوي خلال 2020، حيث انخفض من 8% في الربع الأول إلى 3% في الربع الثالث. واستمر التيسير ليصل إلى 2% خلال الفترة 2021–2022، ثم استقر عند 3% خلال سنتي 2023 و2024. ويؤكد هذا التطور أن الاحتياطي الإجباري استخدم كأداة تقليدية مرنة لمرافقة تغيرات السيولة، ومقارنته مع التمويل غير تقليدي (FNC) وبرنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) تساعد على فهم الفرق بين أدوات الضبط التقليدية والتدخلات غير التقليدية.

الشكل رقم (3–8): التطور الزمني لمعدل الاحتياطي الإجباري RR



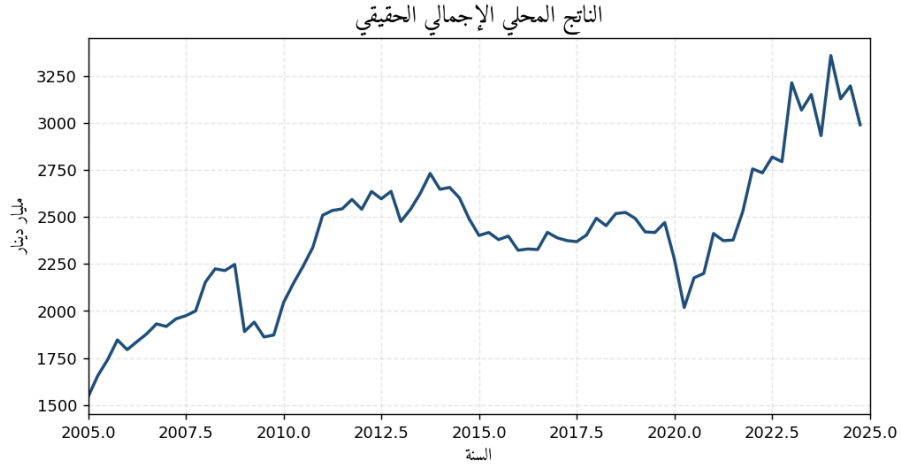
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تعليمات وبيانات بنك الجزائر الخاصة بتطور معدل الاحتياطي الإجباري، ومعالجة البيانات الفصلية باستعمال برنامج R.

3. التحليل البياني للمتغيرات الهدف

تعتمد الدراسة على متغيرين هدف رئيسيين، هما الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (RGDP) ومعدل التضخم (CPI). ويمثل الناتج الحقيقي المؤشر الأساسي للنشاط الاقتصادي، بينما يعبر معدل التضخم عن وتيرة تغير الأسعار.

- بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (RGDP)، يبين الشكل اتجاها تصاعديا عاما، حيث ارتفع من 1543.30 مليار دج في الربع الأول من سنة 2005 إلى 2990.12 مليار دج في الربع الرابع من سنة 2024، أي بزيادة تقارب 93.8%. وقد عرف المتغير نمواً واضحاً خلال الفترة 2005–2008، قبل أن يسجل تراجعاً في سنة 2009، حيث انخفض إلى 1861.60 مليار دج في الربع الثالث. بعد ذلك تحسن النشاط الاقتصادي إلى غاية الربع الرابع من سنة 2013 بقيمة 2731.38 مليار دج، ثم دخل في مرحلة تباطؤ نسبي خلال 2015–2019. وتظهر الصدمة الأبرز في الربع الثاني من سنة 2020، حيث تراجع الناتج إلى 2018.54 مليار دج، قبل أن يتعافى تدريجياً ابتداء من 2021. وقد بلغ أعلى مستوى له عند 3358.28 مليار دج في الربع الأول من سنة 2024، ثم تراجع إلى 2990.12 مليار دج في نهاية السنة. ويشير ذلك إلى أن أثر أدوات السياسة النقدية غير التقليدية على النشاط الحقيقي يحتاج إلى اختبار قياسي، لأن تحسن الناتج لا يرتبط بالسيولة وحدها بل بعوامل اقتصادية وهيكلية أخرى.

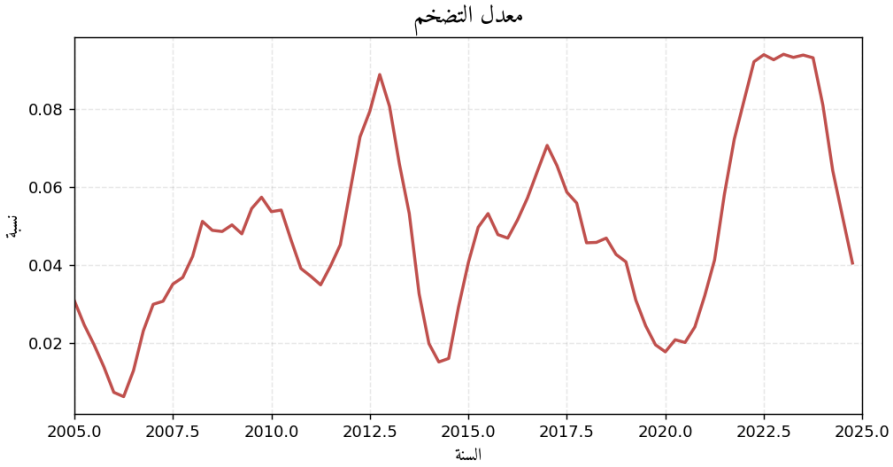
الشكل رقم (3–9): التطور الزمني للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (RGDP)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات بنك الجزائر الخاصة بالناتج المحلي الإجمالي الاسمي، وبيانات معدل التضخم، مع تحويل السلسلة إلى الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ومعالجتها باستعمال برنامجR.

- بالنسبة لمعدل التضخم (CPI)، يبين الشكل الموالي مسارا متقلبا خلال فترة الدراسة، حيث انخفض من 3.08% في الربع الأول من سنة 2005 إلى 0.62% في الربع الثاني من سنة 2006، قبل أن يدخل في مرحلة ارتفاع تدريجي خلال 2008–2010. وقد سجل التضخم موجة قوية سنة 2012، حيث بلغ 8.89% في الربع الرابع من سنة 2012، ثم تراجع بوضوح إلى 1.51% في الربع الثاني من سنة 2014. بعد ذلك عاد إلى الارتفاع خلال 2015–2017 ليصل إلى 7.07% في الربع الأول من سنة 2017، قبل أن ينخفض إلى مستويات ضعيفة نسبيا سنة 2020 عند 1.77% في الربع الأول. غير أن الفترة 2021–2023 عرفت ضغوطا تضخمية حادة، حيث بلغ المعدل أعلى مستوى له عند 9.41% في الربع الأول من سنة 2023. وفي سنة 2024 بدأ التضخم في التراجع التدريجي ليصل إلى 4.05% في الربع الرابع. ويشير ذلك إلى أن التضخم في الجزائر لا يرتبط بالتوسع النقدي وحده، بل يتأثر أيضا بسعر الصرف، تكلفة الواردات، والاختلال بين نمو الكتلة النقدية والناتج الحقيقي.

الشكل رقم (3–10): التطور الزمني لمعدل التضخم (CPI)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات بنك الجزائر المنشورة حول معدل التضخم، ومعالجة البيانات الفصلية باستعمال برنامج R.

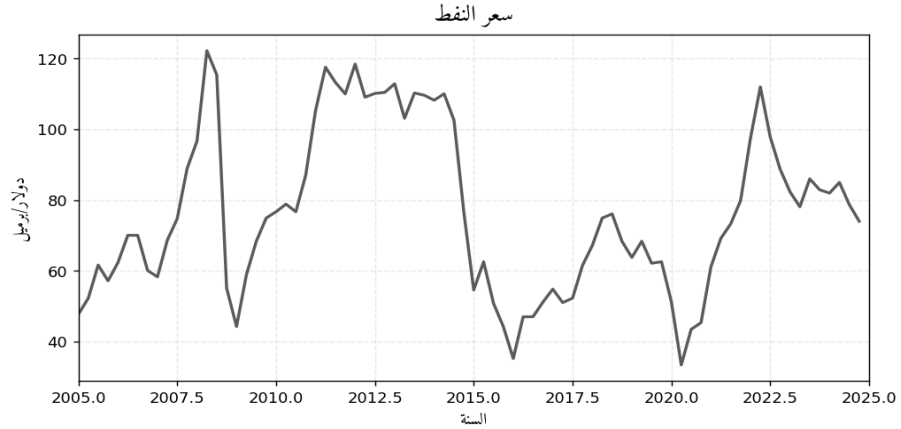
ومن ثم، فإن إدراج كل من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (RGDP) و (CPI) يسمح بدراسة أثر السياسة النقدية غير التقليدية من زاويتين متكاملتين: زاوية دعم النشاط الاقتصادي، وزاوية الاستقرار السعري.

4. التحليل البياني للمتغيرات المساندة

إضافة إلى المتغيرات الأساسية، تم إدراج سعر النفط (OIL) والمتغير الوهمي الخاص بجائحة كوفيد–19 (d_covid)، باعتبارهما متغيرين يساعدان على تفسير بعض الصدمات الخارجية والظرفية التي عرفها الاقتصاد الجزائري خلال فترة الدراسة.

- بالنسبة لسعر النفط (OIL)، يبين الشكل مسارا شديد التقلب، حيث انتقل من 47.71 دولار/برميل في الربع الأول من سنة 2005 إلى 74.00 دولار/برميل في الربع الرابع من سنة 2024. وقد سجلت الأسعار ارتفاعا قويا إلى 122.22 دولار/برميل في الربع الثاني من سنة 2008، قبل أن تنهار إلى 44.22 دولار/برميل في الربع الأول من سنة 2009 بفعل الأزمة المالية العالمية. كما عرفت الفترة 2011–2014 مستويات مرتفعة تجاوزت غالبا 100 دولار/برميل، قبل أن تنخفض بقوة إلى 35.20 دولار/برميل في الربع الأول من سنة 2016. وسجلت صدمة أخرى في الربع الثاني من سنة 2020 عند 33.38 دولار/برميل، ثم تعافت الأسعار لتبلغ 111.99 دولار/برميل في الربع الثاني من سنة 2022. ويبرر إدراج هذا المتغير في نموذج (VAR) لأن تقلبات النفط تؤثر مباشرة في الإيرادات العمومية، السيولة، وحاجات التمويل، وبالتالي تساعد على عدم إسناد كل التغيرات إلى أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وحدها.

الشكل رقم (3–11): التطور الزمني لسعر النفط OIL



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على قاعدة بيانات البنك الدولي لأسعار السلع الأساسية، مع تحويل بيانات أسعار النفط إلى سلسلة فصلية ومعالجتها باستعمال برنامج R.

- أما المتغير الوهمي لجائحة كوفيد–19 فيهدف إلى عزل الأثر الاستثنائي للصدمة الصحية والاقتصادية لسنة 2020. فقد أثرت الجائحة في النشاط الاقتصادي، المالية العمومية، السيولة، والتدخلات النقدية، ولذلك كان من الضروري إدراجها حتى لا تختلط آثارها مع آثار أدوات السياسة النقدية غير التقليدية.

5. التحليل الوصفي للمتغيرات

يسمح التحليل الوصفي للمتغيرات بتقديم قراءة كمية أولية حول خصائص السلاسل الزمنية المستخدمة في الدراسة، من خلال مؤشرات مثل المتوسط، الوسيط، الحد الأدنى، الحد الأقصى، والانحراف المعياري. وتساعد هذه المؤشرات على فهم درجة تذبذب كل متغير، ومدى وجود فروقات كبيرة بين القيم الدنيا والعليا خلال فترة الدراسة.

الجدول رقم (3–2): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغير	الوحدة	المتوسط	الوسيط	المعياري الانحراف	الأدنى	الأقصى
RGDP	مليار دج	2 392,79	2 407,87	378,21	1 543,30	3 358,28
CPI	%	4,82	4,69	2,31	0,62	9,41
M2	مليار دج	13 196,96	13 606,00	6 321,89	3 938,00	26 768,00
LIQ	مليار دج	863,85	835,23	501,42	212,23	2 303,07
CREDIT	مليار دج	6 467,43	6 645,50	3 508,10	1 596,00	11 284,00
TIR_REEL	%	-1,04	-0,89	2,34	-5,86	3,36
RR	%	7,49	8	3,35	2	12
EXR	دج/دولار	98,82	92,72	26,89	60,77	146,27
OIL	دولار/برميل	76,39	74,37	23,31	33,38	122,22
FNC_STOCK	مليار دج	2 167,06	0	2 969,50	0	6 556,20
PSR_STOCK	مليار دج	268,89	0	618,04	0	2 103,80

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات بنك الجزائر وقاعدة بيانات البنك الدولي لأسعار السلع الأساسية، ومعالجة الإحصاءات الوصفية باستعمال برنامج R خلال الفترة2005-2024.

يبين جدول الإحصاء الوصفي أن متغيرات الدراسة تتميز بتباين واضح من حيث الحجم والتقلب خلال الفترة 2005–2024. فقد بلغ متوسط الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي 392,79 2 مليار دج، مقابل متوسط قدره 13197 مليار دج للكتلة النقديةM2 ، وهو ما يعكس توسعاً نقديا يفوق بكثير وتيرة تطور النشاط الحقيقي. كما يظهر متغير الائتمان المصرفي (CREDIT) بمتوسط قدره 467,43 6مليار دج وانحراف معياري مرتفع بلغ 508,10 3، مما يدل على توسع كبير في التمويل البنكي خلال فترة الدراسة.

أما من حيث الأسعار والتكلفة الحقيقية للتمويل، فقد بلغ متوسط التضخم 4.82%، مع حد أقصى قدره 9.41%، وهو ما يعكس وجود فترات ضغط تضخمي واضحة. في المقابل، سجل سعر الفائدة الحقيقي متوسطا سالبا قدره −1.04%، ما يدل على أن تكلفة التمويل الحقيقية كانت سالبة في جزء مهم من فترة الدراسة، خاصة خلال سنوات ارتفاع التضخم.

وتظهر متغيرات السيولة وسعر الصرف والنفط درجة معتبرة من التقلب، حيث بلغ الانحراف المعياري للسيولة المصرفية 501,42، ولسعر الصرف 26,89، ولسعر النفط 23,31. ويعكس ذلك حساسية الاقتصاد الجزائري لتقلبات السيولة الداخلية والسوق النفطية وقيمة الدينار.

أما متغيرا السياسة النقدية غير التقليدية، (FNC_STOCK) و (PSR_STOCK)، فيتميزان بوسيط يساوي 0.0، لأنهما لم يكونا مفعلين خلال جزء كبير من فترة الدراسة. غير أن قيمهما القصوى بلغت على التوالي 556,20 6 مليار دج و2100 مليار دج، مما يؤكد طابعهما الاستثنائي والصدمي. وعليه، فإن هذه

الخصائص الوصفية تبرر الانتقال إلى اختبارات الاستقرارية ثم اعتماد نموذج VAR لدراسة الأثر الديناميكي لهذه الصدمات على السيولة، الائتمان، الأسعار، والنشاط الحقيقي.

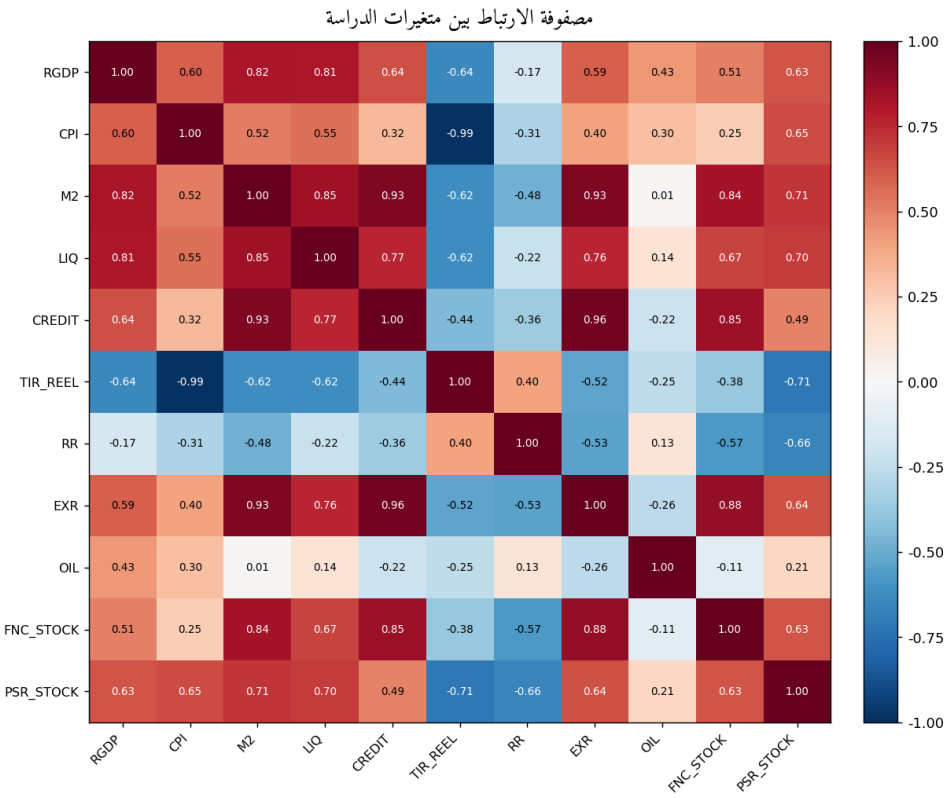
ومن المتوقع أن تظهر بعض المتغيرات، مثل التمويل غير التقليدي (FNC) وبرنامج إعادة التمويل الخاص (PSR)، درجة تذبذب مرتفعة نسبيا، نظرا لطبيعتها الاستثنائية وارتباطها بفترات محددة. في المقابل، قد تظهر متغيرات مثل الناتج الحقيقي أو الائتمان مسارا أكثر استمرارية، بحكم ارتباطها بتطور النشاط الاقتصادي والتمويل البنكي عبر الزمن. أما متغيرات مثل سعر النفط وسعر الصرف فقد تعكس تقلبات مرتبطة بالصدمات الخارجية وبالوضعية الاقتصادية الكلية.

ولا يهدف التحليل الوصفي إلى إثبات علاقات سببية بين المتغيرات، بل إلى تقديم صورة أولية عن طبيعة البيانات قبل إخضاعها لاختبارات السكون والنمذجة القياسية. كما يساعد هذا التحليل على فهم سبب اعتماد التحويل اللوغاريتمي لبعض المتغيرات، خاصة تلك التي تتسم بتغيرات كبيرة في مستوياتها عبر الزمن.

6. القراءة الأولية لمصفوفات الارتباط

تعد مصفوفة الارتباط أداة وصفية تساعد على تقديم قراءة أولية للعلاقات الخطية بين المتغيرات، قبل الانتقال إلى تقدير نماذج (VAR) غير أن نتائج الارتباط لا يجب أن تفسر كدليل على السببية، لأن العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية قد تكون ناتجة عن اتجاهات مشتركة أو عن صدمات خارجية أو عن تداخل في قنوات التأثير.

الشكل رقم (3–12): مصفوفة الارتباط العامة بين متغيرات الدراسة



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات بنك الجزائر وقاعدة بيانات البنك الدولي لأسعار السلع الأساسية، ومعالجة مصفوفة الارتباط باستعمال برنامج R خلال الفترة2005-2024.

تبين مصفوفة الارتباط وجود علاقات قوية بين عدد من متغيرات الدراسة، خاصة بين الكتلة النقدية (M2) والائتمان المصرفي (CREDIT) بقيمة 0.93، وبين الائتمان وسعر الصرف EXR بقيمة 0.96، وهو ما يعكس تداخل القنوات النقدية والمالية في الاقتصاد الجزائري. كما يظهر ارتباط موجب قوي بين (M2) والسيولة المصرفية (LIQ) بقيمة 0.85، وبين (M2) ورصيد التمويل غير التقليدي (FNC_STOCK) بقيمة 0.84، مما يشير إلى أن توسع الكتلة النقدية كان متزامناً مع مراحل التدخل النقدي غير التقليدي.

كما ترتبط السيولة المصرفية إيجابيا بكل من الائتمان المصرفي 0.77 وبرنامج إعادة التمويل الخاص 0.70، وهو ما يدعم فرضية أن أدوات إعادة التمويل قد تنتقل أولا عبر قناة السيولة. في المقابل، يسجل سعر الفائدة الحقيقي (TIR_REEL) ارتباطا سالبا قويا مع التضخم (CPI) بقيمة –0.99، وهو أمر متوقع لأن سعر الفائدة الحقيقي يتأثر مباشرة بمعدل التضخم.

وتظهر علاقة سالبة بين الاحتياطي الإجباري (RR) وكل من الكتلة النقدية (M2) و(FNC_STOCK) و(PSR_STOCK)، حيث بلغت على التوالي –0.48 و–0.57 و–0.66، ما يعكس أن خفض الاحتياطي

الإجباري كان غالبا متزامنا مع فترات دعم السيولة. أما سعر النفط (OIL) فتبدو علاقته أضعف نسبيا مع أغلب المتغيرات، مما يعني أن أثره قد لا يظهر فقط من خلال الارتباط المباشر، بل عبر قنوات غير مباشرة مثل المالية العمومية وسعر الصرف والسيولة.

وعليه، فإن هذه المصفوفة تقدم مؤشرات أولية حول ترابط المتغيرات، لكنها لا تسمح باستخلاص علاقة سببية مباشرة. كما أن الارتباطات المرتفعة بين بعض المتغيرات في المستوى تفرض الانتقال إلى اختبارات الاستقرارية وتقدير نموذج VAR على الصيغ المناسبة، لتفادي العلاقات الزائفة وقياس الأثر الديناميكي للصدمات النقدية غير التقليدية بصورة أدق.

المطلب الثالث: اختبارات السكون وفحص إمكانية التكامل المشترك وتبرير استخدام الفروق الأولى

تعد اختبارات السكون من المراحل الأساسية في نمذجة السلاسل الزمنية، لأن استعمال متغيرات غير ساكنة في التقدير قد يؤدي إلى نتائج زائفة أو مضللة، خاصة عندما تكون المتغيرات الاقتصادية الكلية ذات اتجاه عام واضح عبر الزمن. ونظرا لأن الدراسة تعتمد على بيانات فصلية للفترة 2005–2024، فقد كان من الضروري اختبار خصائص السلاسل الزمنية قبل تقدير نماذج (VAR)، وذلك من أجل تحديد الصيغة القياسية الأنسب: هل يتم العمل على المتغيرات في مستوياتها، أم في فروقها الأولى.

وتزداد أهمية هذه المرحلة في هذه الدراسة لأن عددا من المتغيرات المستخدمة، مثل الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، الائتمان المصرفي، السيولة، سعر الصرف وسعر النفط، تمثل متغيرات اقتصادية كلية غالبا ما تتصف بوجود اتجاه زمني أو تغيرات هيكلية مرتبطة بالدورات الاقتصادية والصدمات الخارجية. كما أن أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، مثل التمويل غير التقليدي وبرنامج إعادة التمويل الخاص، لا تظهر كسلاسل مستقرة تقليدية، بل ترتبط بتدخلات استثنائية خلال فترات محددة، مما يفرض التعامل معها بحذر عند بناء النموذج.

1. اختبار ديكي–فولر الموسع Augmented Dickey-Fuller

يعد اختبار ديكي–فولر الموسع (ADF) من أكثر الاختبارات استخداما للكشف عن وجود جذر وحدة في السلاسل الزمنية. وتقوم فرضيته الصفرية على أن السلسلة تحتوي على جذر وحدة، أي أنها غير ساكنة، بينما تفترض الفرضية البديلة أن السلسلة ساكنة. وبناء على ذلك، إذا كانت القيمة الاحتمالية للاختبار أقل من مستوى المعنوية المعتمد، يتم رفض فرضية وجود جذر وحدة، والقول إن السلسلة ساكنة.

وقد تم تطبيق هذا الاختبار على متغيرات الدراسة في مستوياتها، ثم في فروقها الأولى عند الحاجة. وتسمح هذه الخطوة بتحديد ما إذا كانت المتغيرات قابلة للاستعمال مباشرة في نموذج (VAR)، أو أنها تحتاج إلى التحويل إلى الفروق الأولى. وبالنظر إلى طبيعة المتغيرات الاقتصادية الكلية المستخدمة في هذه الدراسة،

فإن عدم السكون في المستويات يعد نتيجة متوقعة بالنسبة لعدد من السلاسل، خاصة تلك المرتبطة بالنشاط الاقتصادي، الائتمان، السيولة وسعر الصرف.

2. اختبار Phillips-Perron

تم تدعيم نتائج اختبار ADF باختبار Phillips-Perron، الذي يختبر بدوره فرضية وجود جذر وحدة، لكنه يتميز بقدرته على التعامل مع بعض مشكلات الارتباط الذاتي وعدم تجانس التباين في البواقي دون الحاجة إلى إضافة عدد كبير من الإبطاءات كما في اختبار ديكي–فولر الموسع (ADF) لذلك يعد استعماله مكملا مهما لاختبار ديكي–فولر الموسع، خاصة في الدراسات التي تعتمد على بيانات اقتصادية كلية قد تتأثر بصدمات خارجية أو تغيرات ظرفية.

وتكمن أهمية الجمع بين اختباري (ADF) و(PP) في أنهما يقدمان قراءة أكثر متانة حول درجة تكامل السلاسل الزمنية. فإذا أظهرت النتائج أن السلسلة غير ساكنة في المستوى ولكنها تصبح ساكنة بعد أخذ الفرق الأول، فإن ذلك يعني أنها متكاملة من الدرجة الأولى، وهو ما يدعم استخدام الفروق الأولى في تقدير النموذج.

3. اختبار KPSS

على خلاف اختباري ADF و PP، يقوم اختبار KPSS على فرضية صفرية مختلفة، حيث يفترض أن السلسلة ساكنة، بينما تشير الفرضية البديلة إلى عدم السكون. ولهذا يعد إدراج هذا الاختبار مهما لأنه يسمح بالتحقق من نتائج اختبارات جذر الوحدة من زاوية معاكسة. فإذا كانت نتائج (ADF) و(PP) تشير إلى عدم السكون في المستوى، وجاء اختبار (KPSS) داعما لذلك من خلال رفض فرضية السكون، فإن القرار المنهجي بالانتقال إلى الفروق الأولى يصبح أكثر قوة.

وبناء على ذلك، تم استخدام (KPSS) كاختبار داعم لتأكيد خصائص السلاسل الزمنية، وليس كاختبار بديل عن (ADF) و(PP) .ويسمح هذا الجمع بين الاختبارات الثلاثة بتقليل احتمال اتخاذ قرار قياسي غير دقيق بشأن درجة تكامل المتغيرات.

4. فحص إمكانية التكامل المشترك باستعمال اختبار جوهانسن

بعد اختبار السكون، يصبح من الضروري فحص إمكانية وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات، خصوصا إذا كانت السلاسل غير ساكنة في مستوياتها وساكنة في فروقها الأولى. ولهذا تم اللجوء إلى اختبار جوهانسن للتكامل المشترك، الذي يسمح بالكشف عن وجود متجهات تكامل مشترك بين مجموعة من المتغيرات داخل النظام.

وتقوم أهمية اختبار جوهانسن في هذه الدراسة على تحديد ما إذا كان من الأنسب تقدير نموذج (VAR) في الفروق الأولى أو الانتقال إلى نموذج تصحيح الخطأ (VECM). فإذا أظهرت النتائج عدم وجود علاقة

تكامل مشترك مستقرة بين متغيرات القناة، فإن استعمال VAR في الفروق الأولى يصبح مبررا. أما إذا أظهرت النتائج وجود تكامل مشترك قوي، فإن ذلك يفرض مناقشة إمكانية اعتماد نموذج VECM أو تبرير عدم استعماله تبعا لطبيعة هدف الدراسة.

وفي هذه الدراسة، تم التركيز على تحليل الديناميكية قصيرة ومتوسطة الأجل لقنوات انتقال الصدمات النقدية غير التقليدية، وليس على تقدير علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات. ولذلك تم اعتماد نماذج VAR في الفروق الأولى، بما يسمح بتحليل استجابة المتغيرات للصدمات ومتابعة أثرها عبر الزمن، مع تقليل مخاطر العلاقات الزائفة الناتجة عن عدم سكون السلاسل في مستوياتها.

5. تبرير استخدام الفروق الأولى

بناء على نتائج اختبارات السكون، وبالنظر إلى طبيعة المتغيرات الاقتصادية المستخدمة، تم اعتماد الفروق الأولى في تقدير نماذج (VAR) ويستند هذا القرار إلى مبررين أساسيين:

- ✓ أولهما قياسي، ويتمثل في الحد من مخاطر عدم سكون السلاسل الزمنية وتجنب العلاقات الإحصائية الزائفة.
- ✓ ثانيهما اقتصادي، ويتمثل في أن الدراسة تهدف إلى تحليل ديناميكية التغيرات والصدمات، وليس فقط تفسير العلاقة بين مستويات المتغيرات.

إن استعمال الفروق الأولى يسمح بتحويل المتغيرات إلى صيغ تعبر عن التغير أو الحركة من فترة إلى أخرى. فعندما يتم استعمال الفرق الأول للمتغيرات اللوغاريتمية، يصبح التحليل أقرب إلى دراسة معدلات التغير أو النمو، وهو ما يناسب تحليل قنوات الانتقال النقدي. أما بالنسبة للمتغيرات غير اللوغاريتمية، مثل أسعار الفائدة أو الاحتياطي الإجباري، فإن الفرق الأول يعبر عن التغير في مستوى هذه المعدلات.

وبالتالي، فإن نتائج دوال الاستجابة الآنية وتحليل التباين في هذه الدراسة يجب أن تفسر على أنها تعبر عن أثر الصدمات على ديناميكية المتغيرات وتغيراتها، وليس على مستوياتها المطلقة بصورة مباشرة. وهذا التوضيح مهم لتفادي المبالغة في تفسير النتائج، خاصة عند تحليل أثر التمويل غير التقليدي (FNC) و PSRعلى الناتج الحقيقي أو الأسعار.

وتجدر الإشارة إلى أن اعتماد الفروق الأولى لا يفترض بالضرورة تكامل جميع المتغيرات من الدرجة الأولى I(1)، وإنما ينسجم مع هدف الدراسة المتمثل في تحليل ديناميكية التغيرات الفصلية. وقد أظهرت اختبارات السكون تحسن خصائص عدد من السلاسل بعد التفريق، مع تسجيل بعض النتائج غير الحاسمة، فضلًا عن مؤشرات استكشافية على وجود تكامل مشترك في بعض النماذج. وترد النتائج التفصيلية لاختبارات (ADF) و(PP) و(KPSS) و(Johansen) ضمن الملحق رقم (6).

المبحث الثاني: تقدير نماذج (VAR) حسب القنوات واختبارات الصلاحية

بعد تحديد متغيرات الدراسة وتحليل دلالتها الاقتصادية وخصائصها الإحصائية، ينتقل هذا المبحث إلى المرحلة القياسية الأساسية، والمتمثلة في تقدير نماذج متجه الانحدار الذاتي (VAR) حسب قنوات انتقال السياسة النقدية غير التقليدية. وتكتسي هذه المرحلة أهمية مركزية لأنها تمثل الجسر بين التحليل التوصيفي للمتغيرات والتحليل الديناميكي للصدمات، من خلال دوال الاستجابة الآنية وتحليل التباين.

وقد تم اختيار نماذج (VAR) لأنها تسمح بدراسة التفاعلات المتبادلة بين المتغيرات الاقتصادية دون فرض علاقة سببية أحادية مسبقة. فكل متغير داخل النموذج يمكن أن يتأثر بقيمه الماضية وبالقيم الماضية لباقي المتغيرات. وهذا الأمر يتناسب مع طبيعة السياسة النقدية غير التقليدية، حيث لا ينتقل الأثر النقدي بصورة مباشرة وفورية إلى الناتج أو الأسعار، بل يمر عبر قنوات وسيطة مثل الائتمان، السيولة، سعر الفائدة الحقيقي وسعر الصرف.

وبالنظر إلى محدودية عدد المشاهدات الفصلية من جهة، وتعدد القنوات النقدية من جهة أخرى، تم اعتماد منهجية النمذجة حسب القناة بدلا من بناء نموذج VAR كبير يضم جميع المتغيرات في آن واحد. فالنموذج الكبير قد يؤدي إلى فقدان درجات الحرية، وارتفاع عدد المعلمات المقدرة، وضعف دقة النتائج. أما النمذجة حسب القناة فتسمح بتقدير نماذج أكثر تركيزا، حيث يتم في كل مرة إدراج أداتي السياسة النقدية غير التقليدية، أي التمويل غير التقليدي (FNC) وبرنامج إعادة التمويل الخاص (PSR)، مع متغير القناة والمتغير الهدف.

ومن ثم، يتناول هذا المبحث منهجية بناء النماذج حسب القنوات، وتحديد درجة الإبطاء المثلى، ثم تقدير النماذج وقراءة نتائجها الأساسية، قبل الانتقال إلى اختبارات الصلاحية والتشخيص التي تسمح بالحكم على مدى قبول النماذج من الناحية القياسية.

المطلب الأول: منهجية النمذجة حسب القناة وتحديد درجة الإبطاء المثلى

توضح هذه المنهجية الأساس المعتمد في بناء نماذج (VAR) حسب قنوات انتقال السياسة النقدية غير التقليدية، مع تحديد درجة الإبطاء المناسبة لكل نموذج بما يضمن سلامة التقدير ودقة تفسير النتائج.

1. مبررات اعتماد نماذج (VAR) حسب القنوات

تقوم منهجية هذه الدراسة على تقدير مجموعة من نماذج متجه الانحدار الذاتي (VAR) منفصلة حسب القنوات، بحيث يمثل كل نموذج قناة معينة من قنوات انتقال السياسة النقدية غير التقليدية. ويستند هذا الاختيار إلى مبررات اقتصادية وقياسية في الوقت نفسه.

فمن الناحية الاقتصادية، لا تنتقل أدوات السياسة النقدية غير التقليدية إلى الاقتصاد الحقيقي عبر مسار واحد، بل يمكن أن تمر عبر عدة قنوات تختلف في طبيعتها وقوتها وسرعة استجابتها. فقد يظهر أثر

التمويل غير التقليدي أو برنامج إعادة التمويل الخاص عبر زيادة السيولة المصرفية، أو من خلال توسع الائتمان، أو عبر تغير سعر الفائدة الحقيقي، أو من خلال سعر الصرف وانتقاله إلى الأسعار. لذلك، فإن تحليل كل قناة بصورة مستقلة يسمح بفهم أكثر دقة لطبيعة انتقال الصدمات النقدية داخل الاقتصاد الجزائري. أما من الناحية القياسية، فإن اعتماد نموذج (VAR) كبير يضم جميع المتغيرات دفعة واحدة قد يؤدي إلى تضخم عدد المعلمات المقدرة، خاصة في ظل عينة فصلية محدودة نسبيا تمتد من 2005 إلى 2024. فكلما زاد عدد المتغيرات وفترات الإبطاء، ارتفع عدد المعلمات، مما قد يضعف كفاءة التقدير ويؤثر في اختبارات التشخيص والاستقرار. ولهذا تم اختيار نماذج (VAR) حسب القنوات من أجل تحقيق توازن بين الغنى الاقتصادي للنموذج والصرامة القياسية في التقدير.

كما تسمح هذه المنهجية بالمقارنة بين القنوات المختلفة، من خلال تتبع استجابة كل قناة لصدمات التمويل غير التقليدي (FNC) وبرنامج إعادة التمويل الخاص(PSR) ، ثم مقارنة نتائج دوال الاستجابة الآنية وتحليل تباين خطأ التنبؤ. وبذلك لا يقتصر الهدف على معرفة ما إذا كانت السياسة النقدية غير التقليدية مؤثرة، بل يمتد إلى تحديد القنوات الأكثر قدرة على نقل هذا الأثر وفق نتائج النماذج المقدرة.

وتجدر الإشارة إلى أن اعتماد نماذج منفصلة حسب القنوات لا يعني إنكار الترابط الممكن بين هذه القنوات، وإنما يمثل اختيارا منهجيا يسمح بتفكيك الأثر وتحليل كل مسار انتقال بصورة أوضح، قبل تقديم قراءة مقارنة عامة لفعالية القنوات المختلفة.

2. الصياغة العامة لنماذج (VAR) حسب القنوات

تم بناء كل نموذج من أربع متغيرات داخلية رئيسية، تتمثل في أداتي السياسة النقدية غير التقليدية التمويل غير التقليدي (FNC) و برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) ، ومتغير القناة، ومتغير الهدف. كما تم إدراج بعض المتغيرات الخارجية المساعدة، خاصة تغير سعر النفط والمتغير الوهمي الخاص بجائحة كوفيد–19، بهدف التحكم في الصدمات الخارجية والظرفية.

وتأخذ الصيغة العامة للنموذج الشكل الآتي:

$$\Delta Y_t = A_0 + A_1 \Delta Y_{t-1} + A_2 \Delta Y_{t-2} + \cdots + A_p \Delta Y_{t-p} + B X_t + \varepsilon_t$$

حيث:

- ✓ يمثل ΔY_t شعاع المتغيرات الداخلية بعد تحويلها إلى الفروق الأولى،
- ✓ A_0 شعاع الحدود الثابتة،
- ✓ A_1 إلى A_p مصفوفات معاملات الإبطاء،
- ✓ B مصفوفة معاملات المتغيرات الخارجية،
- ✓ X_t شعاع المتغيرات الخارجية (سعر النفط والمتغير الوهمي لجائحة كوفيد–19)،

- ✓ ε_t شعاع الأخطاء العشوائية،
- ✓ p رتبة الإبطاء المثلى للنموذج.

وقد تم تقدير النماذج الآتية:

1.2 نموذج قناة الائتمان المصرفي

يهدف هذا النموذج إلى اختبار ما إذا كانت أدوات السياسة النقدية غير التقليدية تنتقل إلى النشاط الاقتصادي عبر الائتمان المصرفي. ويتكون النموذج من المتغيرات الآتية:

$$Y_t = (FNC، PSR، l_CREDIT، l_RGDP)$$

حيث يمثل (l_CREDIT) اللوغاريتم الطبيعي للائتمان المصرفي، ويمثل (l_RGDP) اللوغاريتم الطبيعي للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي. ويسمح هذا النموذج بتحليل ما إذا كانت صدمات التمويل غير التقليدي (FNC) و PSRتؤثر في ديناميكية الائتمان، ثم في الناتج الحقيقي.

2.2 نموذج قناة السيولة المصرفية

يركز هذا النموذج على قناة السيولة، باعتبارها من أهم القنوات في حالة السياسة النقدية غير التقليدية. ويتكون من المتغيرات الآتية:

$$Y_t = (FNC، PSR، l_LIQ، l_RGDP)$$

حيث يمثل (l_LIQ) اللوغاريتم الطبيعي للسيولة المصرفية. ويسمح هذا النموذج باختبار ما إذا كانت أدوات السياسة النقدية غير التقليدية تؤدي إلى تغير في السيولة المصرفية، وما إذا كان هذا التغير ينتقل لاحقا إلى النشاط الاقتصادي الحقيقي.

3.2 نموذج قناة سعر الفائدة الحقيقي

يهدف هذا النموذج إلى اختبار دور سعر الفائدة الحقيقي في نقل أثر السياسة النقدية غير التقليدية إلى الناتج الحقيقي. ويتكون من المتغيرات الآتية:

$$Y_t = (FNC، PSR، TIR_REEL، l_RGDP)$$

ويمثل (TIR_REEL) سعر الفائدة الحقيقي. وتكمن أهمية هذا النموذج في معرفة ما إذا كانت الصدمات غير التقليدية تؤثر في التكلفة الحقيقية للتمويل، ومن ثم في النشاط الاقتصادي.

4.2 نموذج قناة سعر الصرف والأسعار

يركز هذا النموذج على قناة سعر الصرف وانتقال الأثر إلى المستوى العام للأسعار. ويتكون من المتغيرات الآتية:

$$Y_t = (FNC، PSR، l_EXR، CPI)$$

حيث يمثل (l_EXR) اللوغاريتم الطبيعي لسعر الصرف، بينما يمثل (CPI) معدل التضخم. ويهدف هذا النموذج إلى اختبار ما إذا كانت الصدمات النقدية غير التقليدية تؤثر في سعر الصرف، ثم تنتقل إلى الأسعار المحلية.

5.2 نموذج الاحتياطي الإجباري الموسع

إضافة إلى القنوات الأربع الأساسية، تم تقدير نموذج موسع خاص بالسيولة يدمج الاحتياطي الإجباري (RR)، وذلك من أجل تحليل دوره كأداة تقليدية داعمة في ضبط السيولة. ويتكون النموذج من المتغيرات الآتية:

$$Y_t = (FNC، PSR، RR، l_LIQ، l_RGDP)$$

ويسمح هذا النموذج بمقارنة أثر الاحتياطي الإجباري مع أثر أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، خاصة فيما يتعلق بالسيولة والناتج الحقيقي.

3. تحديد درجة الإبطاء المثلى

يعد تحديد درجة الإبطاء من الخطوات الأساسية في تقدير نماذج(VAR) ، لأن اختيار عدد قليل جدا من الإبطاءات قد يؤدي إلى بقاء ارتباط ذاتي في البواقي، بينما يؤدي اختيار عدد كبير جدا إلى فقدان درجات الحرية وزيادة عدد المعلمات المقدرة. لذلك تم الاعتماد على منهجية تجمع بين المعايير المعلوماتية والاختبارات التشخيصية.

تم في البداية فحص درجات إبطاء مختلفة بالاعتماد على المعايير المعروفة في أدبيات(VAR) ، وهي معيار أكايك (AIC) ، معيار شوارتز (SC)، معيار هنان–كوين (HQ)، ومعيار خطأ التنبؤ النهائي (FPE). وتساعد هذه المعايير على اقتراح درجة الإبطاء المناسبة من خلال الموازنة بين جودة التقدير وعدد المعلمات. غير أن الاعتماد على المعايير المعلوماتية وحدها قد لا يكون كافيا، خاصة في النماذج الاقتصادية التي تهدف إلى تحليل الصدمات. لذلك تم اعتماد معيار إضافي يتمثل في التأكد من أن البواقي لا تعاني من ارتباط ذاتي جوهري. ولهذا تم اختيار درجة الإبطاء النهائية بناء على قدرة النموذج على إنتاج بواقي بيضاء، أي بواقي لا تحتوي على ارتباط ذاتي معنوي.

وبناء على هذه المنهجية، تم اختيار درجة الإبطاء لكل قناة كما يأتي:

الجدول رقم (3–3): درجة الإبطاء المثلى ونتيجة اختبار البواقي حسب النموذج

النموذج	المتغيرات الداخلية	درجة الإبطاء المعتمدة	نتيجة اختبار البواقي
قناة الائتمان المصرفي	FNC, PSR, l_CREDIT, l_RGDP	1	بواقي بيضاء
قناة السيولة المصرفية	FNC, PSR, l_LIQ, l_RGDP	3	بواقي بيضاء
قناة سعر الفائدة الحقيقي	FNC, PSR, TIR_REEL, l_RGDP	3	بواقي بيضاء
قناة سعر الصرف والأسعار	FNC, PSR, l_EXR, CPI	1	بواقي بيضاء
نموذج الاحتياطي الإجباري الموسع	FNC, PSR, RR, l_LIQ, l_RGDP	1	بواقي بيضاء

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج R الخاصة بتحديد درجة الإبطاء المثلى واختبار الارتباط الذاتي للبواقي ضمن نماذج VAR المعتمدة.

توضح هذه النتائج أن درجة الإبطاء تختلف من قناة إلى أخرى، وهو أمر مبرر اقتصاديا وقياسيا. فقناة الائتمان وقناة سعر الصرف احتاجتا إلى إبطاء واحد فقط، بما يشير إلى أن ديناميكية الاستجابة فيهما قصيرة نسبيا. أما قناة السيولة وقناة سعر الفائدة الحقيقي فقد احتاجتا إلى ثلاث فترات إبطاء، وهو ما قد يعكس أن انتقال الأثر عبر هاتين القناتين يحتاج إلى فترة أطول قبل أن يظهر في المتغيرات الهدف. أما نموذج الاحتياطي الإجباري الموسع فقد تم اعتماده بدرجة إبطاء واحدة، مع تحقق شرط بقاء البواقي بيضاء.

4. دور المتغيرات الخارجية في النماذج

تم إدراج تغير سعر النفط والمتغير الوهمي الخاص بجائحة كوفيد–19 كمتغيرات خارجية في النماذج. ويعود ذلك إلى أن الاقتصاد الجزائري يتأثر بدرجة كبيرة بتقلبات أسعار النفط، نظرا لدورها في تحديد الموارد المالية العمومية، السيولة، الإنفاق العام، وحاجات التمويل. ومن ثم، فإن إدراج سعر النفط يساعد على عزل جزء من الأثر الخارجي الذي قد يؤثر في المتغيرات النقدية والاقتصادية.

أما المتغير الوهمي الخاص بجائحة كوفيد–19، فقد تم إدراجه للتحكم في الصدمة الاستثنائية التي عرفها الاقتصاد خلال سنة 2020. وقد كان لهذه الجائحة أثر واضح على النشاط الاقتصادي، السيولة، التمويل، والسياسات الاقتصادية، ولذلك فإن عدم أخذها بعين الاعتبار قد يؤدي إلى تحميل أدوات السياسة النقدية غير التقليدية أثرا يعود في جزء منه إلى الصدمة الصحية والاقتصادية.

5. دلالة النمذجة حسب القناة بالنسبة لأهداف الدراسة

تسمح النمذجة حسب القناة بتحقيق ثلاثة أهداف أساسية:

- ✓ **الهدف الأول** يتمثل في اختبار ما إذا كانت أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، ممثلة في (FNC)و (PSR)، تمتلك قدرة فعلية على التأثير في القنوات النقدية والمالية.
- ✓ **الهدف الثاني** يتمثل في تحديد القنوات الأكثر استجابة للصدمات غير التقليدية.
- ✓ **الهدف الثالث** يتمثل في مقارنة أثر التمويل غير التقليدي (FNC)و برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR)، لمعرفة ما إذا كانت طبيعة الأداة تؤثر في قوة انتقالها إلى الاقتصاد الحقيقي.

ومن ثم، فإن هذه المنهجية لا تهدف فقط إلى تقدير علاقات إحصائية بين المتغيرات، بل تسعى إلى بناء تفسير اقتصادي لمسار انتقال السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر. فهي تسمح بالتمييز بين الأداة ذات الطابع المالي المرتبط بالخزينة، كما هو الحال بالنسبة التمويل غير التقليدي (FNC)، والأداة ذات الطابع المصرفي والسيولي، كما هو الحال بالنسبة لبرنامج إعادة التمويل الخاص (PSR).

المطلب الثاني: تقدير النماذج وقراءة النتائج الأساسية

بعد تحديد متغيرات الدراسة واختبار خصائصها الزمنية وتبرير اعتماد الفروق الأولى في المبحث الأول، وبعد عرض الصياغة العامة للنماذج الخمسة واختيار درجة الإبطاء المثلى لكل قناة في المطلب الأول، تم الانتقال إلى تقدير نماذج (VAR) حسب القنوات على الفروق الأولى. وقد قُدِر كل نموذج انطلاقا من متغيري السياسة النقدية غير التقليدية التمويل غير التقليدي (FNC) وبرنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) إضافة إلى متغير القناة والمتغير الهدف، مع إدراج تغير سعر النفط والمتغير الوهمي لجائحة كوفيد–19 كمتغيرات خارجية للتحكم في الصدمات النفطية والظرفية.

وتجدر الإشارة إلى أن قراءة نماذج (VAR) لا تقوم أساسا على تفسير كل معامل منفرد داخل النظام، لأن كل معادلة تتضمن القيم المتأخرة للمتغير نفسه ولباقي المتغيرات، مما يجعل عدد المعاملات كبيرا نسبيا ويصعب تأويله بصورة مباشرة. ولذلك يُركَز في هذا النوع من النماذج على ثلاثة جوانب متكاملة: صلاحية النموذج وسلامته التشخيصية، ودوال الاستجابة الآنية، وتحليل تباين خطأ التنبؤ. ويلخص الجدول الموالي النماذج الخمسة المقدَرة ودرجة الإبطاء المعتمدة في كل قناة.

الجدول رقم (3–4): البنية الوظيفية للنماذج (متغير الانتقال والمتغير الهدف حسب القناة)

النموذج	متغير الانتقال (القناة)	المتغير الهدف
قناة الائتمان المصرفي	l_CREDIT	l_RGDP
قناة السيولة المصرفية	l_LIQ	l_RGDP
قناة سعر الفائدة الحقيقي	TIR_REEL	l_RGDP
قناة سعر الصرف والأسعار	l_EXR	CPI
نموذج الاحتياطي الإجباري الموسع	RR + l_LIQ	l_RGDP

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الإطار المنهجي للدراسة، وعلى تحديد متغيرات الانتقال والمتغيرات الهدف ضمن نماذج VAR حسب كل قناة.

وعلى هذا الأساس، يخصص المطلب الموالي لاختبارات صلاحية النماذج وتشخيصها، بينما تعرض النتائج التفصيلية لكل قناة عبر دوال الاستجابة الآنية وتحليل التباين والتحليل المقارن بين القنوات في المبحث الثالث، حيث تقيم القوة النسبية لكل قناة في نقل أثر أدوات السياسة النقدية غير التقليدية إلى النشاط الاقتصادي.

المطلب الثالث: اختبارات صلاحية النماذج وتشخيصها

بعد تقدير نماذج (VAR) حسب القنوات، لا يمكن الانتقال مباشرة إلى تفسير دوال الاستجابة الآنية وتحليل التباين دون التأكد أولا من صلاحية النماذج المقدرة من الناحية القياسية. فنتائج نماذج (VAR) لا تكون قابلة للاعتماد إلا إذا تحققت مجموعة من الشروط الأساسية، أهمها:

- ✓ غياب الارتباط الذاتي الجوهري في البواقي،
- ✓ استقرار النموذج،
- ✓ عدم وجود مشكلات حادة في التباين،
- ✓ التأكد من أن النموذج لا يعاني من اختلالات تشخيصية تمنع تفسير نتائجه.

ولهذا تم إخضاع النماذج المقدرة لمجموعة من الاختبارات التشخيصية، شملت اختبار الارتباط الذاتي للبواقي، اختبار عدم تجانس التباين(ARCH) ، اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي(Jarque-Bera) ، اختبار الاستقرار الديناميكي من خلال جذور كثير الحدود، اختبار الاستقرار الهيكلي باستخدام (OLS-CUSUM)، إضافة إلى تحليل الارتباط الذاتي للبواقي من خلال دوال (ACF).

وتم تطبيق هذه الاختبارات على نماذج القنوات الأربع، إضافة إلى نموذج الاحتياطي الإجباري الموسع.

1. اختبار الارتباط الذاتي للبواقي

يعد اختبار الارتباط الذاتي للبواقي من أهم الاختبارات التشخيصية في نماذج (VAR)، لأن وجود ارتباط ذاتي معنوي في البواقي يعني أن النموذج لم يلتقط كامل الديناميكية الزمنية بين المتغيرات. وفي هذه الحالة

تصبح دوال الاستجابة الآنية وتحليل التباين أقل موثوقية، لأن الصدمات المقدرة لا تكون مستقلة بما يكفي عن الماضي.

وقد تم الاعتماد على اختبار (Portmanteau) للتحقق من غياب الارتباط الذاتي في البواقي، وتقوم الفرضية الصفرية لهذا الاختبار على عدم وجود ارتباط ذاتي في البواقي، وبالتالي، إذا كانت القيمة الاحتمالية أكبر من مستوى المعنوية 5%، فإننا لا نرفض الفرضية الصفرية، ونعتبر أن البواقي لا تعاني من ارتباط ذاتي جوهري.

أظهرت النتائج أن جميع النماذج الأساسية تحقق هذا الشرط، حيث بلغت القيمة الاحتمالية لاختبار (Portmanteau) في نموذج قناة الائتمان المصرفي 0.1152، وفي نموذج قناة السيولة المصرفية 0.2054، وفي نموذج قناة سعر الفائدة الحقيقي 0.1488، وفي نموذج قناة سعر الصرف والأسعار 0.1462. كما بلغت القيمة الاحتمالية في نموذج الاحتياطي الإجباري الموسع 0.2052. وبما أن جميع هذه القيم أكبر من 5%، فإن ذلك يسمح بالقول إن البواقي لا تعاني من ارتباط ذاتي معنوي.

الجدول رقم (3–5): نتائج اختبار (Portmanteau) للارتباط الذاتي حسب النموذج

النموذج	قيمة احتمال اختبار Portmanteau	القرار
قناة الائتمان المصرفي	0.1152	عدم وجود ارتباط ذاتي معنوي
قناة السيولة المصرفية	0.2054	عدم وجود ارتباط ذاتي معنوي
قناة سعر الفائدة الحقيقي	0.1488	عدم وجود ارتباط ذاتي معنوي
قناة سعر الصرف والأسعار	0.1462	عدم وجود ارتباط ذاتي معنوي
نموذج الاحتياطي الإجباري الموسع	0.2052	عدم وجود ارتباط ذاتي معنوي

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج R الخاصة باختبار Portmanteau للارتباط الذاتي لبواقي نماذج VAR المعتمدة في الدراسة.

وتعد هذه النتيجة مهمة لأنها تؤكد أن درجات الإبطاء المختارة كانت كافية لالتقاط الجزء الأساسي من الديناميكية الزمنية بين المتغيرات، كما تدعم صلاحية النماذج للانتقال إلى تحليل الصدمات.

2. اختبار عدم تجانس التباين(ARCH)

تم استعمال اختبار (ARCH-LM)للكشف عن احتمال وجود عدم تجانس في تباين البواقي. وتقوم الفرضية الصفرية لهذا الاختبار على غياب أثر(ARCH) ، أي أن تباين البواقي لا يتبع نمطا شرطيا متغيرا عبر الزمن. أما رفض هذه الفرضية فيدل على وجود عدم تجانس في التباين، وهو أمر شائع في السلاسل الاقتصادية الكلية، خصوصا في الفترات التي تتضمن صدمات مالية أو نقدية أو نفطية.

أظهرت النتائج أن معظم معادلات النماذج لا تعاني من مشكلة (ARCH) معنوية، غير أن بعض المعادلات، خاصة معادلة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في عدد من القنوات، أظهرت قيما احتمالية منخفضة.
ففي نموذج قناة الائتمان المصرفي بلغت قيمة احتمال (ARCH) في معادلة الناتج الحقيقي 0.0051، وفي نموذج قناة السيولة بلغت 0.0380، وفي نموذج قناة سعر الفائدة الحقيقي بلغت 0.0083، بينما بلغت في نموذج قناة سعر الصرف والأسعار بالنسبة لمؤشر الأسعار 0.0483. كما أظهر نموذج الاحتياطي الإجباري الموسع قيمة منخفضة في معادلة (FNC) بلغت 0.0119 وفي معادلة الناتج الحقيقي بلغت 0.0201.
تشير هذه النتائج إلى وجود بعض مظاهر عدم تجانس التباين في عدد محدود من المعادلات، وهو ما يفرض الحذر عند تفسير النتائج، خاصة فيما يتعلق بفواصل الثقة والتنبؤات طويلة الأجل. غير أن هذه الملاحظة لا تؤدي بالضرورة إلى رفض النماذج، لأن اختبارات الاستقرار وغياب الارتباط الذاتي جاءت مقبولة، كما أن تحليل دوال الاستجابة الآنية اعتمد على فواصل ثقة(Bootstrap) ، وهو ما يساعد على تخفيف أثر عدم طبيعية أو عدم تجانس البواقي.
وعليه، يمكن اعتبار مشكلة (ARCH) في هذه الدراسة بمثابة حد من حدود النموذج، وليس دليلا على عدم صلاحيته، لذلك سيتم تفسير النتائج اللاحقة باعتبارها تعكس الاتجاه العام والديناميكية النسبية للصدمات، لا باعتبارها قيما دقيقة ونهائية.

3. اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي Jarque-Bera

تم تطبيق اختبار (Jarque-Bera) للتحقق من مدى اقتراب بواقي النماذج من التوزيع الطبيعي، وتقوم الفرضية الصفرية لهذا الاختبار على أن البواقي تتبع توزيعا طبيعيا. وقد أظهرت النتائج رفضا واضحا لهذه الفرضية في جميع النماذج، حيث كانت القيمة الاحتمالية أقل من e-16.2.22
يعني ذلك أن بواقي النماذج لا تتبع التوزيع الطبيعي، وتعد هذه النتيجة شائعة نسبيا في النماذج الاقتصادية الكلية التي تتضمن فترات صدمات قوية، مثل صدمات أسعار النفط، وأزمة كوفيد–19، وفترات اعتماد أدوات نقدية استثنائية. كما أن حجم العينة، رغم أنه مقبول نسبيا، يبقى محدودا مقارنة بعدد الصدمات والتحولات التي عرفها الاقتصاد الجزائري خلال الفترة المدروسة.
ورغم أن عدم طبيعية البواقي يمثل نقطة ضعف من الناحية الإحصائية، إلا أنه لا يمنع استخدام نماذج (VAR) لأغراض التحليل الديناميكي، خاصة عندما يكون التركيز على اتجاه الاستجابة وترتيب القنوات وليس على اختبار معاملات منفردة فقط. ولهذا تم التعامل مع هذه النتيجة بحذر من خلال اعتماد فواصل ثقة Bootstrap في دوال الاستجابة الآنية، وتجنب تقديم النتائج باعتبارها قيما حتمية أو دقيقة بشكل مطلق.

4. اختبار الاستقرار الديناميكي للنماذج

يعد استقرار نموذج (VAR) شرطا أساسيا قبل تفسير دوال الاستجابة الآنية وتحليل التباين، فإذا كان النموذج غير مستقر، فإن الصدمات قد لا تتلاشى مع مرور الزمن، وقد تؤدي إلى مسارات متفجرة، مما يجعل تفسير النتائج غير مقبول اقتصاديا وقياسيا.

تم اختبار الاستقرار الديناميكي من خلال جذور كثير الحدود المميز للنموذج، ويكون نموذج (VAR) مستقرا إذا كانت جميع الجذور تقع داخل دائرة الوحدة، أو إذا كانت قيمها المطلقة أقل من الواحد.

وقد أظهرت النتائج أن جميع النماذج المقدرة تحقق شرط الاستقرار، حيث كانت الجذور أقل من الواحد في نماذج قناة الائتمان، قناة السيولة، قناة سعر الفائدة الحقيقي، قناة سعر الصرف، ونموذج الاحتياطي الإجباري الموسع.

وتعد هذه النتيجة أساسية لأنها تعني أن النماذج لا تعاني من مسارات متفجرة، وأن الصدمات المفاجئة في التمويل غير التقليدي (FNC) أو برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) أو الاحتياطي الاجباري (RR) تميل إلى التلاشي التدريجي عبر الزمن. وبالتالي، فإن دوال الاستجابة الآنية وتحليل التباين يمكن تفسيرهما ضمن إطار ديناميكي مستقر.

5. اختبار الاستقرار الهيكلي (OLS-CUSUM)

إضافة إلى اختبار الجذور، تم الاعتماد على اختبار (OLS-CUSUM) لمتابعة الاستقرار الهيكلي لمعاملات النماذج عبر الزمن، ويهدف هذا الاختبار إلى التحقق مما إذا كانت معاملات النموذج مستقرة، أم أنها تعرف تغيرات هيكلية حادة خلال فترة الدراسة.

تظهر الرسوم الخاصة باختبار CUSUM أن المسارات التراكمية للبواقي تقع عموما داخل الحدود الحرجة، بما يدعم فرضية الاستقرار الهيكلي للنماذج. وتعد هذه النتيجة مهمة بالنظر إلى أن الفترة المدروسة تتضمن تحولات اقتصادية ومالية كبيرة، مثل تغير أسعار النفط، فترة التمويل غير التقليدي، جائحة كوفيد–19، وبرامج دعم السيولة.

وعليه، فإن بقاء مسارات (CUSUM) داخل الحدود الحرجة يدل على أن النماذج لم تتعرض لاختلال هيكلي يمنع استعمالها في تحليل القنوات. غير أن هذا لا يعني غياب كل التحولات الاقتصادية، بل يعني أن النموذج، بصيغته المختارة وبوجود المتغيرات الخارجية المساعدة، استطاع احتواء جزء معتبر من هذه التحولات دون فقدان الاستقرار.

6. تحليل الارتباط الذاتي للبواقي من خلال(ACF)

تم كذلك فحص دوال الارتباط الذاتي للبواقي (ACF)لكل نموذج، وذلك من أجل التأكد بصريا من عدم وجود ارتباطات متبقية قوية بعد التقدير. وتعد هذه الخطوة مكملة لاختبار(Portmanteau) ، لأنها تسمح بملاحظة سلوك البواقي عند مختلف فترات الإبطاء.

تظهر الرسوم البيانية الخاصة بـ ACF أن أغلب الارتباطات الذاتية للبواقي تقع داخل حدود الثقة، وهو ما يدعم نتائج اختبار (Portmanteau) ويؤكد أن النماذج التقطت الجزء الأساسي من الديناميكية الزمنية. ورغم ظهور بعض الارتفاعات المحدودة في بعض المعادلات أو بعض فترات الإبطاء، إلا أنها لا تبدو كافية للحكم بوجود ارتباط ذاتي منهجي أو خطير. وبناء على ذلك، تدعم نتائج تحليل الارتباط الذاتي للبواقي (ACF) عدم وجود مؤشرات بصرية قوية على ارتباط ذاتي متبق، بما يعزز نتائج اختبار (Portmanteau) ويسمح بالانتقال إلى تحليل دوال الاستجابة الآنية وتفكيك تباين خطأ التنبؤ، مع مراعاة بقية القيود التشخيصية.يمكن تلخيص نتائج اختبارات الصلاحية والتشخيص في الجدول الآتي:

الجدول رقم (3–6): ملخص اختبارات صلاحية النماذج وتشخيصها

النموذج	الارتباط الذاتي	الاستقرار الديناميكي	CUSUM	Jarque-Bera	ARCH	القرار العام
قناة الائتمان المصرفي	غير معنوي	مستقر	مقبول	غير طبيعي	موجود جزئيا في معادلة RGDP	**مقبول بحذر**
قناة السيولة المصرفية	غير معنوي	مستقر	مقبول	غير طبيعي	موجود جزئيا في معادلة RGDP	**مقبول بحذر**
قناة سعر الفائدة الحقيقي	غير معنوي	مستقر	مقبول	غير طبيعي	موجود جزئيا في معادلة RGDP	**مقبول بحذر**
قناة سعر الصرف والأسعار	غير معنوي	مستقر	مقبول	غير طبيعي	محدود في CPI	**مقبول بحذر**
نموذج الاحتياطي الإجباري	غير معنوي	مستقر	مقبول	غير طبيعي	موجود جزئيا	**مقبول بحذر**

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج R الخاصة باختبارات التشخيص والصلاحية لنماذج VAR، بما في ذلك اختبارات الارتباط الذاتي، الاستقرار، طبيعية البواقي وعدم تجانس التباين.

يتضح من الجدول أن النماذج المقدرة تحقق أهم شروط الصلاحية الضرورية لتحليلVAR ، خاصة من حيث غياب الارتباط الذاتي الجوهري والاستقرار الديناميكي والهيكلي. أما نقاط الضعف فتتمثل أساسا في رفض فرضية التوزيع الطبيعي للبواقي ووجود بعض مظاهر عدم تجانس التباين في عدد من المعادلات، خصوصا معادلات الناتج الحقيقي.

ومع ذلك، لا تؤدي هذه الملاحظات إلى رفض النماذج، بل تفرض اعتماد قراءة حذرة للنتائج. ولذلك سيتم في المبحث الموالي تفسير دوال الاستجابة الآنية وتحليل التباين باعتبارها أدوات لفهم الاتجاهات الديناميكية وترتيب قوة القنوات، وليس باعتبارها تقديرات قطعية للأثر النهائي.

المبحث الثالث: تحليل دوال الاستجابة الآنية وتحليل التباين لقنوات الانتقال

بعد التأكد من صلاحية نماذج (VAR) المقدرة من حيث الاستقرار وغياب الارتباط الذاتي الجوهري في البواقي، ينتقل التحليل في هذا المبحث إلى دراسة الأثر الديناميكي لصدمات السياسة النقدية غير التقليدية عبر قنوات الانتقال المختلفة. ويتم ذلك بالاعتماد على أداتين أساسيتين، هما دوال الاستجابة الآنية IRF وتحليل تفكيك تباين خطأ التنبؤ (FEVD).

تسمح دوال الاستجابة الآنية بتتبع مسار استجابة متغيرات القناة والمتغير الهدف لصدمة مفاجئة في إحدى أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، أي صدمة في (FNC) أو (PSR) ، أما تحليل التباين فيسمح بقياس المساهمة النسبية لكل صدمة في تفسير تباين خطأ التنبؤ، وهو ما يساعد على ترتيب قوة القنوات ومقارنة أثر التمويل غير التقليدي ببرنامج إعادة التمويل الخاص.

وتجدر الإشارة إلى أن النماذج المقدرة في هذه الدراسة تعتمد على الفروق الأولى للمتغيرات، لذلك فإن نتائج (IRF) و (FEVD) تفسر باعتبارها نتائج مرتبطة بديناميكية المتغيرات وتغيراتها، وليس بمستوياتها المطلقة بصورة مباشرة. ولهذا سيتم استعمال تعبير "ديناميكية الناتج الحقيقي" أو "ديناميكية السيولة" أو "ديناميكية الائتمان" بدل القول إن الأداة تفسر المستوى المباشر لهذه المتغيرات.

وقد تم في هذا المبحث تحليل أربع قنوات رئيسية: قناة الائتمان المصرفي، قناة السيولة المصرفية، قناة سعر الفائدة الحقيقي، وقناة سعر الصرف وانتقال الأثر إلى الأسعار. ويخصص كل مطلب لعرض بنية النموذج، مصفوفة الارتباط، دوال الاستجابة الآنية لصدمتي (FNC) و(PSR)، ثم نتائج تحليل التباين، قبل تقديم خلاصة اقتصادية خاصة بكل قناة.

أما نموذج الاحتياطي الإجباري الموسع، فلكونه يمثل أداة تقليدية مرافقة وليس قناة انتقال بالمعنى الدقيق، فقد خصِص تحليله عبر دوال الاستجابة وتحليل التباين ضمن المبحث الرابع المتعلق بالسيناريوهات، حيث يدرس دوره في ضبط السيولة.

المطلب الأول: أثر السياسة النقدية غير التقليدية عبر قناة الائتمان المصرفي

تمثل قناة الائتمان المصرفي إحدى القنوات الأساسية لانتقال السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي، خاصة في الاقتصادات التي يعتمد فيها تمويل المؤسسات والنشاط الإنتاجي بدرجة كبيرة على البنوك. وتقوم فكرة هذه القناة على أن أي تحسن في السيولة أو في شروط إعادة التمويل يمكن أن يزيد قدرة البنوك على منح القروض، بما ينعكس لاحقا على الاستثمار، الاستهلاك، والناتج الحقيقي.

تم تقدير نموذج قناة الائتمان المصرفي بالاعتماد على أربع متغيرات داخلية هي التمويل غير التقليدي (FNC)، (PSR)، الائتمان المصرفي (l_CREDIT)، والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (l_RGDP) وقد

تم اعتماد درجة إبطاء واحدة لهذا النموذج، مع تحقق شرط الاستقرار وغياب الارتباط الذاتي الجوهري في البواقي.

الجدول رقم (3–7): ملخص نموذج قناة الائتمان المصرفي

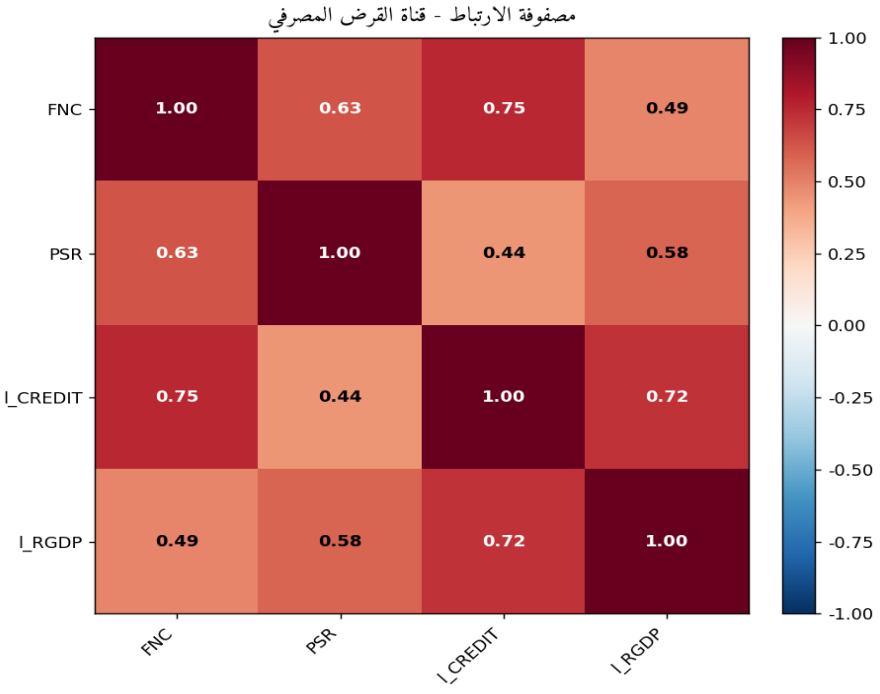
النموذج	المتغيرات الداخلية	درجة الإبطاء	اختبار Portmanteau	الاستقرار
قناة الائتمان المصرفي	FNC, PSR, l_CREDIT, l_RGDP	1	0.1152	مستقر

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج R الخاصة بتقدير نموذج VAR لقناة الائتمان المصرفي، المعتمد على المتغيرات: FNC، PSR، l_CREDIT، l_RGDP.

1. قراءة مصفوفة الارتباط الخاصة بقناة الائتمان المصرفي

تقدم مصفوفة الارتباط الخاصة بقناة الائتمان قراءة أولية للعلاقة بين أدوات السياسة النقدية غير التقليدية والائتمان المصرفي والناتج الحقيقي. غير أن هذه القراءة تبقى وصفية فقط، ولا يمكن التعامل معها كدليل على السببية، لأن الارتباط بين المتغيرات قد يكون ناتجا عن اتجاهات مشتركة أو عن صدمات خارجية أو عن تحولات في السياسة الاقتصادية.

الشكل رقم (3–13): مصفوفة الارتباط – قناة الائتمان المصرفي



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على قاعدة بيانات نموذج قناة الائتمان المصرفي المكونة من المتغيرات: FNC، PSR، l_CREDIT، l_RGDP، ومعالجة مصفوفة الارتباط باستعمال برنامج R.

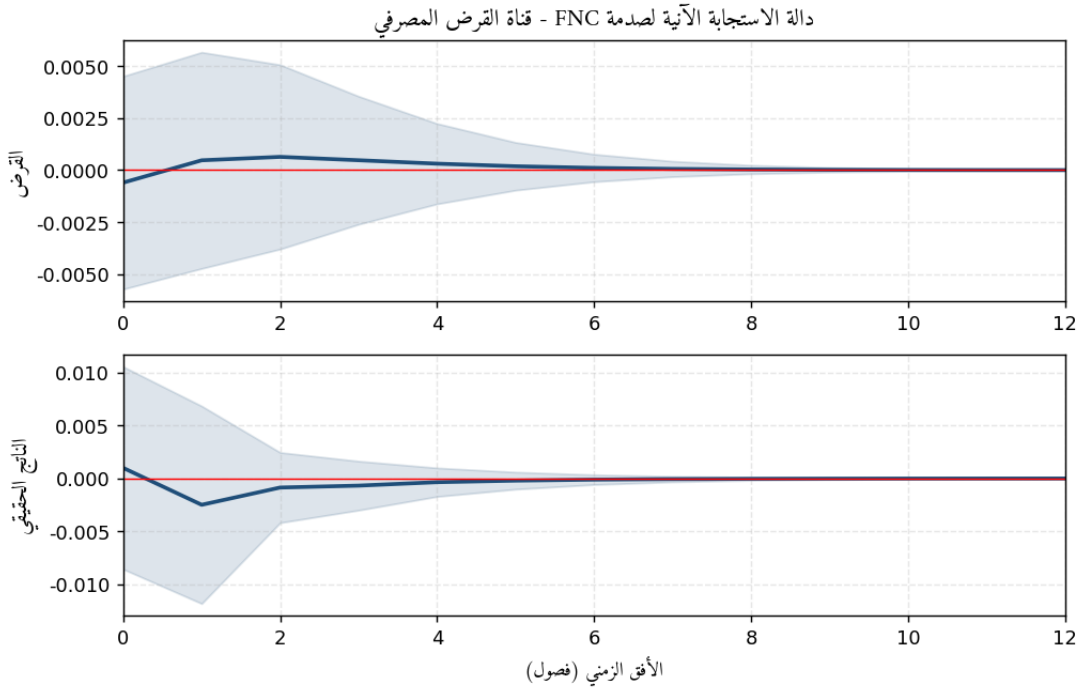
تبين مصفوفة الارتباط الخاصة بقناة الائتمان وجود علاقة موجبة بين أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وقناة الائتمان المصرفي. فقد بلغ معامل الارتباط بين (FNC) و (l_CREDIT) حوالي 0.75، وهو ارتباط قوي نسبيا، مما يشير إلى تزامن مرحلة التمويل غير التقليدي مع توسع الائتمان المصرفي، ولو أن هذا الأثر قد يكون غير مباشر عبر الإنفاق العمومي والسيولة البنكية. أما العلاقة بين (PSR) و (l_CREDIT) فقد بلغت 0.44، وهي علاقة موجبة متوسطة، تعكس احتمال مساهمة برنامج إعادة التمويل الخاص في دعم قدرة البنوك على التمويل. كما يظهر ارتباط قوي بين (l_CREDIT) و (l_RGDP)بقيمة 0.72، وهو ما يؤكد أهمية الائتمان البنكي في تمويل النشاط الاقتصادي.

في المقابل، يرتبط (FNC) و (PSR) بالناتج المحلي الاجمالي الحقيقي بدرجات متفاوتة، بلغت على التوالي 0.49 و0.58، بما يوحي بأن انتقال أثر الأدوات غير التقليدية إلى النشاط الحقيقي يمر غالبا عبر قنوات وسيطة، أهمها الائتمان والسيولة. ومع ذلك، تبقى هذه النتائج وصفية ولا تثبت وجود علاقة سببية، لذلك سيتم اختبارها لاحقاً من خلال نموذج VAR ودوال الاستجابة الآنية.

2. استجابة الائتمان والناتج الحقيقي لصدمة (FNC)

تسمح دالة الاستجابة الآنية الخاصة بصدمة (FNC) بتتبع كيفية استجابة الائتمان المصرفي والناتج الحقيقي لصدمة موجبة في التمويل غير التقليدي. ومن الناحية الاقتصادية، يمكن توقع أن ينتقل أثر FNC إلى الائتمان بطريقة غير مباشرة، لأن التمويل غير التقليدي لا يوجه بالضرورة إلى البنوك أو إلى القطاع الخاص، بل يرتبط في الأصل بتمويل حاجات الخزينة العمومية.

الشكل رقم (3–14): الاستجابة الآنية لقناة الائتمان عند صدمة (FNC)



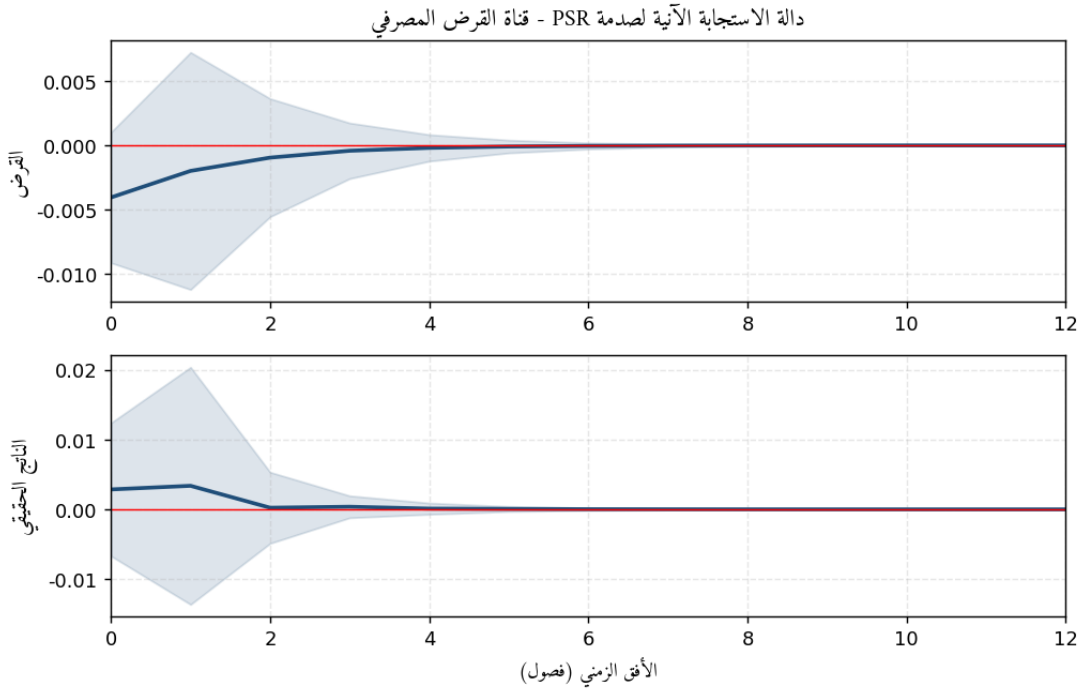
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج R الخاصة بدالة الاستجابة الآنية لنموذج VAR لقناة الائتمان المصرفي، المعتمد على المتغيرات: FNC، PSR، l_CREDIT، l_RGDP، عند صدمة FNC.

تبين دالة الاستجابة الآنية أن صدمة موجبة في التمويل غير التقليدي (FNC) لا تولد أثرا قويا أو مستمرا على قناة الائتمان المصرفي. فقد جاءت استجابة الائتمان المصرفي ضعيفة جدا، إذ تحركت حول الصفر خلال أغلب فترات الأفق الزمني، مع أثر موجب محدود في الفصول الأولى ثم تلاشيه تدريجيا ابتداء من الفصل السادس تقريبا. كما أن مجال الثقة يضم الصفر في معظم الأفق، مما يعني أن الاستجابة غير مؤكدة إحصائيا. أما الناتج الحقيقي، فقد سجل استجابة سالبة خفيفة في البداية، ثم اتجه بدوره نحو الصفر بعد الفصول الأولى. ويشير ذلك إلى أن التمويل غير التقليدي لم ينتقل مباشرة إلى الاقتصاد الحقيقي عبر قناة الائتمان المصرفي، وهو ما ينسجم مع طبيعة (FNC) كأداة موجهة أساسا لتمويل الخزينة العمومية، لا كآلية مباشرة لإعادة تمويل البنوك أو توسيع القروض المنتجة.

3. استجابة الائتمان والناتج الحقيقي لصدمة (PSR)

تختلف طبيعة صدمة برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) عن صدمة (FNC)، لأن برنامج إعادة التمويل الخاص يرتبط بصورة أوضح بالجهاز البنكي وبإدارة السيولة المصرفية. لذلك، من الناحية النظرية، يفترض أن يكون أثر برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) على الائتمان المصرفي أكثر قابلية للظهور مقارنة بأثر FNC، لأنه يستهدف أو يمر عبر آليات إعادة التمويل ودعم السيولة.

الشكل رقم (3–15): الاستجابة الآنية لقناة الائتمان عند صدمة (PSR)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج R الخاصة بدالة الاستجابة الآنية لنموذج VAR لقناة الائتمان المصرفي، المعتمد على المتغيرات: FNC، PSR، l_CREDIT، l_RGDP، عند صدمة PSR.

تظهر دالة الاستجابة الآنية الخاصة بصدمة (PSR) أن أثر هذه الأداة عبر قناة الائتمان موجود، لكنه لا يصل إلى درجة القوة الكبيرة. فالاستجابة المحتملة للائتمان تعكس أن دعم السيولة أو إعادة التمويل قد يساعد البنوك على تحسين قدرتها على التمويل، غير أن انتقال ذلك إلى توسع فعلي في القروض يبقى مشروطا بعوامل أخرى، منها جودة الطلب على القروض، سياسة إدارة المخاطر لدى البنوك، طبيعة الضمانات، والوضعية العامة للنشاط الاقتصادي.

أما استجابة الناتج الحقيقي لصدمة (PSR) عبر قناة الائتمان فتبدو أكثر وضوحا من استجابة (FNC)، لكنها تظل محدودة مقارنة بما يظهر لاحقا في قناة السيولة وقناة سعر الفائدة الحقيقي. وهذا يدل على أن (PSR) يمكن أن يؤثر في النشاط الحقيقي، لكنه لا ينتقل بالضرورة عبر القرض المصرفي وحده، بل قد يكون أثره أقوى عبر تحسين السيولة العامة أو تخفيف شروط التمويل.

4. تحليل التباين لقناة الائتمان المصرفي

يسمح تحليل تفكيك تباين خطأ التنبؤ بقياس نسبة مساهمة صدمات (FNC) و(PSR) في تفسير تباين ديناميكية الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي عبر قناة الائتمان المصرفي. وتظهر النتائج أن مساهمة كل من (FNC) و(PSR) تبقى محدودة نسبيا، حيث بلغت مساهمة (FNC) حوالي 0.52%، بينما بلغت مساهمة (PSR) حوالي 0.93%.

الجدول رقم (3–8) : مساهمة (FNC) و(PSR) في تباين الناتج الحقيقي – قناة الائتمان المصرفي

القناة	مساهمة FNC في تفسير ديناميكية الناتج الحقيقي	مساهمة PSR في تفسير ديناميكية الناتج الحقيقي
قناة الائتمان المصرفي	0.52%	0.93%

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج R الخاصة بتحليل تباين خطأ التنبؤ FEVD لنموذج VAR لقناة الائتمان المصرفي، المعتمد على المتغيرات: FNC، PSR، l_CREDIT، l_RGDP.

تشير هذه النتائج إلى أن قناة الائتمان المصرفي ليست القناة الأكثر فعالية في نقل أثر السياسة النقدية غير التقليدية إلى الناتج الحقيقي. فبالرغم من أن PSR يظهر أثرا أعلى منFNC ، إلا أن حجم مساهمته يبقى ضعيفا مقارنة بالقنوات الأخرى. وهذا يعني أن التوسع في أدوات السياسة النقدية غير التقليدية لا يتحول آليا إلى توسع في الائتمان المنتج.

5. خلاصة قناة الائتمان المصرفي

تظهر نتائج قناة الائتمان المصرفي أن هذه القناة موجودة من الناحية النظرية والمؤسسية، لكنها لا تبدو الأقوى في نقل أثر السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر. فقد بينت دوال الاستجابة الآنية أن استجابة الائتمان والناتج لصدمات FNC و PSRتبقى محدودة نسبيا، كما أكد تحليل التباين أن مساهمة الأداتين في تفسير ديناميكية الناتج عبر هذه القناة منخفضة.

وبناء على ذلك، يمكن القول إن قناة الائتمان المصرفي لا تمثل المسار الرئيسي لانتقال أثر السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر خلال فترة الدراسة، رغم أن PSR يظهر أثرا نسبيا أكبر من .FNC وتدعم هذه النتيجة الحاجة إلى تحليل القنوات الأخرى، وخاصة قناة السيولة المصرفية وقناة سعر الفائدة الحقيقي، لمعرفة ما إذا كان الأثر النقدي غير التقليدي ينتقل بقوة أكبر عبرها.

المطلب الثاني: انتقال الصدمات النقدية عبر قناة السيولة المصرفية

تعد قناة السيولة المصرفية من أهم قنوات انتقال السياسة النقدية غير التقليدية، لأنها تمثل الحلقة الأولى التي يمكن أن تنتقل من خلالها التدخلات النقدية الاستثنائية إلى الجهاز المصرفي. ففي حالة السياسة النقدية غير التقليدية، يكون التأثير في السيولة أكثر مباشرة، خاصة عندما يتعلق الأمر ببرامج إعادة التمويل أو آليات ضخ السيولة في النظام البنكي.

تم تقدير نموذج قناة السيولة المصرفية اعتمادا على أربع متغيرات داخلية، وهي: التمويل غير تقليدي (FNC)، برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR)، السيولة المصرفية (l_LIQ)، والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي(l_RGDP) .وقد تم اعتماد ثلاث فترات إبطاء في هذا النموذج، وهو ما يعكس أن انتقال الأثر عبر السيولة لا يكون فوريا، بل يحتاج إلى فترة زمنية حتى يظهر في ديناميكية الناتج الحقيقي.

الجدول رقم (3–9) : ملخص نموذج قناة السيولة المصرفية

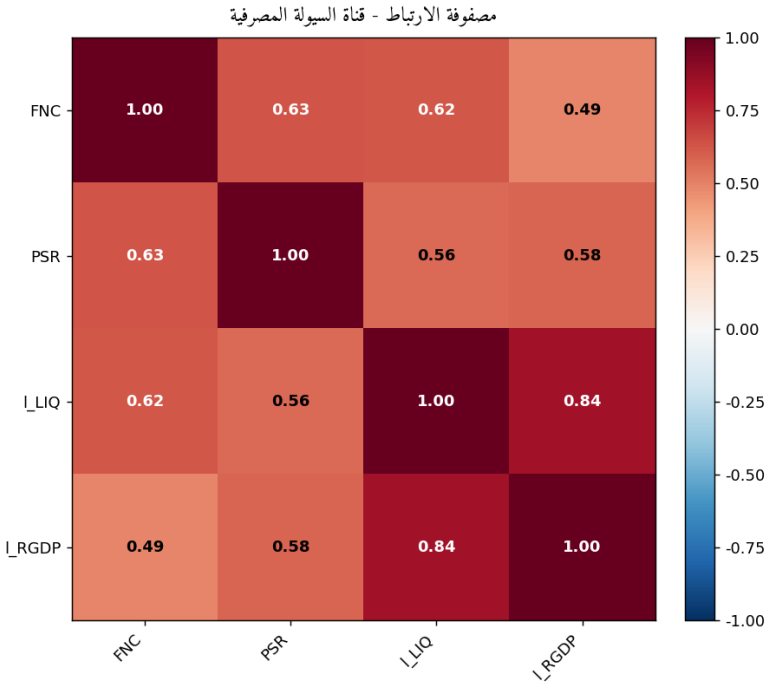
النموذج	المتغيرات الداخلية	درجة الإبطاء	اختبار Portmanteau	الاستقرار
قناة السيولة المصرفية	FNC, PSR, l_LIQ, l_RGDP	3	0.2054	مستقر

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج R الخاصة بتقدير نموذج VAR لقناة السيولة المصرفية، المعتمد على المتغيرات: FNC، PSR، l_LIQ، l_RGDP.

1. قراءة مصفوفة الارتباط الخاصة بقناة السيولة

تبين مصفوفة الارتباط الخاصة بقناة السيولة وجود علاقة موجبة بين أدوات السياسة النقدية غير التقليدية والسيولة المصرفية. فقد بلغ معامل الارتباط بين (FNC) و (l_LIQ) حوالي 0.62، مقابل 0.56 بين (PSR) و (l_LIQ)، وهو ما يشير إلى أن السيولة المصرفية تزامنت مع فترات التدخل غير التقليدي، سواء عبر التمويل غير التقليدي أو برنامج إعادة التمويل الخاص. كما تظهر علاقة قوية بين (l_LIQ) و(l_RGDP) بقيمة 0.84، مما يعكس أهمية السيولة المصرفية في دعم النشاط الاقتصادي. أما ارتباط FNC وPSR بالناتج الحقيقي فبلغ على التوالي 0.49 و0.58، بما يوحي بأن أثر هذه الأدوات على الناتج يمر عبر قنوات وسيطة، أهمها السيولة. ومع ذلك، تبقى هذه النتائج وصفية فقط، ولا تثبت علاقة سببية، لذلك سيتم اختبارها لاحقاً من خلال دوال الاستجابة الآنية ضمن نموذج (VAR).

الشكل رقم (3–16): مصفوفة الارتباط – قناة السيولة المصرفية

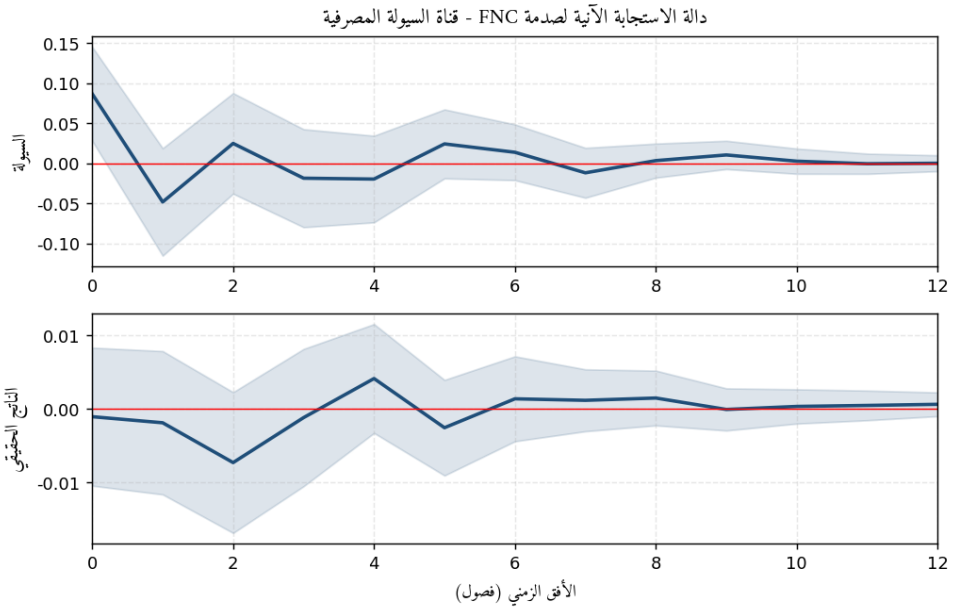


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على قاعدة بيانات نموذج قناة السيولة المصرفية المكونة من المتغيرات: FNC، PSR، l_LIQ، l_RGDP، ومعالجة مصفوفة الارتباط باستعمال برنامج R.

2. استجابة السيولة والناتج الحقيقي لصدمة(FNC)

تعكس صدمة (FNC) زيادة غير متوقعة في التمويل غير التقليدي. ومن الناحية النظرية، يمكن لهذه الصدمة أن تؤثر في السيولة المصرفية من خلال عدة مسارات، فقد يؤدي تمويل الخزينة إلى زيادة الإنفاق العمومي أو تسوية مستحقات مالية، مما ينعكس على ودائع البنوك والسيولة المتاحة داخل النظام المصرفي.

الشكل رقم (3–17): الاستجابة الآنية لقناة السيولة عند صدمة (FNC)



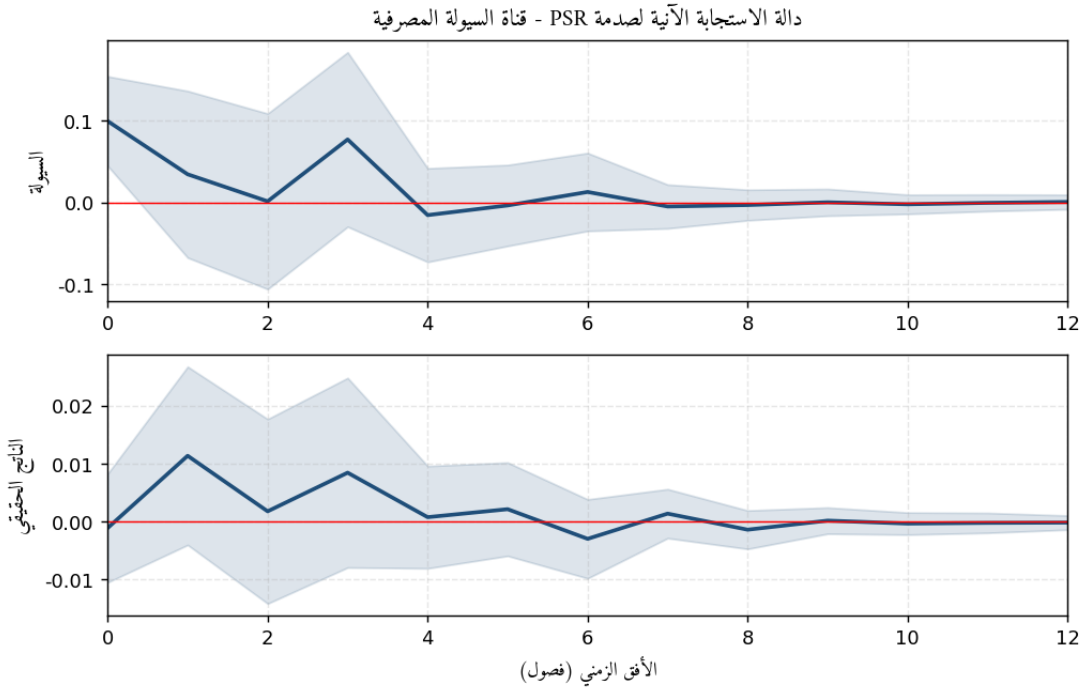
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج R الخاصة بدالة الاستجابة الآنية لنموذج VAR لقناة السيولة المصرفية، المعتمد على المتغيرات: FNC، PSR، l_LIQ، l_RGDP، عند صدمة FNC.

تبين دالة الاستجابة الآنية أن صدمة موجبة في التمويل غير التقليدي (FNC) تؤثر في السيولة المصرفية بصورة متقلبة وغير مستقرة. فقد سجلت السيولة استجابة موجبة مباشرة في بداية الأفق، ثم تراجعت في الفصل الأول، قبل أن تعود إلى الارتفاع بشكل محدود في الفصول اللاحقة. غير أن هذه الاستجابة تتجه تدريجياً نحو الصفر بعد الفصل الثامن تقريباً، كما أن مجال الثقة يضم الصفر في معظم الفترات، مما يدل على ضعف الدلالة الإحصائية للأثر. أما الناتج الحقيقي، فقد أظهر استجابة محدودة ومتذبذبة، سالبة في البداية ثم موجبة بشكل طفيف قبل أن تتلاشى تدريجياً. ويعكس ذلك أن أثر (FNC) عبر قناة السيولة موجود لكنه غير قوي، لأن التمويل غير التقليدي يمر أساساً عبر الخزينة والإنفاق العمومي، ولا يتحول تلقائياً إلى سيولة مصرفية فعالة أو إلى نشاط إنتاجي مباشر.

3. استجابة السيولة والناتج الحقيقي لصدمة(PSR)

تعد صدمة (PSR) أكثر ارتباطا من الناحية الاقتصادية بقناة السيولة المصرفية، لأن برنامج إعادة التمويل الخاص يستهدف أساسا دعم قدرة البنوك على الحصول على السيولة أو إعادة تمويل جزء من احتياجاتها. لذلك يفترض أن يظهر أثر (PSR) بصورة أوضح في هذه القناة مقارنة بقناة الائتمان أو مقارنة بأثر (FNC).

الشكل رقم (3–18): الاستجابة الآنية لقناة السيولة عند صدمة (PSR)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج R الخاصة بدالة الاستجابة الآنية لنموذج VAR لقناة السيولة المصرفية، المعتمد على المتغيرات: FNC، PSR، l_LIQ، l_RGDP، عند صدمة PSR.

توضح دالة الاستجابة الآنية أن صدمة موجبة في برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) تولد استجابة أولية موجبة في السيولة المصرفية، وهو ما يتوافق مع الطبيعة الاقتصادية لهذه الأداة باعتبارها موجهة أساسا لدعم إعادة تمويل البنوك وتعزيز مواردها السائلة. وتظهر الاستجابة بشكل أوضح خلال الفصول الأولى، حيث ترتفع السيولة مباشرة بعد الصدمة، ثم تعرف بعض التذبذب قبل أن تتلاشى تدريجياً وتقترب من الصفر ابتداءً من منتصف الأفق الزمني تقريبا.

أما الناتج الحقيقي، فيسجل استجابة موجبة محدودة في الفصول الأولى، لكنها لا تستمر طويلاً، إذ تعود تدريجيا نحو الصفر. ويشير ذلك إلى أن أثر (PSR) يمر أولا عبر قناة السيولة المصرفية، غير أن انتقال هذه السيولة إلى النشاط الحقيقي يبقى جزئياً وغير دائم. كما أن اتساع مجال الثقة واحتواءه للصفر في عدة فترات يفرض الحذر في تفسير قوة الأثر.

وعليه، يمكن القول إن (PSR) يبدو أكثر ارتباطاً بقناة السيولة مقارنة بـ (FNC)، غير أن فعاليته النهائية على الناتج الحقيقي تظل مشروطة بقدرة البنوك على تحويل السيولة المتاحة إلى تمويل فعلي موجه للاقتصاد المنتج.

4. تحليل التباين لقناة السيولة المصرفية

يؤكد تحليل تفكيك تباين خطأ التنبؤ أهمية قناة السيولة في نقل أثر السياسة النقدية غير التقليدية. فقد أظهرت النتائج أن مساهمة (FNC) في تفسير تباين ديناميكية الناتج الحقيقي عبر هذه القناة بلغت حوالي 3.33%، في حين بلغت مساهمة (PSR) حوالي 9.27%. وتعد هذه النسب أعلى بكثير من تلك المسجلة في قناة الائتمان المصرفي، مما يدل على أن السيولة تمثل قناة أكثر فعالية في الحالة الجزائرية.

وتشير هذه النتائج إلى أن (PSR) هو الأداة الأكثر قدرة على تفسير ديناميكية الناتج الحقيقي عبر قناة السيولة. وهذا أمر منسجم مع طبيعة البرنامج، لأنه يرتبط مباشرة بآليات إعادة التمويل ودعم السيولة البنكية. أما مساهمة (FNC)، فرغم أنها أقل من مساهمة(PSR) ، إلا أنها تبقى غير مهملة، وهو ما يعني أن التمويل غير التقليدي قد يؤثر في السيولة بصورة غير مباشرة عبر الإنفاق العمومي وحركة الموارد داخل الجهاز البنكي.

الجدول رقم (3–10): مساهمة (FNC) و(PSR) في تباين الناتج الحقيقي – قناة السيولة المصرفية

القناة	مساهمة (FNC) في تفسير ديناميكية الناتج الحقيقي	مساهمة (PSR) في تفسير ديناميكية الناتج الحقيقي
قناة السيولة المصرفية	3.33%	9.27%

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج R الخاصة بتحليل تباين خطأ التنبؤ FEVD لنموذج VAR لقناة السيولة المصرفية، المعتمد على المتغيرات: FNC، PSR، l_LIQ، l_RGDP.

5. خلاصة نتائج قناة السيولة المصرفية

تظهر نتائج قناة السيولة المصرفية أن هذه القناة تمثل إحدى أهم قنوات انتقال السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر. فقد بينت دوال الاستجابة الآنية أن الصدمات النقدية غير التقليدية، وخاصة صدمة(PSR) ، تؤثر في ديناميكية السيولة المصرفية وفي الناتج الحقيقي بدرجة أكبر مقارنة بقناة الائتمان المصرفي.

وتحمل هذه النتيجة دلالة اقتصادية مهمة، مفادها أن فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر لا تظهر بالضرورة من خلال توسع الائتمان مباشرة، بل قد تظهر أولا من خلال تحسين وضعية السيولة داخل الجهاز المصرفي. كما توضح النتائج أن (PSR) يبدو أكثر انسجاما مع قناة السيولة من(FNC) ، لأن الأول يعمل من داخل النظام المصرفي، بينما يمر الثاني عبر الخزينة والمالية العمومية.

المطلب الثالث: فعالية قناة سعر الفائدة الحقيقي في نقل الأثر النقدي

تعد قناة سعر الفائدة من القنوات التقليدية الأساسية لانتقال السياسة النقدية، إذ تؤثر التغيرات في سعر الفائدة على تكلفة التمويل، ومن ثم على قرارات الاقتراض والاستثمار والاستهلاك. غير أن تحليل هذه القناة في سياق السياسة النقدية غير التقليدية يختلف نسبيا، لأن الأثر لا ينتقل فقط من خلال تغيير مباشر في سعر الفائدة الاسمي، بل قد ينتقل عبر السيولة، إعادة التمويل، وتغير تكلفة التمويل الحقيقية بعد احتساب التضخم.

في هذه الدراسة، تم اعتماد سعر الفائدة الحقيقي (TIR_REEL) لتمثيل هذه القناة، لأنه يعبر عن التكلفة الحقيقية للتمويل. ويعد هذا الاختيار مهما لأن الأثر الاقتصادي لسعر الفائدة لا يتحدد فقط بمستواه الاسمي، بل بمستواه الحقيقي بعد خصم أثر التضخم. فإذا أدت أدوات السياسة النقدية غير التقليدية إلى تخفيض التكلفة الحقيقية للتمويل، فقد ينعكس ذلك إيجابيا على النشاط الاقتصادي. أما إذا لم يتغير سعر الفائدة الحقيقي بشكل واضح، فقد تكون فعالية هذه القناة محدودة.

تم تقدير نموذج قناة سعر الفائدة الحقيقي بالاعتماد على أربع متغيرات داخلية هي: (FNC)، (PSR)، سعر الفائدة الحقيقي (TIR_REEL)، والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (l_RGDP) وقد تم اعتماد ثلاث فترات إبطاء في هذا النموذج، وهو ما يعكس أن انتقال الأثر عبر سعر الفائدة الحقيقي يحتاج إلى فترة زمنية قبل أن يظهر في ديناميكية الناتج الحقيقي.

الجدول رقم (3–11) : ملخص نموذج قناة سعر الفائدة الحقيقي

النموذج	المتغيرات الداخلية	درجة الإبطاء	اختبار Portmanteau	الاستقرار
قناة سعر الفائدة الحقيقي	FNC, PSR, TIR_REEL, l_RGDP	3	0.1488	مستقر

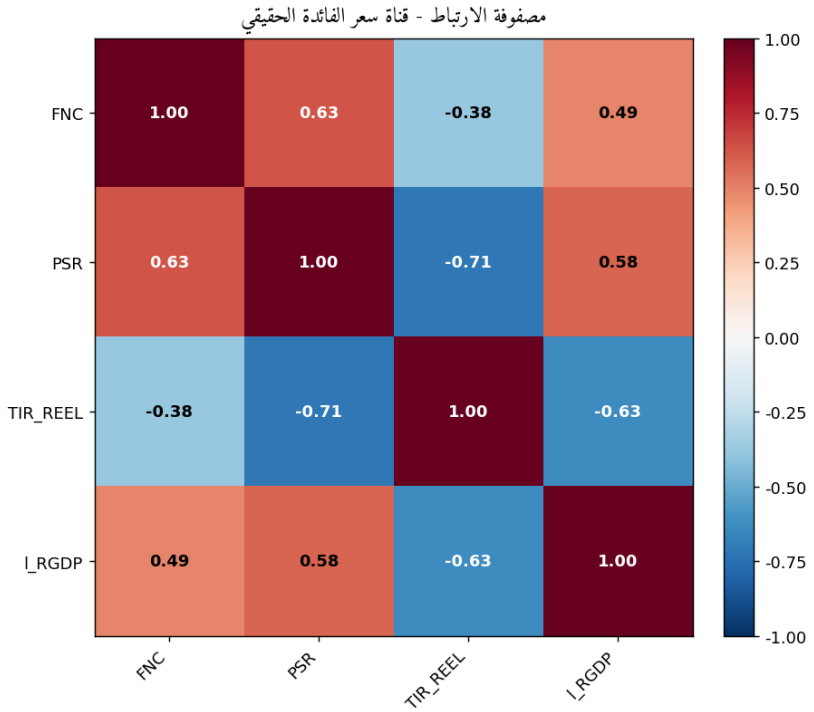
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج R الخاصة بتقدير نموذج VAR لقناة سعر الفائدة الحقيقي، المعتمد على المتغيرات: FNC، PSR، TIR_REEL، l_RGDP.

1. قراءة مصفوفة الارتباط الخاصة بقناة سعر الفائدة الحقيقي

تبين مصفوفة الارتباط الخاصة بقناة سعر الفائدة الحقيقي وجود علاقة سالبة بين أدوات السياسة النقدية غير التقليدية ومعدل الفائدة الحقيقي، حيث بلغ معامل الارتباط بين (FNC) و (TIR_REEL) حوالي −0.38، بينما كان الارتباط أقوى بين (PSR) و (TIR_REEL) بقيمة −0.71. ويشير ذلك إلى أن فترات تفعيل الأدوات غير التقليدية تزامنت غالباً مع انخفاض سعر الفائدة الحقيقي، خاصة في ظل ارتفاع التضخم وتوسع السيولة. كما يظهر ارتباط سالب بين (TIR_REEL) و (l_RGDP) بقيمة −0.63، بما يوحي بأن انخفاض التكلفة الحقيقية للتمويل قد يتزامن مع تحسن النشاط الحقيقي. في المقابل، يرتبط كل من (FNC)

و (PSR) بالناتج الحقيقي ارتباطاً موجبا بلغ على التوالي 0.49 و 0.58. ومع ذلك، تبقى هذه النتائج وصفية فقط، لأن قناة سعر الفائدة الحقيقي في الجزائر قد تكون محدودة الفعالية بسبب ضعف انتقال تغيرات الفائدة إلى قرارات الائتمان والاستثمار، لذلك سيتم اختبارها لاحقاً من خلال دوال الاستجابة الآنية ضمن نموذج VAR.

الشكل رقم (3–19): مصفوفة الارتباط – قناة سعر الفائدة الحقيقي



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على قاعدة بيانات نموذج قناة سعر الفائدة الحقيقي المكونة من المتغيرات: FNC، PSR، TIR_REEL، l_RGDP، ومعالجة مصفوفة الارتباط باستعمال برنامج R.

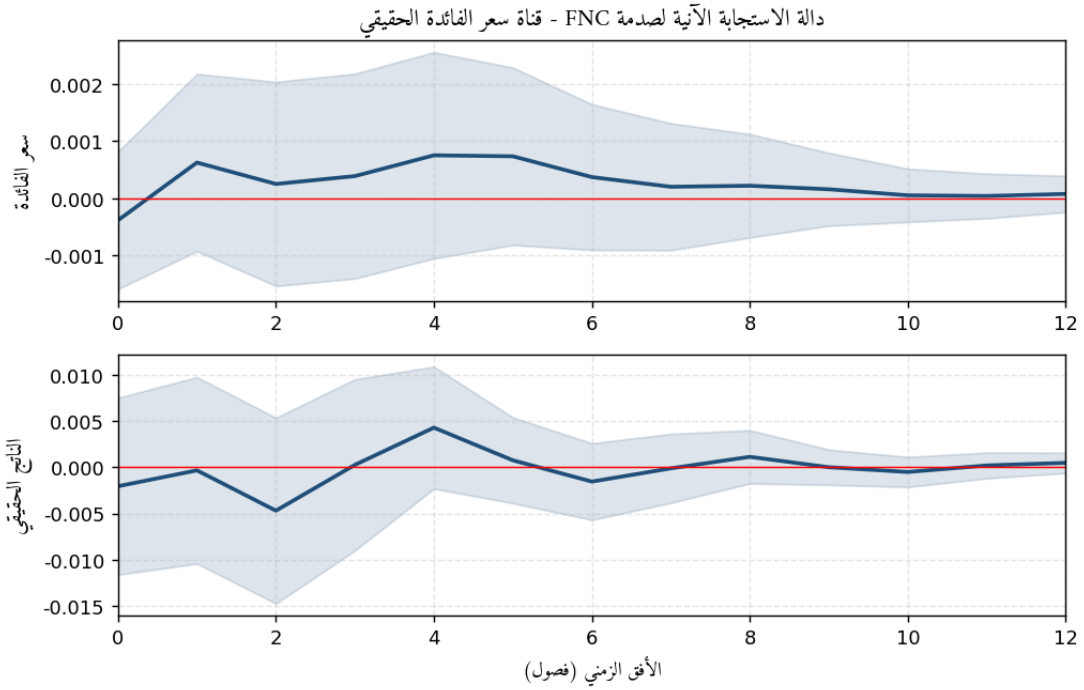
2. استجابة سعر الفائدة الحقيقي والناتج لصدمة(FNC)

توضح دالة الاستجابة الآنية أن صدمة موجبة في التمويل غير التقليدي (FNC) تحدث أثرا محدودا على سعر الفائدة الحقيقي، حيث تكون الاستجابة ضعيفة وقريبة من الصفر، مع ميل طفيف نحو الارتفاع خلال الفصول الأولى، قبل أن تتلاشى تدريجياً ابتداءً من منتصف الأفق الزمني. ويعكس ذلك أن (FNC) لا ينتقل أساسا عبر قناة تكلفة التمويل، لأنه لم يكن موجها مباشرة للتأثير في أسعار الفائدة أو شروط الاقتراض، بل ارتبط أساسا بتمويل حاجات الخزينة العمومية.

أما الناتج الحقيقي، فيُظهر استجابة متذبذبة ومحدودة، إذ تكون سالبة في البداية، ثم تتحول إلى موجبة مؤقتا حول الفصل الرابع، قبل أن تعود تدريجيا نحو الصفر. كما أن مجال الثقة يضم الصفر في معظم الفترات، مما يفرض الحذر في تفسير قوة هذه الاستجابة.

وعليه، يمكن القول إن قناة سعر الفائدة الحقيقي لا تبدو القناة الأساسية لانتقال أثر التمويل غير التقليدي إلى النشاط الاقتصادي، وأن أثر (FNC) على الناتج الحقيقي يظل أقرب إلى الانتقال غير المباشر عبر السيولة والإنفاق العمومي، أكثر من كونه انتقالاً مباشراً عبر تكلفة التمويل.

الشكل رقم (3–20): الاستجابة الآنية لقناة سعر الفائدة عند صدمة (FNC)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج R الخاصة بدالة الاستجابة الآنية لنموذج VAR لقناة سعر الفائدة الحقيقي، المعتمد على المتغيرات: FNC، PSR، TIR_REEL، l_RGDP، عند صدمة FNC.

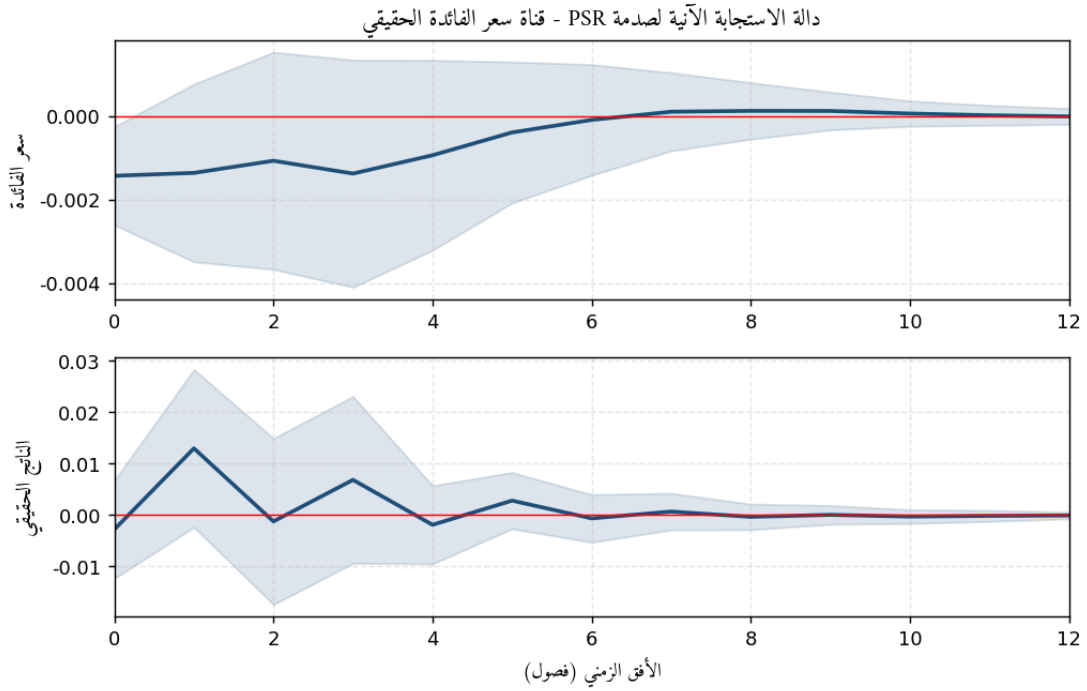
3. استجابة سعر الفائدة الحقيقي والناتج لصدمة (PSR)

تعد صدمة PSR أكثر قابلية للتأثير في قناة سعر الفائدة الحقيقي مقارنة بصدمة (FNC)، لأن برنامج إعادة التمويل الخاص يرتبط بصورة مباشرة بتوفير السيولة للبنوك وتحسين شروط إعادة التمويل. ومن ثم، يمكن أن يؤدي دعم إعادة التمويل إلى تخفيف الضغوط على تكلفة التمويل الحقيقية، أو على الأقل إلى تحسين قدرة البنوك على تمويل الاقتصاد بشروط أقل تشددا.

تشير دالة الاستجابة الآنية إلى أن صدمة (PSR) تحدث أثرا أوضح على ديناميكية سعر الفائدة الحقيقي والناتج مقارنة بصدمة (FNC) .ويعكس ذلك طبيعة (PSR) كأداة مرتبطة بالقطاع المصرفي وبشروط السيولة، مما يجعله أكثر قدرة على التأثير في تكلفة التمويل مقارنة بأداة موجهة أساسا للخزينة.

غير أن فعالية قناة سعر الفائدة الحقيقي في الجزائر تبقى مشروطة بطبيعة النظام المصرفي. فإذا كانت أسعار الفائدة لا تعكس بالكامل توازنات العرض والطلب على التمويل، أو إذا كانت القروض تخضع لعوامل إدارية ومؤسسية، فإن انتقال أثر (PSR) عبر هذه القناة قد يكون جزئيا. ومع ذلك، فإن نتائج النموذج تشير إلى أن هذه القناة أكثر أهمية من قناة الائتمان المصرفي، خاصة عند مقارنة مساهمة (PSR) في تحليل التباين.

الشكل رقم (3–21): الاستجابة الآنية لقناة سعر الفائدة عند صدمة PSR



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج R الخاصة بدالة الاستجابة الآنية لنموذج VAR لقناة سعر الفائدة الحقيقي، المعتمد على المتغيرات: FNC، PSR، TIR_REEL، l_RGDP، عند صدمة PSR.

4. تحليل التباين لقناة سعر الفائدة الحقيقي

تظهر نتائج تحليل التباين أن قناة سعر الفائدة الحقيقي تعد من القنوات المهمة في نقل أثر السياسة النقدية غير التقليدية. فقد بلغت مساهمة (FNC) في تفسير ديناميكية الناتج الحقيقي حوالي 2.01%، بينما بلغت مساهمة (PSR) حوالي 9.71%. وتعد هذه النتيجة مهمة لأنها تجعل قناة سعر الفائدة الحقيقي قريبة من قناة السيولة من حيث قوة انتقال أثر (PSR).

ويعني ذلك أن (PSR) لا يؤثر فقط عبر السيولة المصرفية، بل قد يؤثر أيضا عبر تخفيف شروط التمويل أو تعديل التكلفة الحقيقية للتمويل. أما مساهمة (FNC)، فرغم أنها أعلى من مساهمته في قناة الائتمان، إلا أنها تبقى أقل بكثير من مساهمة (PSR)، مما يعزز النتيجة العامة التي تشير إلى أن (PSR) أكثر ارتباطا بالقنوات النقدية والمصرفية من التمويل غير التقليدي.

الجدول رقم (3–12): مساهمة (FNC) و(PSR) في تباين الناتج الحقيقي – قناة سعر الفائدة الحقيقي

القناة	مساهمة FNC في تفسير ديناميكية الناتج الحقيقي	مساهمة PSR في تفسير ديناميكية الناتج الحقيقي
قناة سعر الفائدة الحقيقي	2.01%	9.71%

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج R الخاصة بتحليل تباين خطأ التنبؤ FEVD لنموذج VAR لقناة سعر الفائدة الحقيقي، المعتمد على المتغيرات: FNC، PSR، TIR_REEL، l_RGDP.

5. خلاصة نتائج قناة سعر الفائدة الحقيقي

توضح نتائج قناة سعر الفائدة الحقيقي أن هذه القناة تمثل مسارا مهما نسبيا لانتقال أثر السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر، خاصة بالنسبة لبرنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) فقد أظهرت نتائج تحليل التباين أن مساهمة (PSR) في تفسير ديناميكية الناتج الحقيقي عبر هذه القناة بلغت حوالي 9.71%، وهي نسبة أعلى من مساهمته في قناة السيولة بقليل، وأكبر بكثير من مساهمته في قناة الائتمان المصرفي.

وتدل هذه النتيجة على أن (PSR) قد يكون مؤثرا من خلال تحسين شروط السيولة وتخفيف تكلفة التمويل الحقيقية، حتى وإن لم يتحول أثره بالكامل إلى توسع مباشر في الائتمان المصرفي. أما التمويل غير تقليدي (FNC)، فيظهر تأثيره عبر هذه القناة بشكل أضعف، وهو ما ينسجم مع طبيعته كأداة تمويلية مرتبطة بالخزينة أكثر من كونه أداة مباشرة لتعديل شروط التمويل داخل الجهاز المصرفي.

وبناء على ذلك، يمكن القول إن قناة سعر الفائدة الحقيقي، إلى جانب قناة السيولة، تمثل إحدى القنوات الأكثر أهمية في نقل أثر السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر، مع تفوق واضح لأثر (PSR) مقارنة بـ (FNC).

المطلب الرابع: قناة سعر الصرف وانتقال الأثر إلى المستوى العام للأسعار

تم تقدير نموذج قناة سعر الصرف والأسعار بالاعتماد على أربعة متغيرات داخلية هي: التمويل غير تقليدي (FNC) ، برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR)، سعر الصرف في صورته اللوغاريتمية(l_EXR)، و معدل التضخم (CPI) .وقد تم اعتماد درجة إبطاء واحدة لهذا النموذج، مع تحقق شرط الاستقرار وغياب الارتباط الذاتي الجوهري في البواقي.

الجدول رقم (3–13): ملخص نموذج قناة سعر الصرف والأسعار

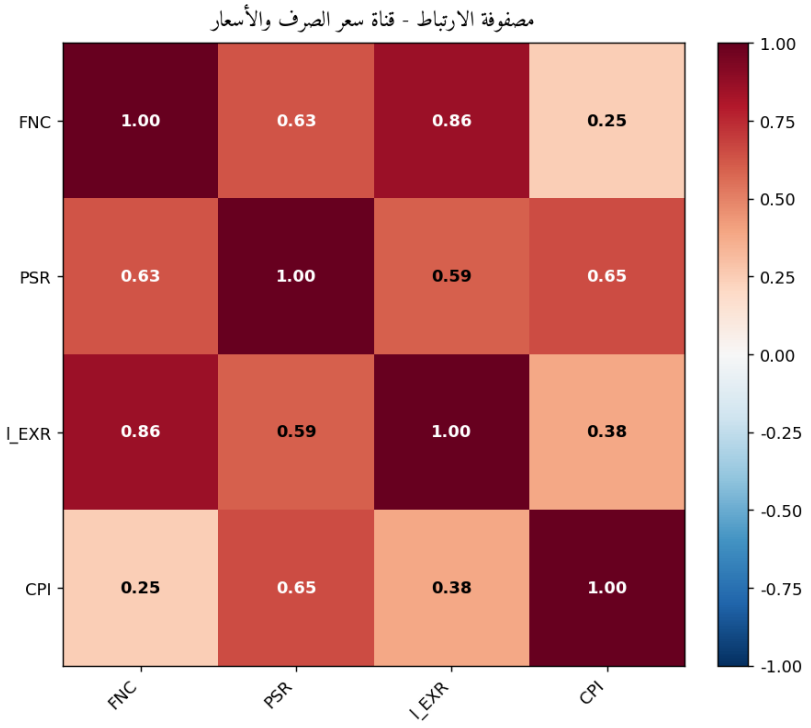
النموذج	المتغيرات الداخلية	درجة الإبطاء	اختبار Portmanteau	الاستقرار
قناة سعر الصرف والأسعار	FNC, PSR, l_EXR, CPI	1	0.1462	مستقر

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج R الخاصة بتقدير نموذج VAR لقناة سعر الصرف والأسعار، المعتمد على المتغيرات: FNC، PSR، l_EXR، CPI.

1. قراءة مصفوفة الارتباط الخاصة بقناة سعر الصرف والأسعار

تبين مصفوفة الارتباط الخاصة بقناة سعر الصرف والأسعار وجود علاقة موجبة قوية بين التمويل غير التقليدي (FNC) وسعر الصرف(l_EXR) بقيمة 0.86، وهو ما يشير إلى تزامن فترات التوسع في التمويل غير التقليدي مع تراجع قيمة الدينار. كما يظهر ارتباط موجب بين برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR)و معدل التضخم (CPI) بقيمة 0.65، وبين (PSR) و (l_EXR) بقيمة 0.59، بما يعكس ارتباط برنامج إعادة التمويل الخاص بمرحلة اتسمت بارتفاع الأسعار وضغوط سعر الصرف. أما العلاقة بين (l_EXR) و (CPI) فقد بلغت 0.38، وهي علاقة موجبة متوسطة، مما يوحي بإمكانية انتقال جزء من أثر تراجع الدينار إلى الأسعار عبر تكلفة الواردات. في المقابل، يبقى ارتباط (FNC) بالتضخم ضعيفا نسبيا بقيمة 0.25، ما يدل على أن أثر التمويل غير التقليدي على الأسعار قد يكون غير مباشر. وعليه، تقدم هذه المصفوفة مؤشرات أولية على أهمية قناة سعر الصرف والأسعار، لكنها لا تثبت علاقة سببية، لذلك سيتم اختبار اتجاه وقوة هذه العلاقات لاحقاً من خلال دوال الاستجابة الآنية وتحليل التباين.

الشكل رقم (3–22): مصفوفة الارتباط – قناة سعر الصرف والأسعار



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على قاعدة بيانات نموذج قناة سعر الصرف والأسعار المكونة من المتغيرات: FNC، PSR، I_EXR، CPI، ومعالجة مصفوفة الارتباط باستعمال برنامج R.

2. استجابة سعر الصرف ومؤشر الأسعار لصدمة (FNC)

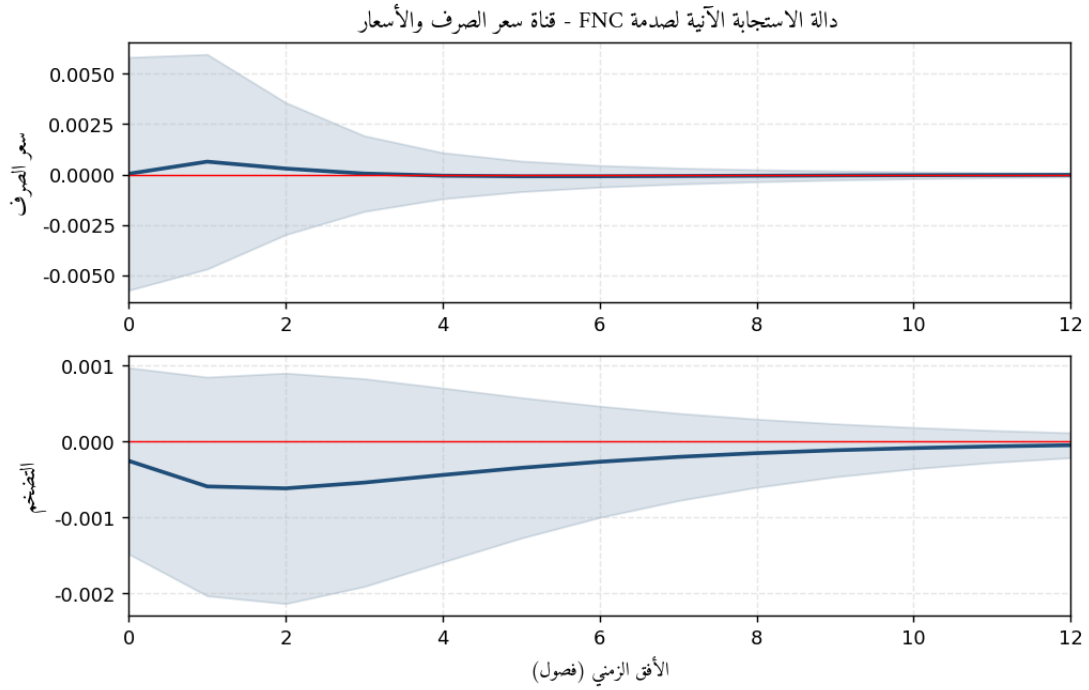
تسمح دالة الاستجابة الآنية الخاصة بصدمة (FNC) بتحليل ما إذا كان التمويل غير التقليدي يؤدي إلى تغير في سعر الصرف، ثم ما إذا كان هذا التغير ينتقل إلى معدل التضخم. ومن الناحية النظرية، قد يؤدي التوسع في التمويل غير التقليدي إلى ضغوط على سعر الصرف إذا ترتب عنه توسع في الكتلة النقدية أو زيادة في الطلب الداخلي، خاصة إذا لم يقابله ارتفاع مماثل في الإنتاج الحقيقي أو في الموارد الخارجية.

غير أن القراءة العامة لدالة الاستجابة تشير إلى أن أثر صدمة (FNC) عبر قناة سعر الصرف والأسعار يبقى محدودا نسبيا. وهذا يعني أن التمويل غير التقليدي، رغم طبيعته النقدية والمالية، لا يظهر في النموذج كعامل مهيمن في تفسير ديناميكية الأسعار عبر سعر الصرف. ويمكن تفسير ذلك بأن سعر الصرف في الجزائر لا يتحدد فقط بقوى السوق النقدية، بل يخضع أيضا لعوامل مؤسساتية وسياساتية، منها إدارة الصرف، احتياطات النقد الأجنبي، تطورات أسعار النفط، وسياسة الاستيراد.

أما استجابة التضخم لصدمة (FNC) فتبدو محدودة كذلك، وهو ما يشير إلى أن انتقال أثر التمويل غير التقليدي إلى الأسعار عبر سعر الصرف ليس قويا في إطار هذا النموذج. غير أن هذه النتيجة لا تعني

غياب أي أثر تضخمي محتمل للتمويل غير التقليدي، بل تعني أن قناة سعر الصرف ليست بالضرورة القناة الأساسية التي يظهر من خلالها هذا الأثر.

الشكل رقم (3–23): الاستجابة الآنية لقناة سعر الصرف عند صدمة (FNC)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج R الخاصة بدالة الاستجابة الآنية لنموذج VAR لقناة سعر الصرف والأسعار، المعتمد على المتغيرات: FNC، PSR، I_EXR، CPI، عند صدمة FNC.

3. استجابة سعر الصرف ومؤشر الأسعار لصدمة (PSR)

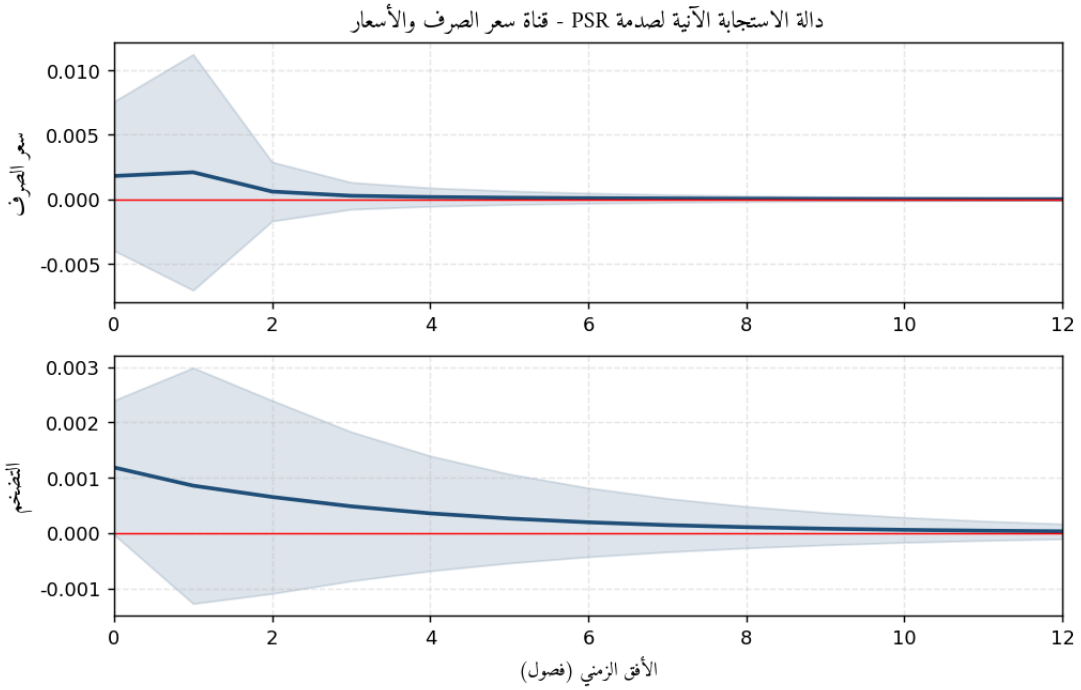
تختلف صدمة (PSR) عن صدمة (FNC) من حيث طبيعتها الاقتصادية، لأن برنامج إعادة التمويل الخاص يرتبط أساسا بدعم السيولة داخل الجهاز المصرفي. لذلك يفترض أن يكون أثره على سعر الصرف والأسعار أقل مباشرة مقارنة بأثر التمويل غير التقليدي، خصوصا إذا كان الهدف من البرنامج هو تحسين ظروف التمويل وليس خلق توسع نقدي غير موجه.

وتشير دالة الاستجابة الآنية الخاصة بصدمة (PSR) إلى أن أثر هذه الأداة على سعر الصرف و معدل التضخم يبقى محدودا نسبيا. وهذا يعكس أن انتقال (PSR) إلى الأسعار لا يتم بصورة قوية عبر قناة سعر الصرف، بل يظهر أثره الأكبر في قنوات أخرى، خاصة قناة السيولة وقناة سعر الفائدة الحقيقي. ومن الناحية الاقتصادية، يمكن تفسير ذلك بأن (PSR) يعمل من داخل الجهاز المصرفي ويهدف إلى تخفيف قيود التمويل، بينما لا يؤدي بالضرورة إلى ضغوط مباشرة على سوق الصرف.

كما أن محدودية استجابة (CPI) لصدمة (PSR) يمكن أن تعكس أن البرنامج لا يتحول تلقائيا إلى طلب تضخمي واسع، خاصة إذا ظل أثره مرتبطا بإعادة التمويل وتحسين ظروف السيولة. ومع ذلك، ينبغي

تفسير هذه النتيجة بحذر، لأن الأسعار في الجزائر تتأثر بعوامل أخرى كثيرة، منها أسعار السلع المستوردة، السياسة التجارية، الدعم، أسعار الطاقة، وتغيرات سعر الصرف الرسمية.

الشكل رقم (3–24): الاستجابة الآنية لقناة سعر الصرف عند صدمة (PSR)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج R الخاصة بدالة الاستجابة الآنية لنموذج VAR لقناة سعر الصرف والأسعار، المعتمد على المتغيرات: FNC، PSR، l_EXR، CPI، عند صدمة PSR.

4. تحليل التباين لقناة سعر الصرف والأسعار

تظهر نتائج تفكيك تباين خطأ التنبؤ الخاصة بقناة سعر الصرف والأسعار أن مساهمة التمويل غير التقليدي FNCفي تفسير ديناميكية التضخم بلغت حوالي 2.18%، في حين بلغت مساهمة برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) حوالي 4.60%. وتشير هذه النتائج إلى أن مساهمة PSR في تفسير تقلبات الأسعار تفوق مساهمة (FNC)، غير أن حجم هذه المساهمة يبقى محدوداً نسبياً مقارنة بالقنوات الأخرى، خاصة قناة السيولة المصرفية وقناة سعر الفائدة الحقيقي.

وتدل هذه النتيجة على أن قناة سعر الصرف والأسعار لا تمثل القناة الأقوى لانتقال أثر أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر، إذ يظهر الأثر من حيث الاتجاه، لكنه لا يفسر سوى نسبة محدودة من ديناميكية التضخم. كما أن تفوق مساهمة (PSR) على (FNC) يؤكد أن برنامج إعادة التمويل الخاص كان أكثر ارتباطاً بحركة المتغيرات النقدية والاقتصادية، بينما بقي أثر التمويل غير التقليدي على الأسعار أقل مباشرة، بحكم ارتباطه الأساسي بتمويل الخزينة وليس بالتأثير المباشر في شروط التمويل أو الأسعار.

الجدول رقم (3-14): مساهمة (FNC) و(PSR) في تباين معدل التضخم- قناة سعر الصرف والأسعار

القناة	مساهمة FNC في تفسير ديناميكية معدل التضخم	مساهمة PSR في تفسير ديناميكية معدل التضخم
قناة سعر الصرف والأسعار	2.18%	4.60%

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج R الخاصة بتحليل تباين خطأ التنبؤ FEVD لنموذج VAR لقناة سعر الصرف والأسعار، المعتمد على المتغيرات: FNC، PSR، l_EXR، CPI.

5. خلاصة قناة سعر الصرف والأسعار

توضح نتائج قناة سعر الصرف والأسعار أن أثر السياسة النقدية غير التقليدية عبر هذه القناة يبقى محدودا نسبيا. فعلى الرغم من أن صدمات (FNC) و(PSR) قد تؤثر في سعر الصرف ومعدل التضخم، إلا أن مساهمتها في تفسير ديناميكية الأسعار لا تظهر كأثر مهيمن. ويعني ذلك أن القنوات المصرفية، خاصة السيولة وسعر الفائدة الحقيقي، تبدو أكثر أهمية في نقل أثر أدوات السياسة النقدية غير التقليدية مقارنة بقناة سعر الصرف.

وتحمل هذه النتيجة دلالة مهمة بالنسبة للحالة الجزائرية، إذ توحي بأن مخاطر انتقال السياسة النقدية غير التقليدية إلى الأسعار عبر سعر الصرف لا تظهر في النموذج كالقناة الأساسية، لكنها تظل قائمة من الناحية الاقتصادية، خاصة إذا تزامن التوسع النقدي مع ضغوط خارجية أو تراجع في الموارد النفطية أو تدهور في وضعية ميزان المدفوعات. لذلك ينبغي التعامل مع هذه القناة كقناة متابعة ورقابة، لا كقناة انتقال رئيسية في نتائج النموذج.

المطلب الخامس: التحليل المقارن لقنوات الانتقال

بعد تحليل كل قناة على حدة، يصبح من الضروري تقديم قراءة مقارنة تسمح بترتيب قنوات انتقال السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر، وتحديد الأداة الأكثر قدرة على التأثير في ديناميكية المتغيرات الاقتصادية. وتكمن أهمية هذا التحليل في أنه لا يكتفي بإبراز أثر صدمات التمويل غير التقليدي (FNC) وبرنامج إعادة التمويل الخاص (PSR)، بل يسعى إلى تحديد القنوات التي يظهر عبرها هذا الأثر بصورة أوضح.

يعتمد هذا التحليل على المقارنة بين نتائج دوال الاستجابة الآنية وتحليل تفكيك تباين خطأ التنبؤ (FEVD). وتعد نتائج (FEVD) مهمة لأنها تسمح بقياس المساهمة النسبية لكل من (FNC) و برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) في تفسير ديناميكية المتغير الهدف داخل كل قناة.

الجدول رقم (3–15): المقارنة الإجمالية لمساهمة FNC وPSR حسب قنوات الانتقال

القناة	المتغير الهدف	مساهمة FNC	مساهمة PSR	القراءة العامة
قناة الائتمان المصرفي	l_RGDP	0.52%	0.93%	قناة ضعيفة نسبيا
قناة السيولة المصرفية	l_RGDP	3.33%	9.27%	قناة قوية ومركزية
قناة سعر الفائدة الحقيقي	l_RGDP	2.01%	9.71%	قناة قوية نسبيا
قناة سعر الصرف والأسعار	CPI	2.18%	4.60%	قناة محدودة نسبيا

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تجميع مخرجات برنامج R الخاصة بتحليل تباين خطأ التنبؤ FEVD لنماذج VAR حسب قنوات الانتقال الأربع المعتمدة في الدراسة.

1. مقارنة نتائج دوال الاستجابة الآنية

تظهر دوال الاستجابة الآنية أن انتقال أثر أدوات السياسة النقدية غير التقليدية لا يتم بنفس القوة عبر جميع القنوات. ففي قناة الائتمان المصرفي، تبدو استجابة الائتمان والناتج الحقيقي لصدمات (FNC) و (PSR) محدودة نسبياً، وهو ما يدل على أن توفر السيولة أو إعادة التمويل لا يتحول تلقائيا إلى توسع مباشر في الائتمان المنتج.

أما في قناة السيولة المصرفية، فتظهر الاستجابة بصورة أوضح، خاصة بالنسبة لصدمة(PSR) . ويعد ذلك منسجما مع طبيعة برنامج إعادة التمويل الخاص، لأنه يستهدف أساساً دعم السيولة داخل الجهاز المصرفي، لذلك تبدو هذه القناة أكثر ملاءمة لالتقاط أثره مقارنة بقناة الائتمان المصرفي.

وفي قناة سعر الفائدة الحقيقي، تشير النتائج إلى أن (PSR) يمتلك قدرة انتقال أوضح نسبيا، بما يوحي بأن دعم إعادة التمويل قد يؤثر في شروط التمويل أو في التكلفة الحقيقية للتمويل. أما أثر (FNC) في هذه القناة فيبقى أضعف، وهو ما يعزز فكرة أن التمويل غير التقليدي لم يكن موجهاً أساساً للتأثير في شروط التمويل المصرفي، بل لتمويل حاجات الخزينة العمومية.

أما قناة سعر الصرف والأسعار، فتظهر استجابة محدودة مقارنة بالقنوات المصرفية والنقدية. وهذا لا يعني غياب أثر سعر الصرف أو الأسعار في الاقتصاد الجزائري، بل يعني أن صدمات (FNC) و (PSR) لا تفسر الجزء الأكبر من ديناميكية التضخم ضمن النموذج المعتمد.

2. مقارنة نتائج تحليل التباين(FEVD)

تؤكد نتائج تحليل التباين أن قناة السيولة المصرفية وقناة سعر الفائدة الحقيقي تمثلان أهم قنوات انتقال أثر السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر. فقد بلغت مساهمة (PSR) في تفسير ديناميكية الناتج الحقيقي عبر قناة السيولة حوالي 9.27%، وبلغت عبر قناة سعر الفائدة الحقيقي حوالي 9.71%، وهي نسب تفوق

بوضوح مساهمته في قناة الائتمان المصرفي التي بلغت 0.93%، وقناة سعر الصرف والأسعار التي بلغت 4.60% في تفسير ديناميكية مؤشر الأسعار.

أما بالنسبة لـ (FNC)، فقد جاءت مساهمته أقل من مساهمة (PSR) في جميع القنوات. إذ بلغت مساهمته 0.52% في قناة الائتمان المصرفي، و3.33% في قناة السيولة المصرفية، و2.01% في قناة سعر الفائدة الحقيقي، و2.18% في قناة سعر الصرف والأسعار. وتدل هذه النتائج على أن التمويل غير التقليدي يمتلك أثراً ديناميكياً، لكنه أقل وضوحاً من أثر برنامج إعادة التمويل الخاص، خاصة في القنوات المصرفية والنقدية.

3. ترتيب القنوات حسب قوة الانتقال

بناء على نتائج(FEVD) ، يمكن ترتيب القنوات من حيث قوة انتقال أثر (PSR) كما يأتي:

1) قناة سعر الفائدة الحقيقي؛
2) قناة السيولة المصرفية؛
3) قناة سعر الصرف والأسعار؛
4) قناة الائتمان المصرفي.

أما بالنسبة لـ التمويل غير تقليدي FNC، فيمكن ترتيب القنوات كما يأتي:

1) قناة السيولة المصرفية؛
2) قناة سعر الصرف والأسعار؛
3) قناة سعر الفائدة الحقيقي؛
4) قناة الائتمان المصرفي.

ويظهر من هذا الترتيب أن قناة الائتمان المصرفي جاءت في المرتبة الأخيرة بالنسبة للأداتين، وهو ما يدل على ضعف نسبي في انتقال الصدمات غير التقليدية إلى الائتمان المنتج. في المقابل، تظهر قناة السيولة وقناة سعر الفائدة الحقيقي كقناتين أكثر أهمية، خاصة بالنسبة لبرنامج إعادة التمويل الخاص.

4. تفوق أثر برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) على التمويل غير تقليدي(FNC)

من أهم النتائج التي يبرزها التحليل المقارن أن (PSR) يتفوق على (FNC) في جميع القنوات من حيث المساهمة في تفسير ديناميكية المتغير الهدف. ويبدو هذا التفوق منسجماً مع الطبيعة الاقتصادية لكل أداة. فبرنامج إعادة التمويل الخاص يرتبط مباشرة بالجهاز المصرفي، وبإدارة السيولة، وبشروط التمويل، لذلك يظهر أثره بصورة أوضح في القنوات النقدية والمصرفية.

أما التمويل غير التقليدي(FNC) ، فرغم أنه يمثل أداة نقدية استثنائية، إلا أن وظيفته الأساسية ارتبطت بتمويل الخزينة العمومية. لذلك فإن أثره على الائتمان أو السيولة أو الناتج لا يظهر بصورة مباشرة، بل يمر عبر قنوات وسيطة مثل الإنفاق العمومي، وتسوية الالتزامات، وتغير ودائع البنوك.

ولا يعني تفوق (PSR) أن هذه الأداة خالية من المخاطر، بل يعني فقط أنها أكثر انسجاماً مع قنوات انتقال السياسة النقدية داخل الجهاز المصرفي. أما من الناحية السياساتية، فإن فعاليتها تبقى مشروطة بمدى قدرتها على دعم التمويل المنتج، وعدم تحولها إلى مجرد أداة لتوفير السيولة دون أثر حقيقي على الاستثمار والنمو.

5. الخلاصة العامة حول القنوات الأكثر فعالية

توضح النتائج المقارنة أن السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر لا تنتقل إلى الاقتصاد الحقيقي بطريقة متجانسة، بل تختلف فعاليتها حسب طبيعة القناة والأداة المستخدمة. فقد أظهرت قناة السيولة المصرفية وقناة سعر الفائدة الحقيقي أهمية أكبر في نقل أثر(PSR) ، في حين بقيت قناة الائتمان المصرفي ضعيفة نسبياً، وظهرت قناة سعر الصرف والأسعار كقناة ذات أثر محدود.

وتحمل هذه النتيجة دلالة مهمة، مفادها أن فعالية السياسة النقدية غير التقليدية لا تتوقف فقط على حجم التدخل النقدي، بل على طبيعة القناة التي يمر عبرها هذا التدخل. فإذا بقيت السيولة داخل الجهاز المصرفي دون أن تتحول إلى ائتمان منتج، فإن أثرها على الناتج الحقيقي يبقى جزئياً. وإذا لم تؤد برامج إعادة التمويل إلى تحسين شروط التمويل الحقيقي، فإن أثرها على الاستثمار والنمو قد يظل محدودا.

وبناءً على ما سبق، يمكن القول إن (PSR) يظهر كأداة أكثر فعالية من (FNC) من حيث الانتقال عبر القنوات النقدية والمصرفية، خاصة قناتي السيولة وسعر الفائدة الحقيقي. أما (FNC) فيظهر أثره أكثر محدودية وأقل مباشرة، بما يعكس طبيعته كأداة تمويلية مرتبطة بالخزينة أكثر من كونه أداة نقدية موجهة مباشرة لتحفيز النشاط الاقتصادي.

المبحث الرابع: الاستشراف ومناقشة آفاق استخدام السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر

بعد تحليل قنوات انتقال السياسة النقدية غير التقليدية من خلال دوال الاستجابة الآنية وتحليل تفكيك تباين خطأ التنبؤ، ينتقل هذا المبحث إلى البعد الاستشرافي للدراسة، من خلال بناء سيناريوهات مستقبلية تمتد من سنة 2025 إلى سنة 2030. ولا يهدف هذا الجزء إلى تقديم توقعات قطعية لمسار الاقتصاد الجزائري، بل إلى بناء قراءة شرطية تقارن بين بدائل مختلفة لاستعمال أدوات السياسة النقدية غير التقليدية أو الأدوات المرافقة لها.

تنبع أهمية هذا المبحث من كونه يسمح بالانتقال من التحليل القياسي التاريخي إلى استشراف آفاق استخدام هذه الأدوات مستقبلاً. فإذا كانت نتائج المبحث السابق قد أظهرت أن أثر و (PSR)يختلف باختلاف قنوات الانتقال، فإن هذا المبحث يحاول الإجابة عن سؤال مكمل يتمثل في: ما الآثار المحتملة لاستمرار هذه الأدوات أو توسيعها أو تقليصها خلال الفترة القادمة؟ وما حدود فعاليتها في ظل خصوصية الاقتصاد الجزائري؟

وقد تم بناء السيناريوهات الاستشرافية حول ثلاثة محاور رئيسية. يتعلق المحور الأول ببرنامج إعادة التمويل الخاص (PSR)، من خلال مقارنة سيناريو مرجعي بسيناريو توسعي وسيناريو سحب تدريجي. أما المحور الثاني فيتعلق بمعدل الاحتياطي الإجباري، باعتباره أداة تقليدية يمكن استخدامها لتخفيف أو تشديد أوضاع السيولة المصرفية. في حين يرتبط المحور الثالث بـ تسبيقات بنك الجزائر للخزينة العمومية في ضوء المادة 48 المعدلة من القانون النقدي والمصرفي رقم 23-09، مع التمييز بين التسبيقات المؤقتة والتسبيقات ذات الطابع الدائم.

وتجدر الإشارة إلى أن نتائج هذا الجزء يجب أن تقرأ بحذر، لأنها تقوم على تنبؤات شرطية مستخرجة من نماذج (VAR)، كما أن أفق التنبؤ يمتد إلى ست سنوات، وهو ما قد يجعل فواصل الثقة واسعة نسبياً. لذلك لا يتمثل الهدف الأساسي في تحديد مستويات دقيقة للناتج أو السيولة أو الأسعار في سنة معينة، بل في مقارنة الاتجاهات النسبية بين السيناريوهات المختلفة، واستخلاص دلالاتها الاقتصادية والسياساتية.

وبناء على ذلك، سيتم في هذا المبحث عرض منهجية بناء السيناريوهات، ثم تحليل نتائج سيناريوهات برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) حسب قنوات الانتقال، وبعدها دراسة سيناريو الاحتياطي الإجباري، ثم تحليل أثر تسبيقات بنك الجزائر للخزينة العمومية، قبل تقديم قراءة أولية لسنة 2025 ومناقشة حدود النموذج والتوصيات السياساتية المرتبطة باستعمال أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر.

المطلب الأول: منهجية بناء السيناريوهات الاستشرافية 2025–2030

1. مفهوم التنبؤ الشرطي في نماذج(VAR)

يعتمد الاستشراف في هذه الدراسة على مبدأ التنبؤ الشرطي داخل نماذج (VAR) ويقصد بالتنبؤ الشرطي بناء مسارات مستقبلية للمتغيرات الاقتصادية انطلاقا من فرضيات محددة حول صدمة معينة أو أداة معينة من أدوات السياسة النقدية. وبذلك لا يكون الهدف هو توقع المستقبل بصورة مطلقة، بل معرفة كيف يمكن أن يتغير مسار المتغيرات إذا تحقق سيناريو معين مقارنة بسيناريو مرجعي.

وتعد هذه المنهجية مناسبة لموضوع السياسة النقدية غير التقليدية، لأن هذه السياسة غالبا ما ترتبط بتدخلات استثنائية لا تتكرر بصورة منتظمة. لذلك فإن تحليل أثرها المستقبلي يتطلب بناء فرضيات حول استمرارها أو توسعها أو سحبها، ثم مقارنة أثر كل فرضية على القنوات النقدية والاقتصادية.

وفي هذه الدراسة، تم بناء السيناريوهات للفترة الممتدة من سنة 2025 إلى سنة 2030، أي لمدة 24 ربعا سنويا. وتجدر الإشارة إلى أن سنتي 2025 و2026 تمثلان مرحلة انتقالية خارج عينة التقدير، لأن نموذج VARالمعتمد يتوقف عند الربع الرابع من سنة 2024؛ فسنة 2025 سابقة لتاريخ إنجاز الدراسة، بينما تمثل سنة 2026 سنة جارية قد لا تتوفر بياناتها الفصلية النهائية بشكل كامل.

لذلك، فإن إدراج هاتين السنتين لا يهدف إلى تقديم توقعات قطعية، بل إلى ضمان الاستمرارية الديناميكية للنموذج بعد نهاية عينة التقدير، قبل الانتقال إلى الأفق الاستشرافي الأساسي الممتد إلى 2030. وقد تم اختيار هذا الأفق لأنه يسمح بملاحظة الأثر المتوسط الأجل للصدمات، مع ضرورة قراءة النتائج بحذر بسبب تزايد عدم اليقين كلما ابتعدنا عن فترة التقدير.

تجدر الإشارة إلى أن السيناريوهات الاستشرافية المعتمدة في هذه الدراسة لا تمثل تنبؤات قطعية أو توقعات مؤكدة لمسار الاقتصاد الجزائري، وإنما هي محاكاة شرطية مبنية على فرضيات محددة حول تطور أدوات السياسة النقدية غير التقليدية. فالهدف منها لا يتمثل في تحديد القيم المستقبلية الدقيقة للمتغيرات، بل في مقارنة اتجاهات محتملة في حالة توسع الأداة أو سحبها أو تعديلها.

2. التعريف العام بالسيناريوهات الاستشرافية المعتمدة في الدراسة

قبل الانتقال إلى تحليل كل سيناريو على حدة، من الضروري تقديم عرض إجمالي للسيناريوهات المعتمدة في الدراسة، وذلك لتوضيح منطق بنائها والفرضيات التي تستند إليها. وقد تم اختيار هذه السيناريوهات بما يسمح بمقارنة مسارات مختلفة للسياسة النقدية غير التقليدية والأدوات المرافقة لها، بين سيناريو مرجعي لا يفترض إدخال صدمات إضافية، وسيناريوهات بديلة تقوم على التوسع أو السحب أو تعديل أدوات ضبط السيولة.

ويعرض الجدول الآتي التصنيف العام للسيناريوهات المعتمدة، قبل تحليل كل محور بصورة مستقلة في الفروع اللاحقة.

الجدول رقم (3–16): تعريف السيناريوهات الاستشرافية المعتمدة في الدراسة

السيناريو	الفرضية الأساسية	الهدف من السيناريو
سيناريو المرجع	عدم إدخال صدمة إضافية في الأداة المدروسة	تحديد المسار الأساسي للمقارنة
سيناريو توسع PSR	صدمة موجبة في PSR لمدة ثمانية ثلاثيات	اختبار أثر التوسع في إعادة التمويل
سيناريو السحب أو التراجعPSR	صدمة سالبة في PSR لمدة ثمانية ثلاثيات	اختبار أثر تقليص أو سحب الدعم
سيناريو خفض RR	صدمة سالبة في الاحتياطي الإجباري	تحليل أثر تحرير السيولة
سيناريو رفع RR	صدمة موجبة في الاحتياطي الإجباري	تحليل أثر تقييد السيولة
التسبيق المؤقت للخزينة	استعمال التسبيق لفترة محدودة ثم العودة إلى الصفر	اختبار الأثر المؤقت
التسبيق الدائم للخزينة	الحفاظ على مستوى من التسبيق عبر السنوات	اختبار أثر الاستمرارية

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الإطار المنهجي للدراسة ونتائج نماذج VAR، مع تحديد فرضيات السيناريوهات الاستشرافية الخاصة بأدوات السياسة النقدية غير التقليدية وقنوات انتقالها.

1.2 سيناريو المرجع

يمثل سيناريو المرجع المسار الأساسي الذي تتم مقارنة باقي السيناريوهات به، وفي هذا السيناريو، لا يتم افتراض صدمة إضافية في أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، بل يترك النموذج يتنبأ بمسار المتغيرات اعتمادا على ديناميكيته الداخلية وعلى القيم التاريخية المقدرة.

ويعد هذا السيناريو ضروريا لأنه يشكل خط المقارنة الذي يسمح بقياس الأثر النسبي للسيناريوهات الأخرى. فعندما نقول إن سيناريو توسع (PSR) يؤدي إلى أثر إيجابي أو سلبي، فإن المقصود هو الأثر مقارنة بهذا المسار المرجعي، وليس مقارنة بمستوى خارجي مستقل عن النموذج.

2.2 بناء سيناريو توسع برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR)

تم بناء سيناريو توسع برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) من خلال افتراض صدمة موجبة في برنامج إعادة التمويل الخاص لمدة ثماني ثلاثيات، أي ما يعادل سنتين. وتعكس هذه الفرضية حالة استمرار استعمال (PSR) كأداة لدعم السيولة المصرفية وتمكين البنوك من الحفاظ على قدرتها التمويلية.

ويهدف هذا السيناريو إلى اختبار ما إذا كان توسيع (PSR) يمكن أن يؤدي إلى تحسين ديناميكية المتغيرات الهدف، خاصة الناتج الحقيقي، من خلال القنوات المختلفة. وبما أن نتائج المبحث السابق أظهرت أن

PSRأكثر فعالية من FNC عبر قناتي السيولة وسعر الفائدة الحقيقي، فإن هذا السيناريو يسمح بفحص ما إذا كان هذا التفوق يظهر أيضا في المسار الاستشرافي.

3.2 بناء سيناريو السحب أو التراجع في برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR)

يقابل سيناريو التوسع افتراض صدمة سالبة في (PSR) خلال الفترة نفسها، أي لمدة ثماني ثلاثيات. ولا يمثل ذلك سحبًا فعليًا لتمويل قائم بعد انتهاء البرنامج، بل محاكاة افتراضية لتراجع الأداة، تسمح بقياس حساسية السيولة والائتمان وسعر الفائدة الحقيقي والناتج والأسعار تجاه صدمة انكماشية في إعادة التمويل.

وتكمن أهمية هذا السيناريو في اختبار الاستجابات المعاكسة لسيناريو التوسع، لا في التنبؤ بقرار سحب فعلي. فإذا استجابت القنوات بقوة للتوسع، فقد تكشف الصدمة السالبة آثارًا معاكسة، خاصة على السيولة والنشاط الحقيقي. ولذلك تساعد المقارنة بين السيناريوهين على فهم حساسية الاقتصاد الجزائري لتغير دعم السيولة، مع اعتبار النتائج مشروطة بفرضيات المحاكاة وليست مسارًا تنفيذيًا للسياسة النقدية.

4.2 بناء سيناريو الاحتياطي الإجباري

تم إدراج الاحتياطي الإجباري ضمن نموذج موسع يضم كلًا من التمويل غير التقليدي، وبرنامج إعادة التمويل الخاص، والاحتياطي الإجباري، والسيولة المصرفية، والناتج الحقيقي. ويهدف هذا النموذج إلى تحليل ما إذا كان تغيير نسبة الاحتياطي الإجباري يمكن أن يشكل أداة مرافقة لضبط السيولة المصرفية، خاصة في ظل استعمال أدوات نقدية غير تقليدية قد تؤثر في حجم السيولة المتاحة داخل النظام البنكي.

وانطلاقا من ذلك، تم بناء سيناريوهين رئيسيين في هذا الإطار:

- **سيناريو خفض الاحتياطي الإجباري:** يمثل هذا السيناريو أداة لتحرير جزء من السيولة المحتجزة لدى البنك المركزي، إذ يؤدي تخفيض نسبة الاحتياطي الإجباري إلى تقليص المبالغ التي تلتزم البنوك بالاحتفاظ بها لدى بنك الجزائر، مما يرفع قدرتها على منح القروض وتمويل النشاط الاقتصادي. لذلك، يمكن النظر إلى هذا السيناريو باعتباره أداة توسعية قد تُستخدم لدعم التمويل المصرفي، خاصة في حالة ضعف السيولة أو الحاجة إلى تنشيط الائتمان.
- **سيناريو رفع الاحتياطي الإجباري:** يمثل هذا السيناريو أداة لتقييد السيولة أو امتصاص جزء منها، إذ يؤدي رفع نسبة الاحتياطي الإجباري إلى زيادة المبالغ التي تلتزم البنوك بتجميدها لدى البنك المركزي، مما يحد من قدرتها على التوسع في منح القروض. ومن ثم، يمكن استخدام هذا السيناريو كأداة احترازية مرافقة في حالة ظهور فائض في السيولة أو ضغوط تضخمية محتملة ناتجة عن التوسع في أدوات التمويل غير التقليدية.

وعليه، يسمح إدراج الاحتياطي الإجباري في التحليل الاستشرافي باختبار دوره كأداة مساعدة في ضبط آثار السياسة النقدية غير التقليدية، من خلال المقارنة بين أثر تحرير السيولة عبر خفض الاحتياطي الإجباري، وأثر امتصاصها عبر رفعه.

- سيناريو خفض الاحتياطي الإجباري: يمثل تحرير جزء من السيولة المحتجزة لدى البنك المركزي، مما يمكن أن يدعم قدرة البنوك على التمويل.
- سيناريو رفع الاحتياطي الإجباري: يمثل أداة لتقييد السيولة المصرفية أو امتصاص جزء منها، خاصة في حالات فائض السيولة أو ظهور ضغوط تضخمية.

5.2 بناء سيناريو تسبيقات بنك الجزائر للخزينة العمومية في ضوء تعديل المادة 48 بموجب القانون رقم 23–09

تمت معالجة التسبيق للخزينة في ضوء الإطار القانوني المستحدث بموجب المادة 156 من قانون المالية لسنة 2026 [39]، التي عدلت أحكام المادة 48 من القانون النقدي والمصرفي رقم 23–09. وتكتسي هذه المادة أهمية خاصة لأنها أعادت تأطير العلاقة التمويلية بين بنك الجزائر والخزينة العمومية، من خلال السماح لبنك الجزائر، على أساس تعاقدي، بمنح الخزينة تسبيقات في الحساب الجاري، في حدود مبلغ أقصى يعادل 20% من الموارد الميزانياتية للدولة المثبتة خلال السنة المالية السابقة، ولمدة سنة واحدة قابلة للتمديد لسنة إضافية. كما أجازت المادة نفسها إمكانية منح تسبيق استثنائي للخزينة، وفق الشروط والكيفيات التي يحددها المجلس النقدي والمصرفي.

وانطلاقا من هذا الأساس القانوني، تم التمييز في الدراسة بين سيناريوهين رئيسيين:

- **سيناريو التسبيق المؤقت للخزينة:** يتمثل في التسبيق المؤقت للخزينة، ويقصد به استعمال هذه الآلية بصورة ظرفية ومحدودة لتغطية حاجة قصيرة الأجل في السيولة العمومية، بحيث يظهر التسبيق في سنة معينة ثم يعود إلى الصفر في السنوات اللاحقة. وبهذا المعنى، يبقى التسبيق أقرب إلى أداة تسيير مؤقت للسيولة، ولا يتحول إلى مصدر دائم لتمويل عجز الخزينة.
- **سيناريو التسبيق الدائم للخزينة:** يتمثل في التسبيق الدائم للخزينة، ويقصد به الحفاظ على مستوى من التسبيق خلال السنوات اللاحقة، سواء من خلال التمديد أو التجديد أو استمرار اللجوء إلى هذه الآلية. وفي هذه الحالة، لا يبقى التسبيق مجرد أداة ظرفية، بل يقترب من منطق التمويل النقدي المستمر، الأمر الذي قد يترتب عنه أثر أعمق على الكتلة النقدية، والتوازنات المالية، ومسار السياسة النقدية.

[39] الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، قانون رقم 25-17 مؤرخ في 14 ديسمبر 2025، يتضمن قانون المالية لسنة 2026، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 88، 31 ديسمبر 2025، المادة 156. ص72

استندت الدراسة في احتساب سقف التسبيق الممكن للخزينة العمومية إلى المادة 156 من قانون المالية لسنة 2026، المعدلة للمادة 48 من القانون النقدي والمصرفي رقم 23–09، والتي سمحت لبنك الجزائر بمنح الخزينة تسبيقات في الحساب الجاري، في حدود مبلغ أقصى يعادل 20% من الموارد الميزانياتية للدولة المثبتة خلال السنة المالية السابقة. وبناء على ذلك، تم احتساب سقف التسبيق الممكن للخزينة العمومية اعتمادا على تقديرات الإيرادات الميزانياتية الواردة في قوانين المالية 2025 و2026، وفق العلاقة الآتية:

سقف التسبيق للسنة (t)= تقديرات الإيرادات الميزانياتية للسنة السابقة(t-1) ×20%

وبهدف توضيح طريقة الوصول إلى قيم سقف التسبيق، تم الاعتماد على تقديرات إيرادات سنة 2025[40] الواردة في قانون المالية لسنة 2025، حيث قدرت الإيرادات الإجمالية للميزانية العامة للدولة بـ 8.523,1 مليار دج. كما تم الاعتماد على تقديرات الإيرادات الميزانياتية لسنتي 2026 و2027 و2028 الواردة في قانون المالية لسنة 2026[41]، والتي بلغت على التوالي 8.009,0 و8.187,2 و8.412,7 مليار دج. أما إيرادات سنة 2029، فقد تم تقديرها اعتمادا على متوسط معدل نمو الإيرادات الميزانياتية خلال الفترة 2026–2028، والمقدر بـ 2,49%، وذلك لاستكمال المسار الاستشرافي إلى غاية سنة 2030.

الجدول رقم (3–17): تقدير سقف التسبيقات الممكنة للخزينة العمومية وفق قاعدة 20% من الإيرادات الميزانياتية التقديرية

سنة تقديرات الإيرادات المرجعية	تقديرات الإيرادات الميزانياتية، مليار دج	سنة سقف التسبيق	طريقة الحساب	سقف التسبيق للخزينة، مليار دج
2025	8.523,1	2026	8.523,1 × 20%	1.704,6
2026	8.009,0	2027	8.009,0 × 20%	1.601,8
2027	8.187,2	2028	8.187,2 × 20%	1.637,4
2028	8.412,7	2029	8.412,7 × 20%	1.682,5
2029	8.623,0	2030	8.623,0 × 20%	1.724,6

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقديرات الإيرادات الميزانياتية الواردة في قانون المالية لسنة 2025 وقانون المالية لسنة 2026، مع احتساب سقف التسبيق للخزينة العمومية وفق قاعدة 20% من الموارد الميزانياتية للسنة السابقة، طبقا للمادة 156 من قانون المالية لسنة 2026.

[40] الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، قانون رقم 24-08 مؤرخ في 24 نوفمبر 2024، يتضمن قانون المالية لسنة 2025، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 84، الصادر في 26 ديسمبر 2024، حالة «أ» الخاصة بالإيرادات.

[41] الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، قانون رقم 25-17 مؤرخ في 14 ديسمبر 2025، يتضمن قانون المالية لسنة 2026، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 88، الصادر في 31 ديسمبر 2025، حالة «أ» الخاصة بالإيرادات.

3. طريقة قراءة نتائج السيناريوهات

تقرأ نتائج السيناريوهات في هذه الدراسة باعتبارها فروقا نسبية بين المسار الشرطي والمسار المرجعي. وبالنسبة للمتغيرات اللوغاريتمية، تم حساب الأثر النسبي باستعمال الفرق اللوغاريتمي، أي:

$$\text{Effet}(\%) = 100 \times (e^{y_{\text{scenario}} - y_{\text{reference}}} - 1)$$

أما بالنسبة للمتغيرات غير اللوغاريتمية مثل معدل التضخم أو بعض معدلات السياسة النقدية، فقد تم اعتماد القراءة النسبية أو قراءة الفروقات حسب طبيعة المتغير.

وتجدر الإشارة إلى أن هذه الطريقة أكثر ملاءمة من المقارنة المباشرة بين القيم اللوغاريتمية، لأنها تسمح بتحويل الفروق إلى نسب قابلة للتفسير اقتصاديا. كما أن النتائج يجب أن تقرأ باعتبارها اتجاهات مقارنة وليست توقعات دقيقة، خاصة بسبب اتساع فواصل الثقة في الأفق الطويل.

المطلب الثاني: تحليل سيناريوهات برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) حسب القنوات

بعد تحديد منهجية بناء السيناريوهات الاستشرافية، يتم في هذا المطلب تحليل أثر سيناريوهات برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR)عبر قنوات الانتقال الأربع: قناة الائتمان المصرفي، قناة السيولة المصرفية، قناة سعر الفائدة الحقيقي، وقناة سعر الصرف والأسعار. ويهدف هذا التحليل إلى معرفة ما إذا كان توسيع برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) أو سحبه يؤدي إلى تغيرات معتبرة في المسارات المستقبلية للناتج الحقيقي أو الأسعار مقارنة بسيناريو المرجع.

وقد تم بناء ثلاث مسارات أساسية: المسار المرجعي، وسيناريو توسع برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR)، وسيناريو التراجع أو السحب. ويمثل المسار المرجعي الحالة التي لا يتم فيها إدخال صدمة إضافية في (PSR)، بينما يمثل سيناريو التوسع حالة استمرار دعم إعادة التمويل لمدة ثماني ثلاثيات، ويمثل سيناريو السحب حالة عكسية تقوم على تقليص برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) بنفس المدة.

الجدول رقم (3–18): أثر سيناريوهات برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) على المتغير الهدف في أفق 2030 مقارنة بسيناريو المرجع

القناة	المتغير الهدف	قيمة المرجع في 2030	أثر توسع PSR مقارنة بالمرجع	أثر السحب مقارنة بالمرجع
قناة الائتمان المصرفي	الناتج الحقيقي	3863.4	+1.590%	-1.565%
قناة السيولة المصرفية	الناتج الحقيقي	3096.0	+21.726%	-17.848%
قناة سعر الفائدة الحقيقي	الناتج الحقيقي	3239.7	+14.270%	-12.488%
قناة سعر الصرف	CPI	0.0402	+0.001%	-0.001%

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات المحاكاة الاستشرافية لنماذج VAR حسب قنوات الانتقال، باستعمال برنامج R، في إطار سيناريوهَي توسع وسحب برنامج إعادة التمويل الخاص PSR مقارنة بسيناريو المرجع.

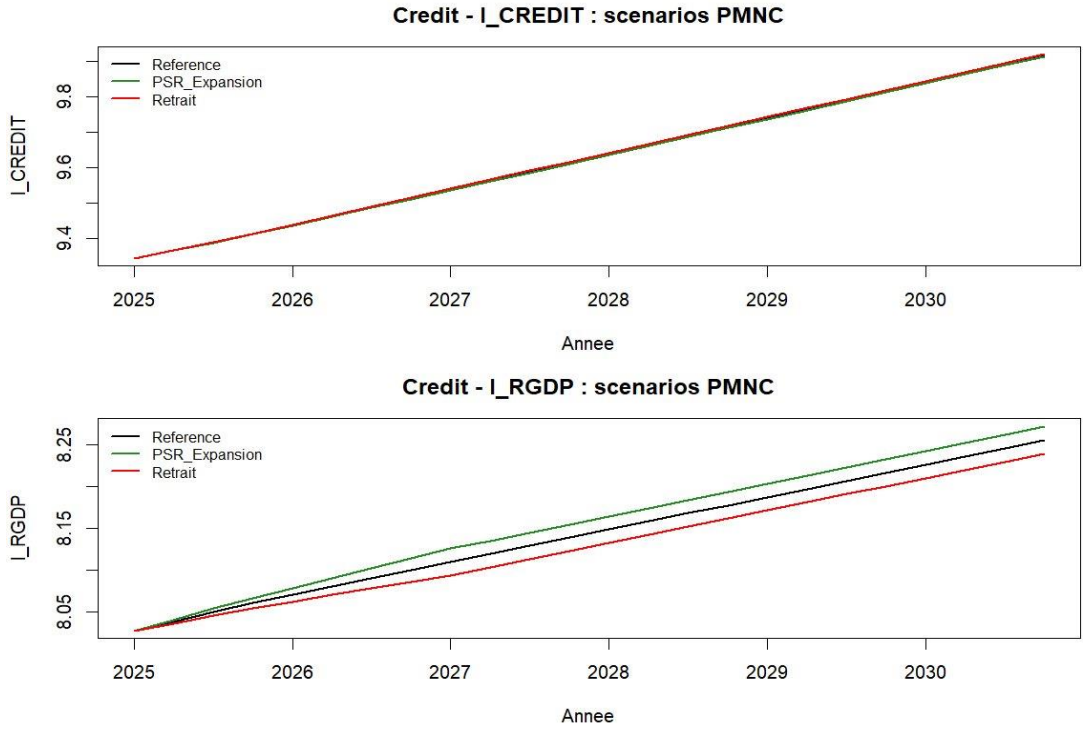
1. أثر سيناريوهات برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) عبر قناة الائتمان المصرفي

تظهر نتائج قناة الائتمان المصرفي أن أثر سيناريوهات برنامج إعادة التمويل الخاص(PSR) ، ضمن الإطار الاستشرافي لاستخدام أدوات السياسة النقدية غير التقليدية (PMNC) في الجزائر، يبقى محدودا على الناتج الحقيقي مقارنة بباقي قنوات الانتقال. ففي أفق سنة 2030، يؤدي سيناريو توسع (PSR) إلى ارتفاع الناتج الحقيقي بنسبة (+1.590%) مقارنة بالمسار المرجعي، في حين يؤدي سيناريو السحب أو التراجع إلى انخفاضه بنسبة.(-1.565%)

وتشير هذه النتائج إلى أن قناة الائتمان المصرفي تستجيب لاتجاه الصدمة، حيث يكون الأثر موجبًا في حالة التوسع وسالبًا في حالة السحب، إلا أن حجم الاستجابة يبقى ضعيفًا نسبيًا. ويتوافق ذلك مع نتائج تحليل تفكيك تباين الخطأ، التي أظهرت أن مساهمة (PSR) في تفسير ديناميكية الناتج الحقيقي عبر قناة الائتمان المصرفي لا تتجاوز .(0.93%)

واقتصاديا، يمكن تفسير هذه المحدودية بأن دعم إعادة التمويل لا يتحول تلقائيًا إلى توسع معتبر في القروض المصرفية، لأن قرار منح القروض يخضع لعوامل أخرى تتعلق بالمخاطر، والضمانات، والطلب الفعلي على التمويل، وسياسات البنوك الائتمانية. وعليه، فإن (PSR)، رغم دوره في دعم السيولة المصرفية، لا يكفي وحده لتفعيل قناة الائتمان ما لم تتوفر شروط تحويل السيولة إلى تمويل منتج موجه للنشاط الاقتصادي الحقيقي.

الشكل رقم (3–25): أثر سيناريوهات برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) ضمن الإطار الاستشرافي لاستخدام أدوات السياسة النقدية غير التقليدية (PMNC) في الجزائر عبر قناة الائتمان المصرفي



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات المحاكاة الاستشرافية لنموذج (VAR) لقناة الائتمان المصرفي باستعمال برنامج R، في إطار سيناريوهَي توسع وسحب برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) مقارنة بسيناريو المرجع.

2. أثر سيناريوهات برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) عبر قناة السيولة المصرفية

تظهر نتائج قناة السيولة المصرفية أنها من أكثر القنوات حساسية لسيناريوهات برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) .ففي أفق سنة 2030، يؤدي سيناريو التوسع إلى أثر موجب قوي على الناتج الحقيقي، حيث يبلغ الفرق مقارنة بالمسار المرجعي حوالي (+21.726%) ، في حين يؤدي سيناريو السحب إلى أثر سلبي واضح يقدر بنحو.(-17.848%)

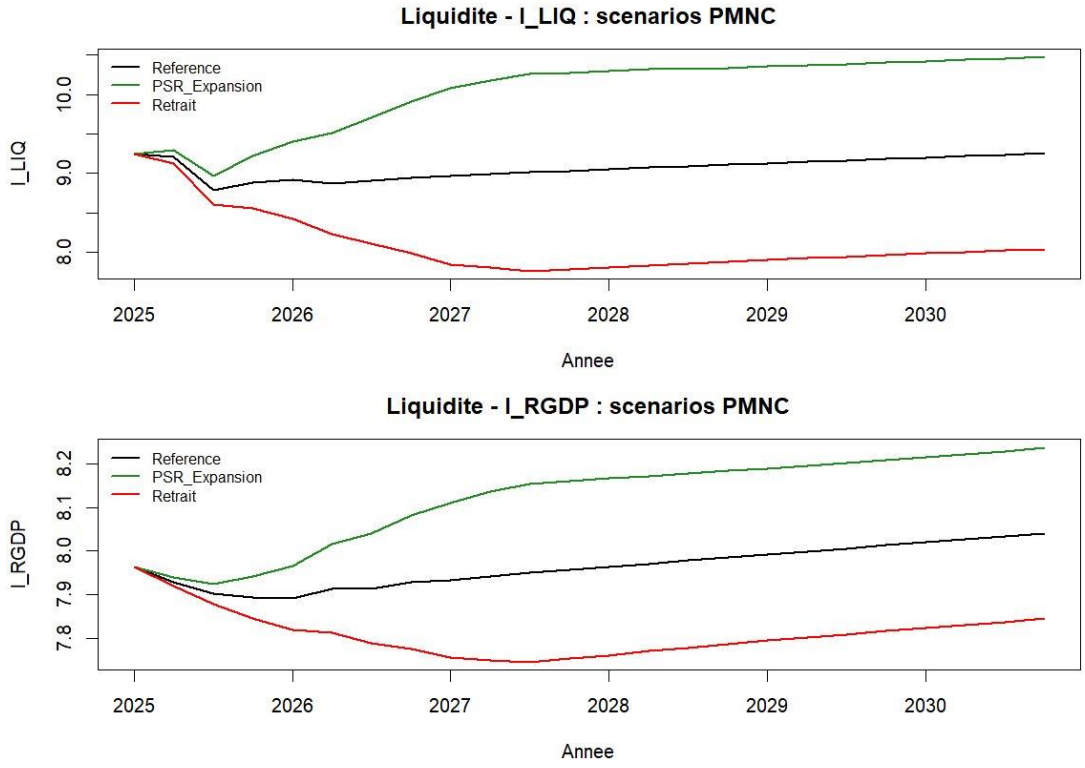
وتؤكد هذه النتيجة أن أثر (PSR) ينتقل أساسا عبر قناة السيولة، بحكم أن البرنامج يقوم على دعم قدرة الجهاز المصرفي على الحصول على التمويل وإعادة التمويل. لذلك يظهر أثره في هذه القناة بصورة أقوى مقارنة بقناة الائتمان المصرفي، كما يعكس الفرق الواضح بين سيناريو التوسع وسيناريو السحب أهمية استمرارية دعم السيولة في التأثير على المسار المتوسط الأجل للنشاط الاقتصادي.

غير أن هذه النتائج يجب أن تُقرأ بحذر، لأنها لا تمثل توقعًا قطعيًا لمستوى الناتج في سنة 2030، بل تعبر عن مسار شرطي مقارنة بالمسار المرجعي داخل النموذج. كما أن اتساع فواصل الثقة في الأفق

الطويل يجعل الدلالة الأساسية للنتيجة مرتبطة بحساسية قناة السيولة تجاه تغير (PSR) ، أكثر من ارتباطها بتقدير دقيق لحجم الأثر المستقبلي.

واقتصاديا، تعكس هذه النتيجة أن تحسين السيولة البنكية قد يدعم استمرارية التمويل، ويخفف الضغوط على البنوك، ويحسن شروط النشاط الاقتصادي. غير أن فعالية هذا الأثر تبقى مشروطة بقدرة الجهاز المصرفي على تحويل السيولة المتاحة إلى تمويل منتج موجه للاستثمار والإنتاج، حتى لا يبقى أثرها محصورًا داخل القطاع المصرفي.

الشكل رقم (3–26): أثر سيناريوهات برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) ضمن الإطار الاستشرافي لاستخدام أدوات السياسة النقدية غير التقليدية (PMNC) في الجزائر عبر قناة السيولة المصرفية



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات المحاكاة الاستشرافية لنموذج (VAR) لقناة السيولة المصرفية باستعمال برنامج R، في إطار سيناريوهَي توسع وسحب برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) مقارنة بسيناريو المرجع.

3. أثر سيناريوهات برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) عبر قناة سعر الفائدة الحقيقي

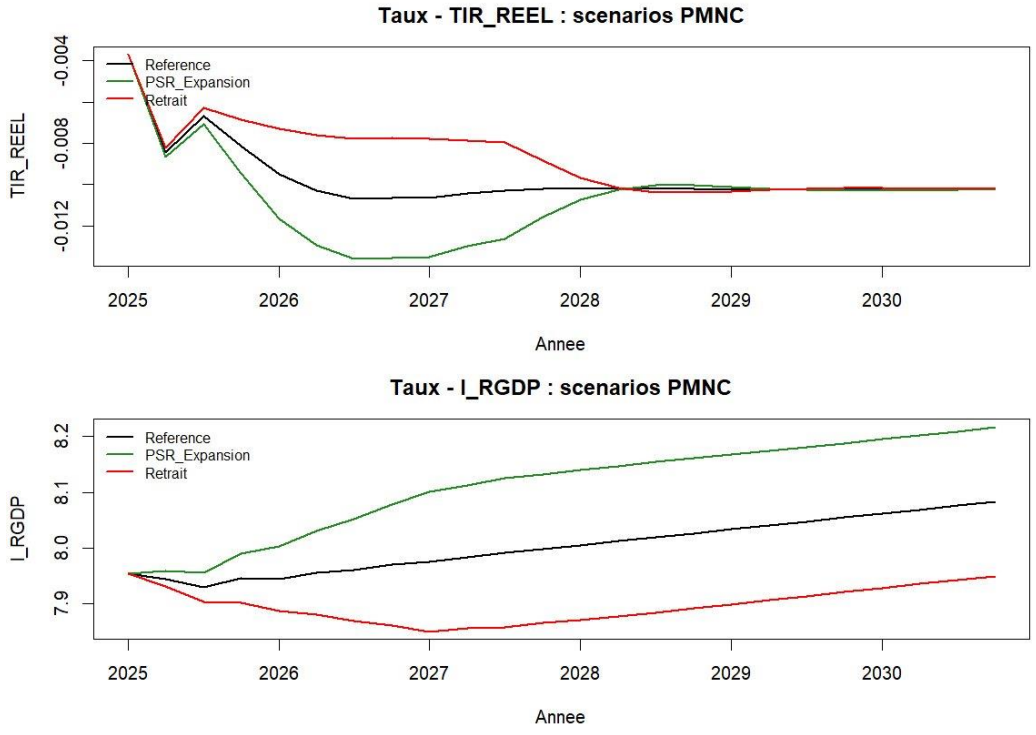
تُظهر نتائج قناة سعر الفائدة الحقيقي استجابة معتبرة لسيناريوهات برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) . ففي أفق سنة 2030، يؤدي سيناريو التوسع إلى ارتفاع الناتج الحقيقي بنسبة (+14.270%) مقارنة بالمسار المرجعي، في حين يؤدي سيناريو السحب إلى انخفاضه بنسبة (−12.488%).

وتتوافق هذه النتيجة مع نتائج تحليل تفكيك تباين الخطأ، التي أظهرت أن مساهمة برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) في تفسير ديناميكية الناتج الحقيقي عبر هذه القناة بلغت حوالي.(9.71%)

وتشير هذه النتائج إلى أن أثر (PSR) لا يقتصر على دعم السيولة المصرفية، بل يمتد أيضًا إلى شروط التمويل الحقيقية. فاستمرار إعادة التمويل يمكن أن يخفف الضغوط على تكلفة التمويل، ويحسن قدرة البنوك على توفير التمويل بشروط أقل تقييدًا، بما يدعم انتقال الأثر إلى النشاط الاقتصادي. ومن ثم، تمثل قناة سعر الفائدة الحقيقي قناة مكملة لقناة السيولة في نقل أثر أدوات السياسة النقدية غير التقليدية إلى الناتج الحقيقي.

غير أن تفسير هذه القناة في الحالة الجزائرية يتطلب مراعاة خصوصية النظام المصرفي، إذ إن انتقال أثر السيولة إلى أسعار الفائدة الحقيقية قد لا يكون كاملًا أو فوريًا، بسبب طبيعة تحديد أسعار الفائدة، ودور البنوك العمومية، ومحدودية عمق السوق المالي. لذلك، لا تعني النتيجة أن برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) يغير سعر الفائدة الحقيقي بصورة مباشرة وكاملة، بل تعني أن هذه القناة تلتقط جزءًا مهمًا من أثر تغير شروط التمويل على المسار الديناميكي للناتج الحقيقي.

الشكل رقم (3–27): أثر سيناريوهات برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) ضمن الإطار الاستشرافي لاستخدام أدوات السياسة النقدية غير التقليدية (PMNC) في الجزائر عبر سعر الفائدة الحقيقي



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات المحاكاة الاستشرافية لنموذج (VAR) لقناة سعر الفائدة الحقيقي باستعمال برنامج R، في إطار سيناريوهَي توسع وسحب برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) مقارنة بسيناريو المرجع.

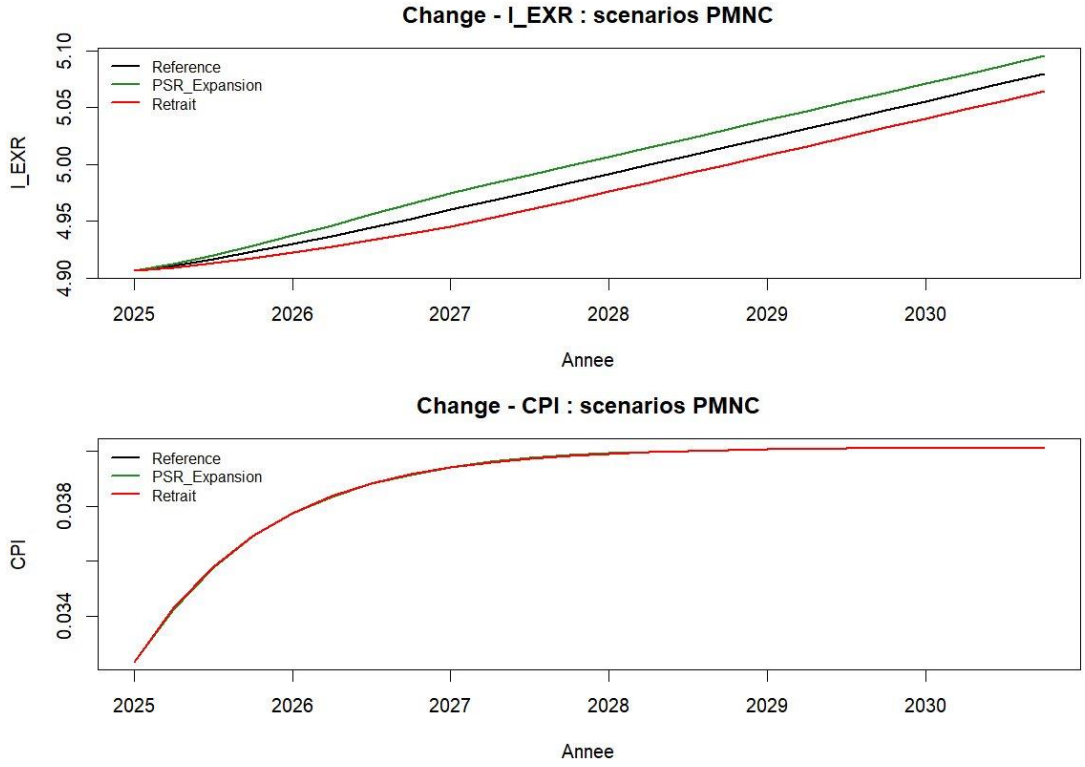
4. أثر سيناريوهات برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) عبر قناة سعر الصرف والأسعار

تظهر نتائج قناة سعر الصرف والأسعار أن أثر سيناريوهات برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) على التضخم يبقى شبه معدوم في أفق سنة 2030. فقد بلغ أثر سيناريو التوسع حوالي (+0.001%) مقارنة بالمسار المرجعي، في حين بلغ أثر سيناريو السحب نحو (−0.001%). ويعني ذلك أن هذه القناة لا تمثل المسار الأساسي لانتقال أثر (PSR) إلى الأسعار في النموذج الاستشرافي المعتمد.

وتنسجم هذه النتيجة مع نتائج تحليل تفكيك تباين الخطأ، التي أظهرت أن مساهمة برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) في تفسير ديناميكية مؤشر الأسعار عبر قناة سعر الصرف بلغت حوالي (4.60%)، وهي مساهمة أقل من تلك المسجلة في قناة السيولة المصرفية وقناة سعر الفائدة الحقيقي. كما يمكن تفسير هذا الضعف بكون برنامج إعادة التمويل الخاص موجها أساسا لدعم السيولة وإعادة التمويل داخل الجهاز المصرفي، أكثر من كونه أداة تحدث أثرا مباشرا وفوريا على الأسعار عبر سعر الصرف.

غير أن محدودية الأثر المسجل لا تعني غياب المخاطر التضخمية بشكل مطلق، إذ قد تظهر هذه المخاطر عبر قنوات أخرى أو في ظل ظروف اقتصادية مختلفة، مثل تراجع الموارد النفطية، ضعف العرض المحلي، ارتفاع الواردات، أو تغير توجهات سياسة الصرف. لذلك، ينبغي قراءة هذه النتيجة في حدود النموذج والفرضيات المعتمدة، باعتبارها دالة على ضعف انتقال برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) عبر قناة سعر الصرف والأسعار، وليس نفيا نهائيا لإمكانية ظهور آثار تضخمية في سياقات أخرى.

الشكل رقم (3–28): أثر سيناريوهات برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) ضمن الإطار الاستشرافي لاستخدام أدوات السياسة النقدية غير التقليدية (PMNC) في الجزائر عبر قناة سعر الصرف



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات المحاكاة الاستشرافية لنموذج VAR لقناة سعر الصرف والأسعار باستعمال برنامج R، في إطار سيناريوهَي توسع وسحب برنامج إعادة التمويل الخاص PSR مقارنة بسيناريو المرجع.

5. المقارنة العامة بين سيناريوهات برنامج إعادة التمويل الخاص(PSR)

تكشف المقارنة بين قنوات الانتقال أن أثر برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) لا يتوزع بالدرجة نفسها عبر مختلف القنوات فقد ظهر الأثر الأكبر في قناة السيولة المصرفية، تليها قناة سعر الفائدة الحقيقي، ثم قناة الائتمان المصرفي، في حين بقي أثره على الأسعار عبر قناة سعر الصرف محدودًا جدًا. ويعكس هذا الترتيب طبيعة (PSR) باعتباره أداة موجهة أساسًا لدعم السيولة وإعادة التمويل داخل الجهاز المصرفي، أكثر من كونه أداة ذات أثر مباشر على الأسعار أو سعر الصرف.

ففي سيناريو التوسع، بلغ الأثر على الناتج الحقيقي في أفق سنة 2030 حوالي (+21.726%) عبر قناة السيولة المصرفية، و(+14.270%) عبر قناة سعر الفائدة الحقيقي، مقابل أثر أكثر محدودية عبر قناة الائتمان المصرفي بلغ (+1.590%). أما عبر قناة سعر الصرف والأسعار، فقد كان الأثر على التضخم شبه معدوم، في حدود(+0.001%) .

وفي المقابل، أظهر سيناريو السحب ترتيبًا مشابهًا من حيث شدة الأثر، حيث سجلت قناة السيولة المصرفية أكبر أثر سلبي بلغ (−17.848%)، تلتها قناة سعر الفائدة الحقيقي بنسبة (−12.488%)، ثم قناة الائتمان المصرفي بنسبة (−1.565%)، بينما ظل الأثر عبر قناة سعر الصرف والأسعار ضعيفًا جدًا في حدود-0.001%).

وتدل هذه النتائج على أن سحب برنامج إعادة التمويل الخاص قد يترتب عنه أثر سلبي واضح على النشاط الاقتصادي إذا تم بصورة سريعة أو دون توفير بدائل تمويلية مناسبة، خاصة عبر قناتي السيولة المصرفية وسعر الفائدة الحقيقي. وفي المقابل، يمكن أن يساهم توسع برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) في دعم الناتج الحقيقي إذا تم توجيهه نحو تعزيز السيولة المصرفية وتحسين شروط التمويل، غير أن انتقال هذا الأثر إلى قناة الائتمان يبقى مشروطًا بقدرة البنوك على تحويل السيولة المتاحة إلى قروض منتجة واستثمارات فعلية.

وعليه، تشير المقارنة العامة إلى أن فعالية برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) في الحالة الجزائرية ترتبط أساسا بالقنوات النقدية والتمويلية الداخلية، ولا سيما السيولة المصرفية وشروط التمويل، بينما تبقى قناة الائتمان المباشر وقناة الأسعار أقل استجابة. وتبرز هذه النتيجة أهمية مرافقة أي توسع في أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بسياسات تعزز توجيه التمويل نحو القطاعات المنتجة، بما يسمح بتحويل الدعم السيولي إلى أثر حقيقي ومستدام على النشاط الاقتصادي.

المطلب الثالث: سيناريو الاحتياطي الإجباري ودوره في ضبط السيولة

1. مبررات إدراج الاحتياطي الإجباري في النموذج الموسع

إلى جانب أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، تم إدراج الاحتياطي الإجباري (RR) في نموذج موسع بهدف اختبار دوره المحتمل في ضبط السيولة المصرفية، ومقارنة أثره بأثر كل من التمويل غير التقليدي (FNC) وبرنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) ورغم أن الاحتياطي الإجباري يعد من الأدوات التقليدية للسياسة النقدية، فإن إدراجه في هذه الدراسة يكتسي أهمية خاصة، لأنه يسمح بتحليل كيفية تفاعل الأدوات التقليدية وغير التقليدية داخل النظام المصرفي الجزائري، خاصة في ظل الحاجة إلى إدارة السيولة الناتجة عن استعمال أدوات تمويلية استثنائية.

ويمثل الاحتياطي الإجباري نسبة من ودائع البنوك التي تلتزم هذه الأخيرة بإيداعها لدى البنك المركزي. وعليه، فإن رفع هذه النسبة يؤدي عادة إلى تقييد جزء من السيولة المتاحة لدى البنوك، في حين يؤدي خفضها إلى تحرير جزء من الموارد القابلة للتوظيف. ومن هذا المنطلق، يمكن أن يؤدي الاحتياطي الإجباري

دورًا مكملًا في السياسة النقدية، إما من خلال دعم السيولة في فترات التشدد عبر خفضه، أو من خلال امتصاص فائض السيولة في حالة التوسع النقدي عبر رفعه.

وتكمن أهمية إدراج هذا المتغير في أنه يسمح بتحليل ما إذا كان ضبط السيولة يتم أساسا من خلال أدوات مثل (FNC) و(PSR)، أم أن الأدوات التقليدية ما تزال قادرة على أداء دور مكمل في إدارة السيولة. كما أن إدراج (RR) يساعد على بناء سيناريوهات استشرافية تتعلق بخفضه أو رفعه، من أجل اختبار أثر ذلك على السيولة المصرفية والناتج الحقيقي.

غير أن قراءة نتائج هذا النموذج يجب أن تتم بحذر، لأن الاحتياطي الإجباري لا يؤثر في الاقتصاد بطريقة آلية وموحدة في كل الظروف. فقد يؤدي خفضه إلى تحرير جزء من السيولة، لكنه لا يضمن بالضرورة توسع الائتمان أو ارتفاع الناتج إذا لم يكن الطلب على التمويل كافيًا، أو إذا فضلت البنوك الاحتفاظ بالسيولة. كما قد يؤدي رفعه إلى امتصاص جزء من السيولة، لكنه قد يكون مفيدًا إذا كان الهدف هو ضبط فائض السيولة والحد من الضغوط التضخمية المحتملة.

2. توصيف النموذج الموسع واختبارات صلاحيته

تم تقدير النموذج الموسع بالاعتماد على خمس متغيرات داخلية، وهي: التمويل غير التقليدي(FNC) ، برنامج إعادة التمويل الخاص(PSR) ، الاحتياطي الإجباري(RR) ، السيولة المصرفية(l_LIQ) ، والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي(l_RGDP).

وتم اعتماد درجة إبطاء واحدة في هذا النموذج، مع تحقق شرط الاستقرار وغياب الارتباط الذاتي الجوهري في البواقي، حيث بلغت قيمة احتمال اختبار (Portmanteau) حوالي (0.2052)، وهي قيمة تفوق مستوى المعنوية المعتمد، مما يسمح بقبول فرضية عدم وجود ارتباط ذاتي جوهري في بواقي النموذج.

الجدول رقم (3–19): ملخص نموذج الاحتياطي الإجباري الموسع

النموذج	المتغيرات الداخلية	درجة الإبطاء	اختبار Portmanteau	الاستقرار
نموذج الاحتياطي الإجباري الموسع	FNC, PSR, RR, l_LIQ, l_RGDP	1	0.2052	مستقر

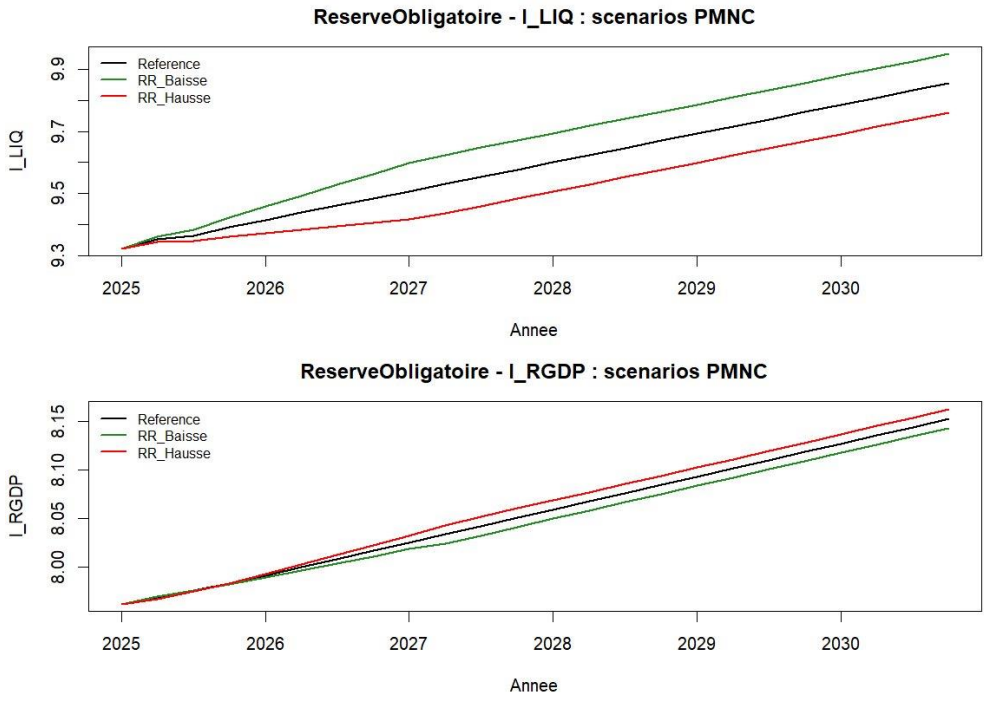
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج R الخاصة بتقدير نموذج VAR الموسع للاحتياطي الإجباري، المعتمد على المتغيرات: FNC، PSR، RR، l_RGDP.

تؤكد هذه النتائج صلاحية النموذج الموسع للاستعمال في بناء سيناريوهات الاحتياطي الإجباري، من خلال اختبار أثر رفعه أو خفضه على السيولة المصرفية والناتج الحقيقي، ومقارنة هذا الأثر بأدوات السياسة النقدية غير التقليدية المعتمدة في الدراسة.

3. سيناريوهات الاحتياطي الإجباري: الخفض والرفع

يتم في هذا الجزء تحليل سيناريوهين بديلين للاحتياطي الإجباري (RR)، يتمثل الأول في خفض نسبته بهدف تحرير جزء من السيولة المصرفية، بينما يتمثل الثاني في رفعه بهدف امتصاص جزء من السيولة المتاحة لدى البنوك. ويسمح هذا التحليل بمقارنة أثر كل سيناريو على كل من السيولة المصرفية (l_LIQ) والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (l_RGDP)، كما يوضحه الشكل رقم (3–29).

الشكل رقم (3–29): السيناريو الاستشرافي للاحتياطي الإجباري



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات المحاكاة الاستشرافية لنموذج VAR الموسع، المعتمد على المتغيرات: FNC، PSR، RR، l_LIQ، l_RGDP، في إطار سيناريوهَي خفض ورفع معدل الاحتياطي الإجباري مقارنة بسيناريو المرجع، باستعمال برنامج R.

- **سيناريو خفض الاحتياطي الإجباري**

يعبر سيناريو خفض الاحتياطي الإجباري عن حالة تحرير جزء من السيولة المحتجزة لدى البنك المركزي، بما يسمح للبنوك، من الناحية النظرية، بزيادة مواردها القابلة للتوظيف. ووفق المنطق الاقتصادي التقليدي، يفترض أن يؤدي خفض الاحتياطي الإجباري إلى دعم السيولة المصرفية، وقد يساهم في تحسين القدرة على التمويل إذا توفرت شروط تحويل هذه السيولة إلى قروض واستثمارات منتجة.

وتظهر نتائج الشكل رقم (3–29) أن خفض الاحتياطي الإجباري يؤدي فعلًا إلى رفع مسار السيولة المصرفية مقارنة بالمسار المرجعي، وهو ما يتوافق مع الأثر النظري المتوقع لهذه الأداة. غير أن أثر هذا السيناريو على الناتج الحقيقي في أفق سنة 2030 جاء سلبيا ومحدودا، حيث بلغ حوالي (−0.946%)

مقارنة بسيناريو المرجع. وتبدو هذه النتيجة، في ظاهرها، مخالفة للتوقع النظري المباشر، لأنها تشير إلى أن تحرير السيولة لم ينعكس تلقائيًا في ارتفاع الناتج الحقيقي.

ويمكن تفسير هذه النتيجة بعدة اعتبارات. أولا، لا يقدم النموذج علاقة سببية ميكانيكية مباشرة، بل يعكس العلاقات الديناميكية التاريخية بين المتغيرات خلال فترة الدراسة. فإذا كان خفض الاحتياطي الإجباري قد ارتبط تاريخيًا بسياقات ضغط أو تباطؤ اقتصادي، فقد يلتقط النموذج هذا الارتباط في نتائج السيناريو. ثانيًا، إن تحرير السيولة لا يعني بالضرورة توسع الائتمان أو ارتفاع الاستثمار، خاصة إذا لم تتوفر طلبات تمويلية كافية أو إذا فضلت البنوك الاحتفاظ بجزء من السيولة. ثالثًا، قد يعكس الأثر السلبي المحدود أن خفض الاحتياطي الإجباري، إذا جاء كاستجابة لوضعية اقتصادية صعبة، لا يكون كافيًا وحده لعكس مسار النشاط الحقيقي.

وعليه، لا ينبغي تفسير هذه النتيجة على أن خفض الاحتياطي الإجباري يضر بالناتج دائمًا، بل على أنها تعكس، في حدود النموذج المعتمد، أن تحرير السيولة وحده لا يكفي لضمان أثر إيجابي على النشاط الحقيقي. وتؤكد هذه النتيجة أن فعالية خفض الاحتياطي الإجباري تبقى مشروطة بوجود سياسات مرافقة قادرة على تحويل السيولة الإضافية إلى ائتمان منتج واستثمار فعلي.

- **سيناريو رفع الاحتياطي الإجباري**

يعبر سيناريو رفع الاحتياطي الإجباري عن حالة تقييد جزء من السيولة المصرفية، من خلال رفع النسبة التي تحتفظ بها البنوك لدى البنك المركزي. ومن الناحية النظرية، يؤدي هذا الإجراء عادة إلى تقليص السيولة القابلة للتوظيف، غير أنه قد يكون مفيدًا في حالة وجود فائض سيولة أو ضغوط تضخمية، لأنه يسمح بامتصاص جزء من السيولة الزائدة والحفاظ على الاستقرار النقدي.

وتظهر نتائج الشكل رقم (3–29) أن رفع الاحتياطي الإجباري يؤدي إلى خفض مسار السيولة المصرفية مقارنة بالمسار المرجعي، وهو ما ينسجم مع المنطق النظري لهذه الأداة. غير أن أثر هذا السيناريو على الناتج الحقيقي في أفق سنة 2030 جاء موجبا ومحدودا، حيث بلغ حوالي (+0.955%) مقارنة بسيناريو المرجع. وتحتاج هذه النتيجة إلى تفسير حذر، لأنها لا تعني أن رفع الاحتياطي الإجباري يحفز النمو دائمًا، بل قد تعكس أن ضبط السيولة في بعض الفترات يساهم في تحسين الاستقرار النقدي وتقليل الاختلالات، بما يدعم النشاط الاقتصادي بطريقة غير مباشرة.

ويمكن قراءة هذه النتيجة في ضوء خصوصية الاقتصاد الجزائري، حيث لا تكون العلاقة بين السيولة والنمو دائمًا علاقة خطية موجبة. فقد يؤدي فائض السيولة غير الموجه إلى ضغوط تضخمية أو إلى استعمالات غير منتجة، بينما يمكن أن يسهم ضبط السيولة في تحسين فعالية السياسة النقدية والحفاظ على استقرار

الأسعار. ومن ثم، فإن رفع الاحتياطي الإجباري قد يظهر في النموذج كإجراء داعم للاستقرار النقدي، وليس فقط كإجراء مقيد للتمويل.

غير أن هذا الأثر يبقى محدودًا، ولا ينبغي المبالغة في تفسيره. فالنسبة المسجلة قريبة من (1%)، وهو ما يشير إلى أن الاحتياطي الإجباري يؤدي دورًا تنظيميًا ومساندًا في ضبط السيولة، أكثر من كونه قناة رئيسية لدفع الناتج الحقيقي.

4. مقارنة أثر خفض ورفع الاحتياطي الإجباري

تسمح المقارنة بين سيناريو خفض الاحتياطي الإجباري وسيناريو رفع الاحتياطي الإجباري بتقييم الأثر النسبي لهذه الأداة على ديناميكية الناتج الحقيقي في أفق سنة 2030. ويوضح الجدول رقم (3–20) أن أثر الاحتياطي الإجباري يبقى محدودا في الحالتين، سواء عند خفضه أو رفعه.

الجدول رقم (3–20): أثر سيناريوهات الاحتياطي الإجباري على الناتج الحقيقي في أفق سنة 2030

السيناريو	أثره على السيولة المصرفية مقارنة بالمرجع	أثره على ديناميكية الناتج الحقيقي مقارنة بالمرجع
خفض الاحتياطي الإجباري	+ 9.859%	-0.946%
رفع الاحتياطي الإجباري	-8.975 %	+0.955%

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج R الخاصة بالمحاكاة الاستشرافية لنموذج VAR الموسع للاحتياطي الإجباري، المعتمد على المتغيرات: FNC، PSR، RR، l_LIQ، l_RGDP، في أفق سنة 2030.

توضح نتائج الجدول رقم (3–20) أن أثر الاحتياطي الإجباري على السيولة المصرفية يتماشى مع المنطق النظري المباشر، فخفضه يحرر جزءا من السيولة داخل الجهاز المصرفي، بينما يؤدي رفعه إلى امتصاص جزء منها. غير أن انتقال هذا الأثر إلى الناتج الحقيقي لا يظهر بصورة خطية أو ميكانيكية، إذ لا تعني زيادة السيولة بالضرورة تحسنا مباشرا في النشاط الحقيقي، كما لا يؤدي امتصاص السيولة بالضرورة إلى أثر سلبي واضح على الناتج.

وتحمل هذه النتيجة دلالة مهمة، مفادها أن الاحتياطي الإجباري في الحالة الجزائرية يمثل أداة فعالة لضبط السيولة المصرفية، لكنه لا يمثل بمفرده أداة كافية لتحفيز النمو. ففعالية خفضه تبقى مشروطة بوجود طلب فعلي على القروض، وبقدرة البنوك على توجيه التمويل نحو القطاعات المنتجة. وفي المقابل، يمكن لرفعه، في سياق فائض سيولة أو ضغوط نقدية، أن يساهم في تعزيز الاستقرار النقدي دون أن يؤدي بالضرورة إلى إضعاف النشاط الاقتصادي بصورة مباشرة.

وعليه، ينبغي النظر إلى الاحتياطي الإجباري كأداة داعمة ضمن مزيج أوسع من أدوات السياسة النقدية والائتمانية، لا كأداة مستقلة قادرة وحدها على توجيه مسار الناتج الحقيقي.

5. حدود فعالية الاحتياطي الإجباري كأداة داعمة

تظهر نتائج سيناريوهات الاحتياطي الإجباري أن هذه الأداة ينبغي النظر إليها كأداة داعمة ومرافقة ضمن مزيج أدوات السياسة النقدية، وليست بديلًا مباشرًا عن أدوات السياسة النقدية غير التقليدية أو عن سياسات التمويل المنتج. فهي قادرة على التأثير في السيولة المصرفية، كما يبين اختلاف مسارات السيولة بين سيناريو الخفض والرفع، غير أنها لا تضمن وحدها انتقال هذه السيولة إلى النشاط الحقيقي.

وترتبط فعالية الاحتياطي الإجباري بدرجة كبيرة بوضعية الجهاز المصرفي، وحجم الطلب على التمويل، وجودة المشاريع، وقدرة البنوك على توجيه القروض نحو القطاعات المنتجة. كما أن استعماله يتطلب توازنًا دقيقًا؛ فخفضه المفرط قد يؤدي إلى سيولة غير موجهة، بينما قد يؤدي رفعه المفرط إلى تقييد قدرة البنوك على التمويل. ولذلك، ينبغي توظيفه في إطار سياسة نقدية كلية تراعي تطور التضخم، والسيولة، والائتمان، وسعر الصرف، مع مرافقته بسياسات تعزز تحويل السيولة إلى تمويل منتج يدعم النمو الحقيقي.

المطلب الرابع: سيناريو تسبيقات بنك الجزائر للخزينة العمومية في ضوء تعديل المادة 48 بموجب القانون رقم 23–09

يهدف هذا المطلب إلى تحليل أثر سيناريو التسبيق للخزينة باعتباره أداة تمويلية ذات طبيعة خاصة، تقع بين التسيير الظرفي لاحتياجات الخزينة والتمويل النقدي المستمر. ويتم التمييز في هذا الإطار بين التسبيق المؤقت، الذي يستعمل لفترة محددة ثم يعود إلى الصفر، والتسبيق الدائم، الذي يحافظ على مستوى من التمويل عبر السنوات اللاحقة. ويكتسي هذا التمييز أهمية خاصة لأنه يسمح بتقييم أثر هذه الأداة حسب درجة استمرارها، لا حسب وجودها القانوني فقط.

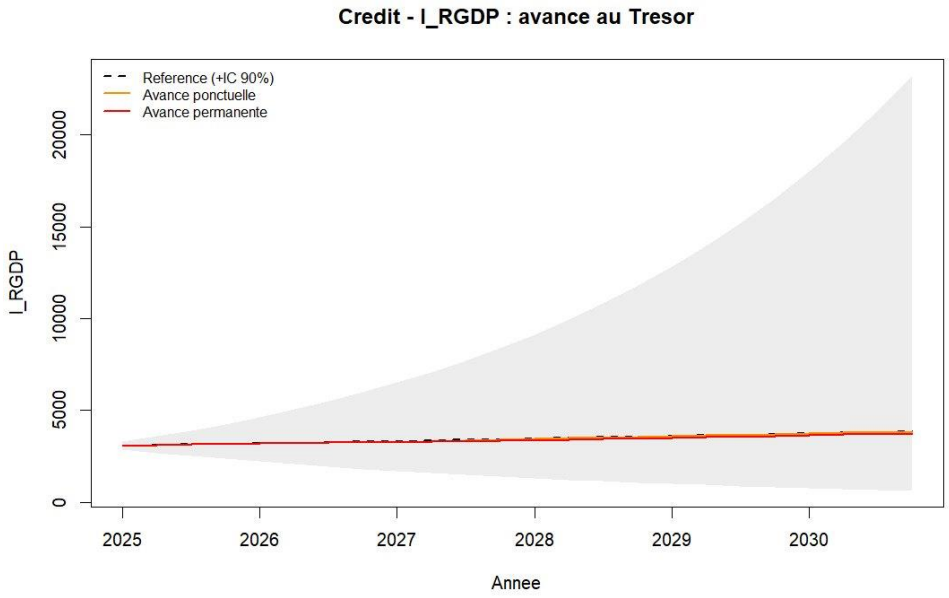
وقد تم بناء سيناريوهات التسبيق للخزينة بالاعتماد على سقف التسبيقات الممكنة المحسوب سابقا في الجدول رقم (3–17)، وفق قاعدة (20%) من الإيرادات الميزانياتية التقديرية للسنة السابقة. وقد بلغ هذا السقف خلال فترة الاستشراف (2026–2030) مستويات معتبرة تراوحت بين (1.601.8) مليار دج و(1.724.6) مليار دج، مما يجعل استعمال هذه الآلية، إذا أصبح متكررًا أو دائمًا، ذا أثر محتمل على السيولة والائتمان والنشاط الاقتصادي.

1. أثر التسبيق عبر قناة الائتمان المصرفي

تظهر نتائج الشكل رقم (3–30) أن أثر التسبيق للخزينة عبر قناة الائتمان المصرفي يبقى قريبا من المسار المرجعي، سواء في حالة التسبيق المؤقت أو التسبيق الدائم. غير أن التسبيق الدائم يظهر أثرا أكثر استمرارا مقارنة بالتسبيق المؤقت، لأنه يحافظ على مستوى من التمويل عبر السنوات، في حين يعود أثر التسبيق المؤقت تدريجيا إلى المسار العادي بعد انتهاء فترة استعماله.

وتشير النتائج المحسوبة في أفق سنة 2030 إلى أن أثر التسبيق الدائم على الناتج الحقيقي بلغ حوالي (−2.605%) مقارنة بالمسار المرجعي، بينما كان أثر التسبيق المؤقت شبه منعدم، إذ بلغ حوالي (−0.001%). وتعد هذه النتيجة مهمة من الناحية السياساتية، لأنها قد تعكس احتمال وجود أثر مزاحمة عبر قناة الائتمان المصرفي إذا تحول التسبيق إلى مصدر تمويل دائم للخزينة، بما قد يضعف توجيه الائتمان نحو النشاط المنتج.

الشكل رقم (3−30): أثر تسبيقات بنك الجزائر للخزينة عبر قناة الائتمان المصرفي



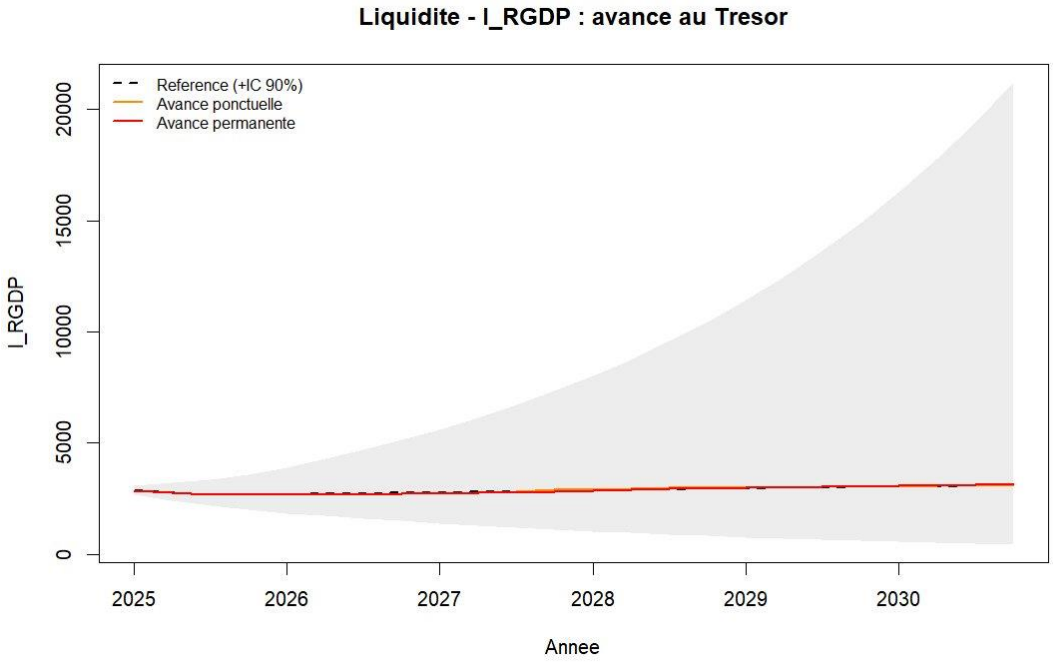
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات المحاكاة الاستشرافية لنموذج (VAR) باستعمال برنامج R، وبناء على سيناريوهي التسبيق المؤقت والدائم المحسوبين وفق سقف 20% من الإيرادات الميزانياتية التقديرية للسنة السابقة، كما هو موضح سابقا في الجدول رقم(3−17)

2. أثر التسبيق عبر قناة السيولة المصرفية

توضح نتائج الشكل رقم (3−31) أن أثر كل من التسبيق المؤقت والتسبيق الدائم عبر قناة السيولة المصرفية يتحرك بالقرب من المسار المرجعي، مع تسجيل أثر موجب محدود، خاصة في حالة التسبيق الدائم. وتشير النتائج المحسوبة في أفق سنة 2030 إلى أن أثر التسبيق الدائم على الناتج الحقيقي بلغ حوالي (+1.648%) مقارنة بالمسار المرجعي، في حين بلغ أثر التسبيق المؤقت حوالي(+0.361%) .

وتدل هذه النتيجة على أن التسبيق قد يساهم في دعم السيولة العامة داخل الاقتصاد، لا سيما عندما يترجم إلى إنفاق عمومي أو إلى تسوية مستحقات قائمة. غير أن محدودية الفارق بين المسارات تشير إلى أن هذا الأثر يبقى ضعيفا نسبيا، ولا يكفي وحده لتبرير الاستعمال الدائم للتسبيق، ما لم يرتبط بتوجيه الموارد نحو تمويل منتج يدعم الاستثمار والإنتاج الحقيقي.

الشكل رقم (3-31): أثر التسبيق للخزينة عبر قناة السيولة المصرفية



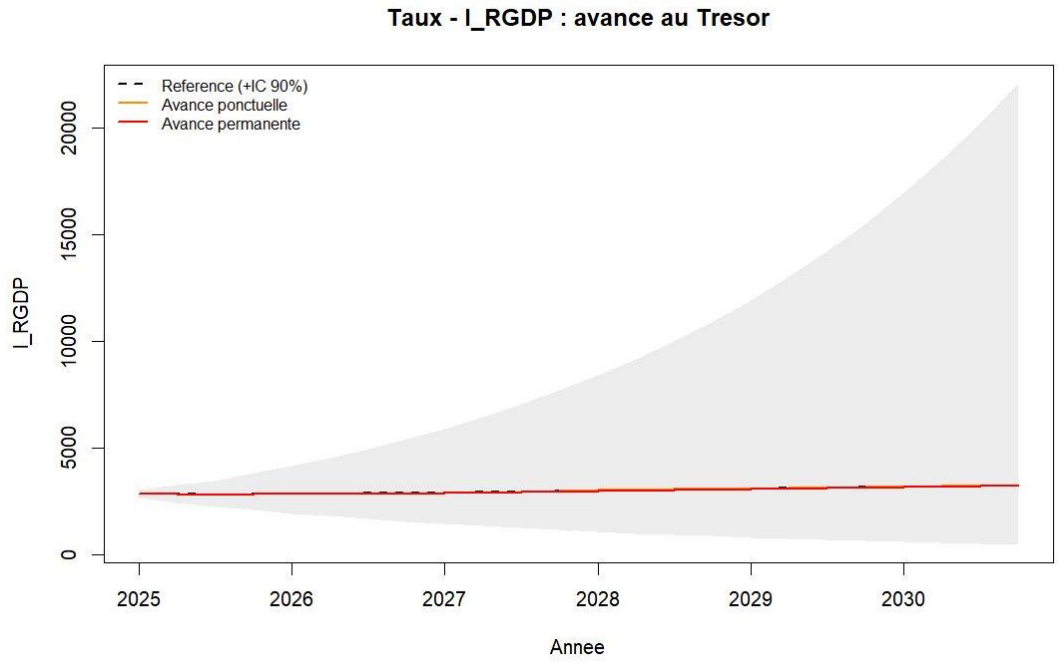
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات المحاكاة الاستشرافية لنموذج (VAR) باستعمال برنامج R، وبناء على سيناريوهي التسبيق المؤقت والدائم المحسوبين وفق سقف 20% من الإيرادات الميزانياتية التقديرية للسنة السابقة، كما هو موضح سابقا في الجدول رقم(3-17)

3. أثر التسبيق عبر قناة سعر الفائدة الحقيقي

تبين نتائج الشكل رقم (3-32) أن أثر كل من التسبيق المؤقت والتسبيق الدائم عبر قناة سعر الفائدة الحقيقي يبقى ضعيفا جدا وقريبا من المسار المرجعي. وتشير النتائج المحسوبة في أفق سنة 2030 إلى أن أثر التسبيق الدائم بلغ حوالي (-0.208%) مقارنة بالمسار المرجعي، في حين بلغ أثر التسبيق المؤقت حوالي(+0.073%) .

ويعني ذلك أن قناة سعر الفائدة الحقيقي لا تمثل المسار الأساسي لانتقال أثر التسبيق للخزينة، لأن هذه الأداة ترتبط أساسا بتمويل الخزينة العمومية، ولا تعمل مباشرة من خلال آلية تكلفة التمويل الحقيقية. كما أن خصوصية النظام المصرفي الجزائري، من حيث ضعف مرونة أسعار الفائدة وبطء انتقال الإشارات النقدية، قد تجعل انتقال أثر التسبيق إلى أسعار الفائدة محدودا أو غير فوري.

الشكل رقم (3-32): أثر التسبيق للخزينة عبر قناة سعر الفائدة الحقيقي



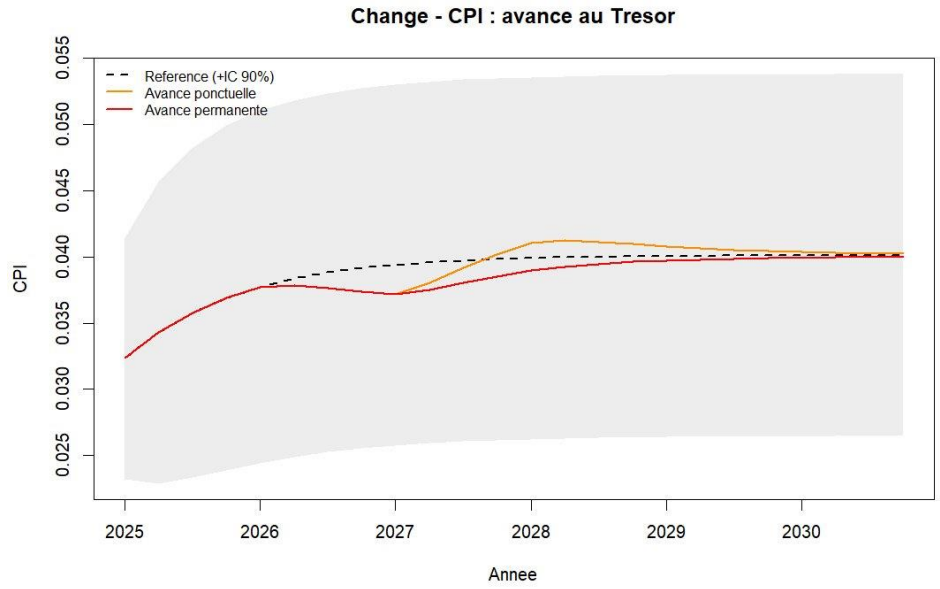
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات المحاكاة الاستشرافية لنموذج (VAR) باستعمال برنامج R، وبناء على سيناريوهي التسبيق المؤقت والدائم المحسوبين وفق سقف 20% من الإيرادات الميزانياتية التقديرية للسنة السابقة، كما هو موضح سابقا في الجدول رقم(3–17)

4. أثر التسبيق عبر قناة سعر الصرف والأسعار

تظهر نتائج الشكل رقم (3–33) أن أثر التسبيق المؤقت والتسبيق الدائم على التضخم يبقى محدودًا وقريبًا من المسار المرجعي. وقد بلغ أثر التسبيق الدائم حوالي (−0.313%) في أفق سنة 2030 مقارنة بالمرجع، بينما التسبيق المؤقت (+0.251%).

ولا ينبغي تفسير هاتين النتيجتين على أن التسبيق يخفض التضخم أو يرفعه بصورة مباشرة، بل ينبغي قراءتهما باعتبارهما مؤشرا على ضعف انتقال أثر التسبيقات عبر قناة سعر الصرف والأسعار داخل النموذج. أما المخاطر التضخمية المحتملة، فقد تظهر عبر قنوات أخرى، خاصة إذا تحول التسبيق إلى آلية دائمة لتمويل العجز دون أن يقابله ارتفاع في الإنتاج الحقيقي.

الشكل رقم (3–33): أثر التسبيق للخزينة عبر قناة سعر الصرف والأسعار



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات المحاكاة الاستشرافية لنموذج (VAR) باستعمال برنامج R، وبناء على سيناريوهي التسبيق المؤقت والدائم المحسوبين وفق سقف 20% من الإيرادات الميزانياتية التقديرية للسنة السابقة، كما هو موضح سابقا في الجدول رقم(3–17)

5. المقارنة بين أثر التسبيق المؤقت والتسبيق الدائم

توضح المقارنة بين القنوات أن أثر التسبيق الدائم للخزينة يختلف حسب قناة الانتقال. فهو سلبي عبر قناة الائتمان المصرفي، وموجب محدود عبر قناة السيولة المصرفية، وضعيف جدا عبر قناة سعر الفائدة الحقيقي وقناة سعر الصرف والأسعار.

الجدول رقم (3–21): أثر التسبيق الدائم والمؤقت للخزينة على المتغير الهدف في أفق سنة 2030 مقارنة بالمسار المرجعي

القناة	المتغير الهدف	أثر التسبيق الدائم مقارنة بالمرجع	أثر التسبيق المؤقت مقارنة بالمرجع
قناة الائتمان المصرفي	الناتج الحقيقي	-2.605%	-0.001%
قناة السيولة المصرفية	الناتج الحقيقي	+1.648%	+0.361%
قناة سعر الفائدة الحقيقي	الناتج الحقيقي	-0.208%	+0.073%
قناة سعر الصرف والأسعار	معدل التضخم	-0.313%	+0.251%

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات المحاكاة الاستشرافية لنموذج (VAR) باستعمال برنامج (R)، وعلى سقف التسبيقات الممكنة للخزينة العمومية المعروض سابقًا في الجدول رقم (3–17)

تعد نتيجة قناة الائتمان المصرفي الأكثر أهمية من الناحية السياساتية، لأنها تكشف أن الاستعمال الدائم للتسبيق قد يرتبط بأثر مزاحمة محتمل يضعف التمويل الموجه للنشاط المنتج، إذ بلغ أثر التسبيق الدائم على الناتج الحقيقي عبر هذه القناة حوالي (−2.605%) مقارنة بالمسار المرجعي، في مقابل أثر شبه منعدم للتسبيق المؤقت بلغ حوالي (−0.001%). أما الأثر الموجب عبر قناة السيولة المصرفية، فيوضح أن التسبيق قد يساهم في دعم السيولة العامة داخل الاقتصاد، خاصة في حالة الاستعمال الدائم، غير أن هذا الدعم لا يضمن بالضرورة انتقال السيولة إلى الائتمان والاستثمار المنتج.

وعليه، فإن الدلالة الأساسية لهذه النتائج هي أن التسبيق للخزينة يمكن أن يكون أداة ظرفية لتسيير احتياجات الخزينة، عندما يكون مؤقتا ومحدودا زمنيا، لكنه يصبح أكثر حساسية عندما يتحول إلى آلية دائمة أو متكررة. لذلك، ينبغي أن يبقى استعماله مؤقتا، محدودا بسقف واضح، ومرفقا بإطار مالي يضمن عدم تحوله إلى بديل دائم عن الإصلاحات المالية أو عن تنويع مصادر تمويل الخزينة.

6. الدلالة السياساتية لسيناريو التسبيق للخزينة

تؤكد نتائج سيناريو التسبيق من طرف بنك الجزائر للخزينة العمومية أهمية التمييز بين الاستعمال المؤقت والاستعمال الدائم. فالاستعمال المؤقت يمكن أن يكون أداة مساعدة لتجاوز اختلالات ظرفية في تمويل الخزينة، خاصة إذا كان محدودا زمنيا ومصحوبا بخطة واضحة للسداد أو العودة إلى الوضع العادي. أما الاستعمال الدائم فيحمل مخاطر أكبر، لأنه قد يحول البنك المركزي إلى مصدر تمويل مستمر للمالية العمومية، بما يضعف استقلالية السياسة النقدية ويزيد من احتمال تراكم الاختلالات.

كما أن النتائج تشير إلى أن التسبيق، حتى عندما يدعم السيولة، لا يمثل بديلا عن أدوات موجهة مباشرة إلى الجهاز المصرفي مثل (PSR) فبرنامج إعادة التمويل الخاص يظهر أكثر انسجاما مع قنوات السيولة وسعر الفائدة الحقيقي، بينما يظهر التسبيق للخزينة أكثر ارتباطا بالمالية العمومية وباحتمال المزاحمة عبر قناة الائتمان.

وعليه، فإن استعمال التسبيق للخزينة يجب أن يخضع لثلاثة شروط أساسية: أن يكون مؤقتا، أن يكون محدودا بسقف واضح، وأن يرتبط بإطار مالي يضمن عدم تحوله إلى آلية دائمة لتمويل العجز. كما ينبغي أن يرافقه تنسيق دقيق بين السياسة المالية والسياسة النقدية، حتى لا يؤدي إلى إضعاف فعالية أدوات البنك المركزي في ضبط السيولة والتضخم.

المطلب الخامس: مناقشة النتائج وحدود النموذج

بعد تحليل قنوات الانتقال وبناء السيناريوهات الاستشرافية، يصبح من الضروري تقديم مناقشة تركيبية للنتائج وربطها بخصوصية الاقتصاد الجزائري. فالقيمة العلمية للنموذج لا تكمن فقط في استخراج دوال الاستجابة أو جداول تحليل التباين، بل في تفسير ما تعنيه هذه النتائج بالنسبة لفعالية السياسة النقدية غير التقليدية،

وحدود استعمالها، وشروط تحويلها إلى أداة داعمة للنشاط الاقتصادي دون المساس بالاستقرار النقدي والمالي.

1. مناقشة النتائج في ضوء خصوصية الاقتصاد الجزائري

أظهرت نتائج الدراسة القياسية، المعتمدة على نماذج متجه الانحدار الذاتي (VAR) حسب قنوات الانتقال خلال الفترة 2005–2024، أن انتقال أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر لا يتم بصورة متجانسة عبر جميع القنوات. فقد بينت دوال الاستجابة الآنية وتحليل تباين خطأ التنبؤ أن أثر كل من التمويل غير التقليدي (FNC) وبرنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) يختلف باختلاف طبيعة القناة، إذ برزت قناة السيولة المصرفية وقناة سعر الفائدة الحقيقي بوصفهما الأكثر حساسية للصدمات، في حين جاءت قناة الائتمان المصرفي أقل قوة، وبقي أثر قناة سعر الصرف والأسعار محدودا نسبيا.

وتحمل هذه النتيجة دلالة مهمة، مفادها أن فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر لا تظهر مباشرة من خلال توسع الائتمان أو تحسن الناتج الحقيقي، بل تظهر أولا عبر تحسين وضعية السيولة وشروط التمويل. ويتماشى ذلك مع خصوصية الاقتصاد الجزائري، حيث يظل الجهاز المصرفي القناة الرئيسية للتمويل، في مقابل ضعف عمق السوق المالية وارتباط جزء معتبر من التوازنات الكلية بالمالية العمومية وبقطاع المحروقات. لذلك فإن توفر السيولة لدى البنوك لا يتحول آليا إلى ائتمان منتج، ما لم تتوفر شروط الطلب الفعلي على القروض، وجودة المشاريع، والضمانات، وانخفاض درجة المخاطر.

كما كشفت النتائج القياسية عن تفوق أثر برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) مقارنة بالتمويل غير التقليدي (FNC)في عدد من قنوات الانتقال، وهو ما ينسجم مع طبيعة كل أداة. فبرنامج إعادة التمويل الخاص يرتبط مباشرة بالجهاز المصرفي وآليات السيولة، لذلك يظهر أثره بوضوح أكبر في قناتي السيولة المصرفية وسعر الفائدة الحقيقي. أما التمويل غير التقليدي، فيرتبط أساسا بتمويل الخزينة العمومية، ومن ثم يبقى أثره أقل مباشرة على القنوات النقدية والمصرفية، وأكثر ارتباطا بالقناة المالية وبالإنفاق العمومي.

وقد أكدت الدراسة الاستشرافية الى أفق 2030 هذه القراءة، إذ بينت سيناريوهات برنامج إعادة التمويل الخاص أن استمرار دعم السيولة قد يساهم في تحسين شروط التمويل، غير أن أثره على الائتمان والنشاط الحقيقي يبقى مشروطا بقدرة الجهاز المصرفي على توجيه السيولة نحو الاقتصاد المنتج. أما سيناريوهات الاحتياطي الإجباري(RR) ، فقد أوضحت أن هذه الأداة تظل مهمة في ضبط فائض أو نقص السيولة، إذ يسمح خفضها بتخفيف القيود على البنوك، بينما يؤدي رفعها إلى امتصاص جزء من السيولة، غير أن أثرها يبقى ذا طبيعة تنظيمية وضبطية أكثر منه أداة مستقلة لتحفيز النمو.

أما بخصوص سيناريو تسبيقات بنك الجزائر للخزينة العمومية، فقد بينت النتائج أهمية التمييز بين الاستعمال المؤقت والاستعمال الدائم. فالتسبيق المؤقت يمكن أن يشكل أداة ظرفية لتسيير اختلالات مؤقتة في الخزينة،

خاصة إذا كان محدودا زمنيا ومصحوبا بخطة واضحة للتسوية. أما التسبيق الدائم، فيحمل مخاطر أكبر، لأنه قد يحول البنك المركزي إلى مصدر تمويل مستمر للمالية العمومية، بما يضعف استقلالية السياسة النقدية ويرفع احتمال المزاحمة عبر قناة الائتمان، خاصة إذا أدى إلى توجيه السيولة نحو تمويل العجز بدل تمويل النشاط المنتج.

وتعرض في الملحق رقم (5) النتائج السنوية التفصيلية لأثر السيناريوهات خلال الفترة 2025–2030، بما ينسجم مع المنحنيات المعروضة في الأشكال السابقة. وقد تم التركيز في المتن على أفق 2030 باعتباره نقطة تلخيصية للمقارنة بين السيناريوهات، لا لأن السنوات الوسيطة أهملت، بل لأنها مدرجة تفصيليا في الملحق. كما أن قراءة هذه النتائج ينبغي أن تتم من حيث الاتجاه العام والمقارنة النسبية بين السيناريوهات، لا بوصفها تنبؤات نقطية دقيقة، خاصة أن اتساع مجالات الثقة يزداد كلما امتد أفق الاستشراف.

2. حدود النموذج القياسي

رغم أن النماذج المقدرة أظهرت استقرارا ديناميكيا وغيابا للارتباط الذاتي الجوهري في البواقي، إلا أن النتائج يجب أن تفسر في ضوء مجموعة من الحدود المنهجية والقياسية.

تتمثل الحدود الأولى في حجم العينة، إذ تغطي الدراسة الفترة 2005–2024 ببيانات فصلية، أي 80 مشاهدة. ورغم أن هذا الحجم مقبول نسبيا في الدراسات الاقتصادية الكلية، إلا أنه يبقى محدودا عند تقدير عدة نماذج (VAR) وتحليل سيناريوهات تمتد إلى أفق ست سنوات.

أما الحد الثاني فيتعلق بعدم طبيعية البواقي، حيث أظهر اختبار (Jarque-Bera) رفض فرضية التوزيع الطبيعي في النماذج المقدرة، وتعد هذه النتيجة شائعة في نماذج الاقتصاد الكلي التي تتضمن فترات صدمات قوية، لكنها تفرض الحذر في تفسير فواصل الثقة والنتائج الاستشرافية.

ويتعلق الحد الثالث بوجود بعض مظاهر عدم تجانس التباين (ARCH) في بعض المعادلات، خاصة معادلات الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي، وهذا يشير إلى احتمال تغير التباين الشرطي لأخطاء النموذج عبر الزمن، بما يعكس تفاوت درجة تقلب البواقي بين الفترات المدروسة، ويستدعي الحذر عند تفسير النتائج الإحصائية. كما أن السيناريوهات الاستشرافية نفسها تمثل حدا منهجيا، لأنها تقوم على فرضيات مبسطة حول صدمات معينة، مثل توسع برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) أو رفع الاحتياطي الإجباري أو استعمال التسبيق بنك الجزائر للخزينة العمومية. لذلك فإن نتائجها لا يجب أن تقرأ كتوقعات حتمية، بل كتمارين شرطية تساعد على فهم اتجاهات محتملة.

وأخيرا، فإن النماذج لا تدمج كل العوامل المؤثرة في الاقتصاد الجزائري، مثل السياسة المالية التفصيلية، هيكل الإنفاق العمومي، تطورات سوق العمل، التحولات في التجارة الخارجية، أو التغيرات المؤسسية. ولهذا تبقى النتائج قابلة للتطوير من خلال نماذج أوسع أو مقاربات مكملة.

خلاصة الفصل الثالث

سعى هذا الفصل إلى تحليل قنوات انتقال السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر، من خلال الجمع بين نمذجة قياسية قائمة على نماذج متجه الانحدار الذاتي (VAR) للفترة 2005–2024، وقراءة استشرافية مشروطة إلى أفق 2030. وقد انطلق التحليل من فكرة أساسية مفادها أن أثر أدوات السياسة النقدية غير التقليدية لا ينتقل إلى الاقتصاد بصورة مباشرة أو موحدة، بل يتحدد بحسب طبيعة الأداة المستعملة، والقناة التي تمر عبرها، وخصوصية الجهاز المصرفي والاقتصاد الكلي في الجزائر.

وقد مكن التقدير القياسي من التمييز بين أثر أداتين أساسيتين، هما التمويل غير التقليدي (FNC) وبرنامج إعادة التمويل الخاص(PSR) ، عبر أربع قنوات رئيسية: قناة الائتمان المصرفي، قناة السيولة المصرفية، قناة سعر الفائدة الحقيقي، وقناة سعر الصرف وانتقال الأثر إلى الأسعار. كما سمح إدراج نموذج موسع للاحتياطي الإجباري، إلى جانب بناء سيناريوهات استشرافية خاصة ببرنامج إعادة التمويل الخاص، والاحتياطي الإجباري، وتسبيقات بنك الجزائر للخزينة العمومية، بتوسيع التحليل من مجرد قياس الأثر التاريخي إلى استشراف حدود استعمال هذه الأدوات مستقبلا.

من الناحية المنهجية، أبرز الفصل أهمية المرور بعدة مراحل مترابطة، بدءا من تحديد المتغيرات ودلالتها الاقتصادية، ثم تحليل خصائصها البيانية والوصفية، واختبار سكونها، قبل تقدير النماذج وفحص صلاحيتها. وقد أدى اعتماد الفروق الأولى إلى تقليص مخاطر العلاقات الزائفة والتركيز على ديناميكية تغير المتغيرات، بينما سمحت اختبارات الاستقرار وتشخيص البواقي بتأكيد قابلية استعمال النماذج المقدرة، مع ضرورة التعامل بحذر مع بعض النتائج بسبب مظاهر عدم طبيعية البواقي وعدم تجانس التباين في بعض النماذج.

أما من حيث النتائج، فقد بين الفصل أن انتقال السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر يظل انتقالا غير متماثل بين القنوات. فقد ظهرت قناة الائتمان المصرفي محدودة نسبيا، بما يدل على أن توفر السيولة أو إعادة التمويل لا يتحول آليا إلى ائتمان منتج. في المقابل، برزت قناة السيولة المصرفية وقناة سعر الفائدة الحقيقي بوصفهما أكثر القنوات استجابة، خاصة لصدمات برنامج إعادة التمويل الخاص(PSR) ، وهو ما يعكس الارتباط المباشر لهذه الأداة بالجهاز المصرفي وشروط التمويل. أما قناة سعر الصرف والأسعار، فقد بقي أثرها محدودا نسبيا، بما يشير إلى أن انتقال السياسة غير التقليدية إلى الأسعار عبر سعر الصرف لا يمثل القناة الأكثر وضوحا في الحالة الجزائرية.

كما أظهر التحليل المقارن أن برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) أكثر قدرة من التمويل غير التقليدي (FNC)على التأثير في القنوات النقدية والمصرفية. ويعود ذلك إلى اختلاف طبيعة الأداتين؛ فالأولى موجهة أساسا لدعم السيولة داخل الجهاز المصرفي، في حين يرتبط التمويل غير التقليدي بدرجة أكبر بتمويل الخزينة العمومية، مما يجعل أثره على القنوات المصرفية غير مباشر وأقل وضوحا. وبذلك، فإن نتائج الفصل لا تؤكد فقط وجود أثر متفاوت بين الأدوات، بل تبين أيضا أن فعالية السياسة النقدية غير التقليدية ترتبط بمدى قرب الأداة من قناة الانتقال التي تستهدفها.

وفي الجانب الاستشرافي، بينت السيناريوهات أن استمرار أو توسع برنامج إعادة التمويل الخاص يمكن أن يدعم السيولة وشروط التمويل، غير أن أثره على النشاط الحقيقي يبقى مشروطا بقدرة البنوك على تحويل هذه السيولة إلى تمويل فعلي للاقتصاد المنتج. كما أوضح سيناريو الاحتياطي الإجباري أن هذه الأداة تحتفظ بدور مهم في ضبط السيولة، لكنها لا تكفي وحدها لتوجيه مسار النشاط الاقتصادي. أما تسبيقات بنك الجزائر للخزينة العمومية، فقد أبرزت النتائج ضرورة التمييز بين استعمال مؤقت ومؤطر يمكن أن يساهم في تسيير اختلالات ظرفية، واستعمال دائم قد يقترب من منطق التمويل النقدي المتكرر ويحمل مخاطر على الانضباط النقدي والمالي.

وبناء على ذلك، يخلص الفصل إلى أن السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر لا يمكن تقييمها من زاوية حجم التدخل فقط، بل من زاوية القناة التي تنتقل عبرها وطبيعة الأداة المستعملة. فالنتائج تؤكد أن دعم السيولة يمثل الحلقة الأولى في انتقال الأثر، غير أن بلوغ النشاط الحقيقي يتطلب شروطا إضافية تتعلق بجودة الطلب على الائتمان، قدرة البنوك على التمويل، وتوجيه الموارد نحو الاستثمار المنتج. ومن ثم، فإن آفاق استعمال هذه الأدوات مستقبلا تظل مرتبطة بضرورة ضبطها زمنيا ومؤسسيا، وتجنب تحولها إلى بديل دائم عن الإصلاح المالي أو إلى آلية متكررة لتمويل عجز الخزينة العمومية.

خاتمة

خاتمة

عالجت هذه الدراسة موضوع السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر من زوايا متكاملة، بدءا بدوافع اللجوء إليها، مرورا بطبيعة أدواتها وتجاربها الدولية، ووصولا إلى قنوات انتقال أثرها إلى الاقتصاد الحقيقي والأسعار، وآفاق استخدامها مستقبلا في ظل خصوصية الاقتصاد الوطني. وقد انطلقت من إشكالية محورية مفادها: إلى أي مدى تنتقل أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر، ممثلة في التمويل غير التقليدي وبرنامج إعادة التمويل الخاص، إلى الاقتصاد الحقيقي والأسعار عبر قنوات الانتقال النقدي، وما هي شروط وآفاق استعمالها بما لا يمس بالاستقرار النقدي والمالي.

وقد بينت الدراسة في جانبها النظري أن السياسة النقدية التقليدية تفقد جانبا من فعاليتها حين تضعف قناة سعر الفائدة أو تتعطل قناة الائتمان أو ترتفع درجة عدم اليقين، وهو ما كشفته الأزمة المالية العالمية لسنتي 2007 و2008 ثم جائحة كوفيد-19، حيث اضطرت البنوك المركزية إلى تجاوز أدواتها المعتادة نحو أدوات غير تقليدية كالتيسير الكمي والتوجيه المستقبلي وأسعار الفائدة السالبة وبرامج شراء الأصول وعمليات إعادة التمويل الموجهة. ولا تمثل هذه الأدوات قطيعة تامة مع الإطار التقليدي، بل امتدادا استثنائيا له حين تتعطل القنوات العادية لانتقال الأثر النقدي. كما أبرزت دراسة التجارب الدولية أن فعالية هذه الأدوات تتفاوت بحسب عمق الأسواق المالية وقوة الجهاز المصرفي ومصداقية البنك المركزي وطبيعة قنوات الانتقال، إذ كانت أكثر نجاعة في الاقتصادات الصناعية ذات الأسواق العميقة، وأكثر حساسية للمخاطر التضخمية وتقلبات سعر الصرف في الاقتصادات الناشئة، بما يجعل نقلها إلى سياقات مغايرة مشروطا بقدر كبير من الحذر والتكييف المؤسسي.

أما في الحالة الجزائرية، فقد اتخذت السياسة النقدية غير التقليدية مسارا خاصا لم يقم على شراء واسع للأصول، بل ارتبط بضغوط مالية ونقدية داخلية فرضتها صدمة أسعار النفط منذ سنة 2014، من اتساع لعجز الخزينة واستنزاف لصندوق ضبط الإيرادات وتراجع لاحتياطات الصرف وتقلص للسيولة المصرفية. وفي هذا السياق لجأت الجزائر إلى التمويل غير التقليدي ابتداء من سنة 2017، ثم اعتمد بنك الجزائر برنامج إعادة التمويل الخاص سنة 2021 لدعم السيولة المصرفية ومرافقة برنامج إنعاش الاقتصاد، قبل أن يفتح قانون المالية لسنة 2026 مجالا جديدا لتسبيقات بنك الجزائر لخزينة العمومية. وبذلك تتحدد خصوصية التجربة الجزائرية في كونها حالة هجينة تجمع بين تسييل مباشر لحاجات الخزينة وأداة لإعادة التمويل المصرفي، داخل اقتصاد ريعي محدود السوق المالية وقوي الاعتماد على الجهاز المصرفي.

وقد مكنت الدراسة القياسية، عبر اعتماد نماذج متجه الانحدار الذاتي(VAR) خلال الفترة 2005-2024 وتفكيك الأثر بحسب قنوات انتقاله الأربع، من تجاوز منطق القياس الكلي المجمع الذي طبع أغلب الأعمال السابقة، نحو تحديد القناة التي ينفذ عبرها الأثر ومقدار مساهمة كل منها. وقد أظهرت النتائج أن الانتقال

لا يتم بصورة متجانسة عبر القنوات، فجاءت قناة الائتمان المصرفي ضعيفة نسبيا، في حين برزت قناة السيولة المصرفية بوصفها من أقوى القنوات، تليها قناة سعر الفائدة الحقيقي التي نقلت الأثر إلى التكلفة الحقيقية للتمويل، بينما ظل أثر قناة سعر الصرف والأسعار محدودا. كما تبين أن برنامج إعادة التمويل الخاص أكثر فعالية من التمويل غير التقليدي في القنوات النقدية والمصرفية، وأن السيناريوهات الاستشرافية الى آفاق 2030 رجحت أن التوسع المنضبط في الأدوات يولد آثارا إيجابية عبر قناتي السيولة وسعر الفائدة الحقيقي، في حين يحمل السحب المفاجئ أو التسبيق الدائم للخزينة العمومية الغير المضبوط مخاطر معاكسة. وبذلك أجابت الدراسة عن إشكاليتها لا بإعادة تأكيد محدودية الأثر الكلي التي أجمعت عليها الأدبيات، بل بتحديد القناة التي ينتقل عبرها الأثر والأداة الأكثر فعالية والحجم والمسار المحتملين لاستعمالها مستقبلا، وهو ما يمثل الإضافة العلمية الأساسية لها.

نتائج اختبار فرضيات الدراسة

على ضوء النتائج النظرية والقياسية والاستشرافية التي توصلت إليها الدراسة، يمكن تقييم فرضيات البحث على النحو الآتي:

- **الفرضية الأولى**:

كان لصدمة أسعار النفط بعد سنة 2014 أثر مباشر في إضعاف موارد الدولة والسيولة المصرفية، مما ساهم في تراجع فعالية الأدوات التقليدية ودفع السلطات إلى اللجوء إلى أدوات غير تقليدية.

تحققت هذه الفرضية، إذ بينت الدراسة أن صدمة أسعار النفط منذ سنة 2014 أدت إلى تراجع الإيرادات الجبائية النفطية، واتساع عجز الخزينة، واستنزاف صندوق ضبط الإيرادات، وانخفاض احتياطات الصرف، وتقلص السيولة المصرفية. وقد ساهمت هذه العوامل في تضييق هامش تدخل السياسة النقدية التقليدية، ودفع السلطات إلى اعتماد أدوات استثنائية، أبرزها التمويل غير التقليدي سنة 2017 وبرنامج إعادة التمويل الخاص سنة 2021.

- **الفرضية الثانية**:

يمثل التمويل غير التقليدي FNC *أداة ذات طابع مالي وتمويلي مرتبط بالخزينة أكثر من كونه أداة نقدية موجهة مباشرة إلى الجهاز المصرفي، لذلك يكون انتقال أثره إلى الاقتصاد الحقيقي غير مباشر ومحدود نسبيا.*

تحققت هذه الفرضية، حيث أظهرت النتائج أن أثر التمويل غير التقليدي كان محدودا وغير مباشر عبر قنوات الانتقال النقدي. فقد ارتبط هذا التمويل أساسا بتغطية حاجات الخزينة العمومية، ولم يتحول بصورة واضحة إلى توسع في الائتمان المنتج أو إلى أثر قوي على الناتج الحقيقي. وهذا يؤكد أن طبيعته أقرب إلى التمويل النقدي للعجز منها إلى أداة نقدية موجهة مباشرة للجهاز المصرفي.

- **الفرضية الثالثة**:

يمتلك برنامج إعادة التمويل الخاص PSR*قدرة أكبر على التأثير في القنوات المصرفية والنقدية، خاصة قناة السيولة وقناة سعر الفائدة الحقيقي، مقارنة بالتمويل غير التقليدي.*

دعمت النتائج هذه الفرضية في حدود النماذج المقدرة، إذ أظهر تحليل تباين خطأ التنبؤ مساهمة نسبية أكبر لصدمات برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) مقارنة بالتمويل غير التقليدي (FNC)، خاصة في نموذجي السيولة المصرفية وسعر الفائدة الحقيقي، مع تفاوت الدلالة الإحصائية لبعض الاستجابات الديناميكية. ويمكن تفسير هذا التفوق النسبي بارتباط برنامج إعادة التمويل الخاص مباشرة بالجهاز المصرفي وآليات توفير السيولة، مقارنة بالتمويل غير التقليدي الموجه أساسًا للخزينة العمومية..

- **الفرضية الرابعة**:

تبقى قناة الائتمان المصرفي أقل فعالية في نقل أثر السياسة النقدية غير التقليدية، لأن توفر السيولة لا يتحول آليا إلى ائتمان منتج في ظل القيود البنكية والمؤسسية.

تحققت هذه الفرضية، فقد أظهرت النتائج أن قناة الائتمان المصرفي ظلت ضعيفة نسبيا في نقل أثر أدوات السياسة النقدية غير التقليدية إلى النشاط الاقتصادي. ورغم تحسن السيولة في بعض الفترات، إلا أن ذلك لم يؤد آليا إلى توسع معتبر في القروض الموجهة للاقتصاد المنتج، وهو ما يعكس وجود قيود تتعلق بسلوك البنوك، جودة الطلب على القروض، الضمانات، والمخاطر المرتبطة بتمويل النشاط الاقتصادي.

- **الفرضية الخامسة**:

لا تمثل قناة سعر الصرف والأسعار القناة الرئيسية لانتقال أثر أدوات السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر، رغم بقاء المخاطر التضخمية قائمة في حالة التوسع النقدي غير الموجه.

تحققت هذه الفرضية جزئيا، إذ أظهرت النتائج أن أثر التمويل غير التقليدي وبرنامج إعادة التمويل الخاص عبر قناة سعر الصرف والأسعار كان محدودا مقارنة بالقنوات المصرفية، خاصة السيولة وسعر الفائدة الحقيقي. غير أن محدودية الأثر القياسي لا تعني غياب المخاطر التضخمية تماما، لأن استمرار التوسع النقدي غير الموجه أو التمويل الدائم للخزينة قد يؤدي مستقبلا إلى ضغوط على الأسعار وسعر الصرف.

- **الفرضية السادسة**:

إن الاستعمال المستقبلي لأدوات السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر يجب أن يكون مؤقتا، موجها، ومشروطا بقدرته على دعم التمويل المنتج، مع تجنب تحويل التسبيق للخزينة إلى آلية دائمة لتمويل العجز.

دعمت النتائج الاستشرافية هذه الفرضية، حيث بينت السيناريوهات أن التوسع المنضبط في أدوات دعم السيولة، خاصة برنامج إعادة التمويل الخاص، يمكن أن يحقق آثارا إيجابية نسبية عبر قناتي السيولة وسعر الفائدة الحقيقي. في المقابل، فإن السحب المفاجئ لهذه الأدوات أو تحويل التسبيق للخزينة إلى تمويل دائم قد يخلق آثارا عكسية على الاستقرار النقدي والمالي. لذلك تؤكد الدراسة ضرورة أن يكون استعمال هذه الأدوات مؤقتا، موجها نحو القطاعات المنتجة، ومصحوبا بسقف زمني ومالي واضح، وآلية خروج تدريجية، وإطار رقابي ومؤسسي يضمن عدم تحولها إلى مصدر دائم لتمويل عجز الخزينة.

نتائج العامة للدراسة

خلصت هذه الدراسة، في شقيها النظري والتطبيقي، إلى مجموعة من النتائج التي يمكن إجمالها فيما يأتي:

- **على المستوى النظري والمقارن**

- تمثل السياسة النقدية غير التقليدية استجابة لمحدودية الأدوات التقليدية، خاصة عند بلوغ سعر الفائدة حدوده الدنيا، أو في ظل ضعف فعالية قناة سعر الفائدة وقناة الائتمان في تحريك النشاط الاقتصادي .
- بينت التجارب الدولية أن فعالية أدوات السياسة النقدية غير التقليدية ترتبط بدرجة تطور الأسواق المالية، وطبيعة النظام المصرفي، ومصداقية البنك المركزي .
- إن نجاح هذه الأدوات في الاقتصادات الصناعية، مثل الولايات المتحدة الامريكية والاتحاد الأوروبي واليابان، لا يعني بالضرورة تحقق النتائج نفسها في الاقتصادات الناشئة، مثل تركيا ومصر والبرازيل، مما يستوجب الحذر عند تكييفها مع السياق الجزائري .

- **على المستوى التطبيقي**

- أظهرت اختبارات السكون تحسن الخصائص الإحصائية لعدد معتبر من المتغيرات بعد تطبيق الفروق الأولى، مع تسجيل بعض التباينات بين نتائج الاختبارات، مما دعم اعتماد نماذج VAR بالفروق الأولى لتحليل الديناميكية قصيرة ومتوسطة الأجل.
- بينت اختبارات التشخيص أن النماذج المقدرة مقبولة عموما من حيث الاستقرار وغياب الارتباط الذاتي الجوهري في البواقي، مع ضرورة قراءة النتائج بحذر بسبب بعض التحفظات المرتبطة بطبيعة البواقي وعدم تجانس التباين .

- أثبتت النتائج أن السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر لا تنتقل بالقوة نفسها عبر القنوات الأربع، إذ برزت قناتا السيولة المصرفية وسعر الفائدة الحقيقي بوصفهما أكثر القنوات قدرة على نقل الأثر إلى الناتج الحقيقي، وفق نتائج النماذج المقدرة .

- أظهرت النتائج أن برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR)كان أكثر وضوحا من التمويل غير التقليدي (FNC)في مختلف القنوات، حيث بلغت مساهمة صدمات برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR) في تفسير تباين خطأ التنبؤ بديناميكية الناتج الحقيقي نحو 9.27% في نموذج السيولة المصرفية، و9.71% في نموذج سعر الفائدة الحقيقي، عند أفق اثني عشر فصلًا، وفقًا للمواصفات المقدرة.

- بقيت قناة الائتمان المصرفي محدودة الأثر، بأقل من 1%، مما يدل على أن توفر السيولة لا يكفي وحده لتوسيع الائتمان المنتج، وهو ما قد يعكس وجود قيود مصرفية ومؤسسية تتعلق بسلوك البنوك، والضمانات، وجودة الطلب على القروض .

- بقي أثر قناة سعر الصرف على الأسعار محدودا نسبيا ضمن إطار النموذج المقدر، رغم اعتماد الاقتصاد الجزائري على الواردات، وهو ما يعني أن هذه القناة لم تظهر كقناة رئيسية لانتقال أثر السياسة النقدية غير التقليدية خلال فترة الدراسة .

- أظهرت النتائج أن الاحتياطي الإجباري يمثل أداة مرافقة لضبط السيولة، لكنه لا يعد بديلا كافيا عن الأدوات الموجهة لدعم التمويل المنتج .

- بينت محاكاة سيناريوهات برنامج إعادة التمويل الخاص (PSR)أن الصدمة التوسعية يمكن أن تحدث أثرا إيجابيا نسبيا ومستمرا على الناتج الحقيقي في أفق 2030، بينما يؤدي السحب المفاجئ إلى أثر معاكس، مما يؤكد ضرورة اعتماد خروج تدريجي ومدروس من أدوات دعم السيولة .

- كشف تحليل التسبيق للخزينة أن التسبيق الدائم قد ينعكس سلبا على الناتج الحقيقي، إذا أدى إلى مزاحمة التمويل الموجه للقطاعات المنتجة وتقليص قدرة الجهاز المصرفي على تمويل النشاط الاقتصادي، بخلاف التسبيق المؤقت ذي الطابع الظرفي والمحدود زمنيا .

- تتمثل الخلاصة الجوهرية للدراسة في أن نجاعة السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر مشروطة بطبيعة الأداة والقناة التي تنتقل عبرها. فوفق نتائج النماذج المقدرة، تبدو الأدوات المرتبطة مباشرة بالجهاز المصرفي، خاصة برنامج إعادة التمويل الخاص عبر قناتي السيولة وسعر الفائدة الحقيقي، أكثر قدرة على نقل الأثر مقارنة بالأدوات ذات الطابع المالي المرتبط بالخزينة، مثل التمويل غير التقليدي.

التوصيات

في ضوء النتائج المتوصل إليها، توصي الدراسة بما يأتي:

- التعامل مع أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بوصفها أدوات استثنائية ومؤقتة لا ينبغي أن تتحول إلى بديل دائم عن الإصلاحات المالية والهيكلية، مع التمييز بينها بحسب طبيعتها والقناة التي تنتقل عبرها بدل التعامل معها ككتلة موحدة.
- توجيه أدوات دعم السيولة، وفي مقدمتها برنامج إعادة التمويل الخاص، نحو التمويل الموجه، عبر ربط عمليات إعادة التمويل بحوافز واضحة تشجع البنوك على إقراض القطاعات ذات القيمة المضافة كالصناعة والفلاحة والسياحة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والقطاعات المقلصة للتبعية للواردات.
- تعزيز التنسيق بين السياستين النقدية والمالية مع الحفاظ على استقلالية البنك المركزي، ضمن إطار يمنع تحويل السياسة النقدية إلى أداة دائمة لتمويل الخزينة ويصون الاستقرار النقدي والمالي.
- تطوير أدوات المتابعة والتقييم الدوري من خلال إنشاء لوحة قيادة نقدية ومالية تتابع تطور السيولة والائتمان والتضخم وسعر الصرف والناتج الحقيقي وجودة القروض، بما يسمح بتقييم الأثر الفعلي لكل تدخل قبل تمديده أو توسيعه أو سحبه.
- التعامل الحذر مع التسبيق للخزينة بحيث يبقى محدودا بسقف زمني ومالي واضح ومصحوبا بخطة سداد أو خروج، تفاديا لتحوله إلى مصدر تمويل دائم يضعف الانضباط المالي ويؤثر في مصداقية البنك المركزي.

وعلى المستوى الإجرائي، تقترح الدراسة إعادة تصميم برامج إعادة التمويل بصورة أكثر توجيها تربط شروط التمويل بحجم القروض الموجهة إلى النشاط المنتج ونوعيتها مع منح شروط تفضيلية للبنوك الأكثر تمويلا للقطاعات ذات الأولوية، واعتماد آلية خروج تدريجي من أدوات دعم السيولة مرتبطة بمؤشرات كمية واضحة كفائض السيولة ونمو الائتمان ومستوى التضخم واستقرار سعر الصرف، وتحسين شفافية البيانات المتعلقة بالأدوات غير التقليدية عبر نشر معطيات دورية حول رصيد التمويل غير التقليدي وحجم برامج إعادة التمويل وتوزيع الائتمان القطاعي وحركة الاحتياطي الإجباري، وتعزيز دور السياسة الاحترازية الكلية في مرافقة السياسة النقدية من خلال مراقبة جودة الائتمان والقروض المتعثرة ودرجة تعرض البنوك لمخاطر السيولة، وتنويع مصادر تمويل الخزينة حتى لا يبقى البنك المركزي ملجأ متكررا في فترات الضغط عبر تحسين تعبئة الموارد الجبائية وتطوير سوق السندات وترشيد الإنفاق العمومي.

آفاق البحث المستقبلية

لا تدعي هذه الدراسة الإحاطة الكاملة بالموضوع، بل تفتح المجال أمام امتدادات بحثية لاحقة، من أهمها:

- توسيع التحليل القياسي مستقبلًا باعتماد نماذج متجه الانحدار الذاتي الهيكلية (SVAR) لتحسين تحديد الصدمات النقدية، أو نماذج متجه الانحدار الذاتي البايزية (BVAR) للحد من مشكلة كثرة المعلمات مقارنة بحجم العينة، فضلًا عن اختبار نماذج غير خطية تميز بين فترات فائض السيولة وفترات ندرتها.
- بناء مؤشر مركب للسياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر يدمج التمويل غير التقليدي وبرنامج إعادة التمويل الخاص وتسبيقات الخزينة والاحتياطي الإجباري وأدوات السيولة، ثم اختبار أثره على النمو والتضخم والائتمان وسعر الصرف.
- دراسة أثر السياسة النقدية غير التقليدية على القطاعات الاقتصادية بدل الاكتفاء بالمتغيرات الكلية، إذ قد يختلف أثرها على الصناعة أو الفلاحة أو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن أثرها على الناتج الإجمالي.
- إجراء دراسات مقارنة بين الجزائر وبعض الاقتصادات الريعية أو الناشئة التي واجهت صدمات خارجية مماثلة ولجأت إلى أدوات غير تقليدية، لاستخلاص شروط النجاح أو الفشل في استعمالها.
- توسيع البحث نحو العلاقة بين السياسة النقدية غير التقليدية والاستقرار المالي، من خلال دراسة أثر التوسع في السيولة على جودة القروض ومخاطر التضخم واستقرار سعر الصرف وسلوك البنوك في توزيع التمويل بين القطاعين العام والخاص.

وفي الأخير، تخلص الدراسة إلى أن السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر كانت استجابة لظروف استثنائية أكثر من كونها خيارا استراتيجيا مستقرا، وأنها أسهمت في امتصاص بعض الضغوط المالية والنقدية لكنها لا تشكل حلا كافيا أو دائما للاختلالات الهيكلية. ومن ثم تبقى فعاليتها المستقبلية رهينة بالقدرة على ضبطها وتوجيهها وربطها بالتمويل المنتج، وعلى إدراجها ضمن رؤية إصلاحية أشمل تصون استقلالية السياسة النقدية والاستقرار المالي في آن واحد

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولا :المراجع باللغة العربية

الكتب

1. قدي, ع. (2006). المدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية . ديوان المطبوعات الجامعية

الأطروحات والرسائل الجامعية

1. شرشم، وردة. (2022). نحو توجيه إدارة سيولة النظام المصرفي لدعم الاستقرار المالي: دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 2000-2019 [أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3]. المستودع الرقمي لجامعة الجزائر 3. https://dspace.univ-alger3.dz/jspui/handle/123456789/7996
2. عيادي، صلاح .(2024) .*فعالية التسهيل الكمي كآلية للتمويل غير التقليدي في الاقتصاد الجزائري: دراسة استشرافية*]أطروحة دكتوراه، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي.[
3. محسن، عادل .(2022) .الآثار الاقتصادية للسياسات النقدية غير التقليدية: دراسة تقييمية لآلية التمويل غير التقليدي بالجزائر للفترة 2017–2020]أطروحة دكتوراه، جامعة قاصدي مرباح ورقلة.[

المقالات العلمية والدوريات

1. ديقو، محمود، وقدي، عبد المجيد. (2025). العمليات الخاصة لإعادة التمويل كاتجاه للسياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر .*المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية*، 16، 99–125.
2. زهاف، يوسف، وشيبي، عبد الرحيم. (2022). أثر السياسة النقدية غير التقليدية على التضخم في الجزائر: دراسة قياسية بتطبيق نموذج .ARDL *مجلة أبعاد اقتصادية*، 12(2)، 392–407.
3. شرشم، وردة، وقدي، عبد المجيد. (2020). اتجاهات تعامل بنك الجزائر مع تطورات السيولة البنكية في الجزائر خلال الفترة 2002–2016 . Revue des Réformes Economiques et Intégration en Economie Mondiale
4. كرشي، مديدن هنية، ومزياني، المهدي. (2023). أثر التمويل غير التقليدي على النمو الاقتصادي والتضخم في الجزائر . *المجلة الدولية للأداء الاقتصادي*، 6(2)، 495–519.

التقارير والمنشورات الرسمية والإحصائية

1. بنك الجزائر. (2008). تقرير السنوي لبنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر لسنة 2008
2. بنك الجزائر. (2010). تقرير السنوي لبنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر لسنة 2010
3. بنك الجزائر. (2011). تقرير السنوي لبنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر لسنة 2011
4. بنك الجزائر. (2012). تقرير السنوي لبنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر لسنة 2012
5. بنك الجزائر. (2013). تقرير السنوي لبنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر لسنة 2013
6. بنك الجزائر. (2015). تقرير السنوي لبنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر لسنة 2015
7. بنك الجزائر. (2016). تقرير السنوي لبنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر لسنة 2016
8. بنك الجزائر. (2017). تقرير السنوي لبنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر لسنة 2017
9. بنك الجزائر. (2018). تقرير السنوي لبنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر لسنة 2018
10. بنك الجزائر. (2019). تقرير السنوي لبنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر لسنة 2019
11. بنك الجزائر. (2020). تقرير السنوي لبنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر لسنة 2020.

12. بنك الجزائر. (2021). تقرير السنوي لبنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر لسنة 2021.
13. بنك الجزائر. (2022). تقرير السنوي لبنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر لسنة 2022
14. بنك الجزائر. (2023). تقرير السنوي لبنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر لسنة 2023
15. بنك الجزائر. (2024). تقرير السنوي لبنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر لسنة 2024
16. بنك الجزائر، (2008)، نشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 05، ديسمبر 2008
17. بنك الجزائر، (2009)، نشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 09، ديسمبر 2009
18. بنك الجزائر، (2010)، نشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 12، ديسمبر 2010
19. بنك الجزائر، (2011)، نشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 16، ديسمبر 2011
20. بنك الجزائر، (2012)، نشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 19، ديسمبر 2012
21. بنك الجزائر، (2013)، نشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 24، ديسمبر 2013
22. بنك الجزائر، (2014)، نشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 28، ديسمبر 2014
23. بنك الجزائر، (2015)، نشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 32، ديسمبر 2015
24. بنك الجزائر، (2016)، نشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 36، ديسمبر 2016
25. بنك الجزائر، (2017)، نشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 40، ديسمبر 2017
26. بنك الجزائر، (2018)، نشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 44، ديسمبر 2018
27. بنك الجزائر، (2019)، نشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 46، جوان 2019
28. بنك الجزائر، (2019)، نشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 47، سبتمبر 2019
29. بنك الجزائر، (2019)، نشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 48، ديسمبر 2019
30. بنك الجزائر، (2019)، نشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 49، مارس 2019
31. بنك الجزائر، (2020)، نشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 50، جوان 2020
32. بنك الجزائر، (2020)، نشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 51، سبتمبر 2020
33. بنك الجزائر، (2020)، نشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 52، ديسمبر 2020
34. بنك الجزائر، (2020)، نشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 53، مارس 2020
35. بنك الجزائر، (2021)، نشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 54، جوان 2021
36. بنك الجزائر، (2021)، نشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 55، سبتمبر 2021
37. بنك الجزائر، (2021)، نشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 56، ديسمبر 2021
38. بنك الجزائر، (2022)، نشرة الإحصائية الثلاثية، الثلاثي الأول لسنة 2022
39. بنك الجزائر، (2022)، نشرة الإحصائية الثلاثية، الثلاثي الثالث لسنة 2022 رقم 60
40. بنك الجزائر، (2022)، نشرة الإحصائية الثلاثية، الثلاثي الثاني لسنة 2022 رقم 59
41. بنك الجزائر، (2022)، نشرة الإحصائية الثلاثية، الثلاثي الرابع لسنة 2022 رقم 61
42. بنك الجزائر، (2023)، نشرة الإحصائية الثلاثية، الثلاثي الأول لسنة 2023 رقم 62
43. بنك الجزائر، (2023)، نشرة الإحصائية الثلاثية، الثلاثي الثالث لسنة 2023 رقم 64
44. بنك الجزائر، (2023)، نشرة الإحصائية الثلاثية، الثلاثي الثاني لسنة 2023 رقم 63
45. بنك الجزائر، (2023)، نشرة الإحصائية الثلاثية، الثلاثي الرابع لسنة 2023 رقم 65

46. بنك الجزائر، (2024)، نشرة الإحصائية الثلاثية، الثلاثي الأول لسنة 2024 رقم 66
47. بنك الجزائر، (2024)، نشرة الإحصائية الثلاثية، الثلاثي الثالث لسنة 2024 رقم 68
48. بنك الجزائر، (2024)، نشرة الإحصائية الثلاثية، الثلاثي الثاني لسنة 2024 رقم 67
49. بنك الجزائر، (2024)، نشرة الإحصائية الثلاثية، الثلاثي الرابع لسنة 2024 رقم 69
50. صندوق النقد الدولي .(2018) .الجزائر: مشاورات المادة الرابعة لسنة 2018. صندوق النقد الدولي .
https://www.imf.org/ar/news/articles/2018/06/01/pr18207-imf-executive-board-concludes-2018-article-iv-consultation-with-algeria

النصوص القانونية والتنظيمية

1. الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، قانون رقم 25–17 مؤرخ في 14 ديسمبر 2025، يتضمن قانون المالية لسنة 2026، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 88، 31 ديسمبر 2025
2. الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، قانون رقم 24–08 مؤرخ في 24 نوفمبر 2024، يتضمن قانون المالية لسنة 2025، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 84، الصادر في 26 ديسمبر 2024
3. الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية القانون رقم23– 09 المؤرخ في 21 جوان 2023، الصادر في 27 جوان 2023 رقم 43، يتضمن القانون النقدي المصرفي
4. بنك الجزائر. (2021). نظام رقم 21–02 المؤرخ في 10 جوان 2021 الصادر في الجريدة الرسمية رقم 49 في 22 جوان 2021، المتعلق بالبرنامج الخاص لإعادة التمويل.

المواقع الإلكترونية وقواعد البيانات

1. بنك الجزائر. (د.ت) .*وضعية بنك الجزائر* .تم الاطلاع عليه بتاريخ 2026/03/30، من: https://www.bank-of-algeria.dz/situation-de-la-banque-dalgerie/
2. بنك الجزائر. (د.ت). القروض الموجهة للاقتصاد. الموقع الرسمي لبنك الجزائر. تم الاطلاع عليه بتاريخ 2026/03/30، من: https://www.bank-of-algeria.dz/credit-a-leconomie/
3. بنك الجزائر. (د.ت). إحصائيات السوق. الموقع الرسمي لبنك الجزائر. تم الاطلاع عليه بتاريخ 2026/03/30، من : https://www.bank-of-algeria.dz/statistiques-du-marche/
4. بنك الجزائر. (د.ت). مؤشر أسعار الاستهلاك والتضخم. الموقع الرسمي لبنك الجزائر. تم الاطلاع عليه بتاريخ 2026/03/30، من: https://www.bank-of-algeria.dz/ipc-et-inflation/
5. بنك الجزائر. (د.ت). أسعار الصرف. الموقع الرسمي لبنك الجزائر. تم الاطلاع عليه بتاريخ 2026/03/30، من: https://www.bank-of-algeria.dz/taux-de-change-3/
6. بنك الجزائر. (د.ت). المؤشرات النقدية. الموقع الرسمي لبنك الجزائر. تم الاطلاع عليه بتاريخ 2026/03/30، من : https://www.bank-of-algeria.dz/indicateurs-monetaires/
7. بنك الجزائر. (د.ت). الإحصائيات المرتبطة. الموقع الرسمي لبنك الجزائر. تم الاطلاع عليه بتاريخ 2026/03/30، من : https://www.bank-of-algeria.dz/statistiques-associees/
8. البنك الدولي. (د.ت). قاعدة بيانات أسعار السلع الأساسية: البيانات التاريخية الشهرية] ملف .[Excel تم الاطلاع عليه بتاريخ 2026/03/30، من : https://thedocs.worldbank.org/en/doc/5d903e848db1d1b83e0ec8f744e55570-0350012021/related/CMO-Historical-Data-Monthly.xlsx

ثانيا :المراجع باللغة الأجنبية

Books

1. Bagehot, W. (1873). Lombard Street: A Description of the Money Market. Henry S. King & Co.
2. Blinder, A. S. (1999). Central banking in theory and practice. MIT Press.
3. Friedman, M. (1970). The Counter-Revolution in Monetary Theory. Institute of Economic Affairs (33).
4. Friedman, M., & Schwartz, A. J. (1963). A monetary history of the United States 1867–1960. Princeton University Press.
5. Keynes, J. M. (1936). The general theory of employment, interest and money. London: Macmillan.
6. Marshall, A. (1890). Principles of Economics (8th ed.). London: Macmillan and Co.
7. Mishkin, F. S. (2022). The Economics of Money, Banking, and Financial Markets (13th ed.). Pearson.
8. Potter, S. M., Smets, F., & Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (Éds.). (2019). Unconventional monetary policy tools: A cross-country analysis. Bank for International Settlements.
9. Ricardo, D. (1817). On the principles of political economy and taxation. London: John Murray.
10. Say, J. (1803). Traité d'économie politique, ou simple exposition de la manière dont se forment, se distribuent et se consomment les richesses (Livre 1 : De la production des richesses). (Deterville, Éd.). Paris.
11. Smith, A. (1776). The wealth of nations. London: Methuen.
12. Walras, L. (1874). Éléments d'économie politique pure, ou théorie de la richesse sociale. Lausanne: Imprimerie L. Corbaz & Cie.
13. Woodford, M. (2003). Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy. Princeton University Press.

Journal articles

1. ALPER, K., Binici, M., Demiralp, S., Kara, H., & Özlü, P. (2018). Reserve Requirements, Liquidity Risk, and Bank Lending Behavior. Journal of Money, Credit and Banking, 50(4), 817–827.
2. Altavilla, C., Carboni, G., & Motto, R. (2021). Asset Purchase Programs and Financial Markets: Lessons from the Euro Area. International Journal of Central Banking, 17(70), 1–48.
3. Andreeva, D. C., & García-Posada, M. (2021). The impact of the ECB's targeted long-term refinancing operations on banks' lending policies: The role of competition. Journal of Banking & Finance, 122, 105992. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2020.105992

4. Aoki, K., & Ueda, K. (2025). Survey of the effects of unconventional monetary policy in Japan. The Japanese Economic Review, 76(3), 587–619. https://doi.org/10.1007/s42973-025-00198-5

5. Bernanke, B. S. (2020). The New Tools of Monetary Policy. The American Economic Review, 110(4), 943–983.

6. Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. The Journal of Economic Perspectives, 9(4), 27–48. https://doi.org/10.1257/jep.9.4.27

7. Bernanke, B., & Mishkin, F. (1997). Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? Journal of Economic Perspectives, 11(2), 97–116. https://doi.org/10.1257/jep.11.2.97

8. Borio, C. (2014). The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? Journal of Banking & Finance, 45, 182–198. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.07.031

9. Boughrara, A., & Ghazouani, S. (2010). Is there a Bank Lending Channel of Monetary Policy in Selected MENA Countries? A Comparative Analysis. Middle East Development Journal, 2(2), 251–282. https://doi.org/10.1142/S1793812010000253

10. Brunner, K., & Meltzer, A. H. (1973). Mr. Hicks and the « Monetarists ». Economica, 40(157), 44–59.

11. Brunnermeier, M. K. (2009). Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008. Journal of Economic Perspectives, 23(1), 77–100.

12. Çelik, M., & Oğuş Binatlı, A. (2022). How Effective Are Macroprudential Policy Instruments? Evidence from Turkey. Economies, 10(4), 76. https://doi.org/10.3390/economies10040076

13. Clarida, R., Galí, J., & Gertler, M. (1999). The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. Journal of Economic Literature, 37(4), 1661–1707.

14. Coibion, O., Gorodnichenko, Y., Kueng, L., & Silvia, J. (2017). Innocent Bystanders? Monetary policy and inequality. Journal of Monetary Economics, 88, 70–89. https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2017.05.005

15. Di Maggio, M., Kermani, A., & Palmer, C. J. (2020). How Quantitative Easing Works: Evidence on the Refinancing Channel. The Review of Economic Studies, 87(3), 1498–1528. https://doi.org/10.1093/restud/rdz060

16. Eggertsson, G. B., & Woodford, M. (2003). The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy. Brookings Papers on Economic Activity, 34(1), 139–211. https://doi.org/10.1353/eca.2003.0010

17. Fabo, B., Jančoková, M., Kempf, E., & Pástor, Ľ. (2021). Fifty shades of QE: Comparing findings of central bankers and academics. Journal of Monetary Economics, 120, 1–20. https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2021.04.001

18. Friedman, M. (1968, March). The Role of Monetary Policy. The American Economic Review, 58(1), 1–17.

19. Gagnon, J., Raskin, M., Remache, J., & Sack, B. (2011). The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases. International Journal of Central Banking, 7(1), 3–43.

20. Gertler, M., & Karadi, P. (2011). A model of unconventional monetary policy. Journal of Monetary Economics, 58(1), 17–34. https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2010.10.004

21. Glocker, C., & Towbin, P. (2015). Reserve requirements as a macroprudential instrument – Empirical evidence from Brazil. Journal of Macroeconomics, 44, 158–176. https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2015.02.007

22. Goodfriend, M., & King, R. (1997). The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy. NBER Macroeconomics Annual, 12, 231–283.

23. Gürkaynak, R. S., Kısacıkoğlu, B., & Lee, S. S. (2023). Exchange rate and inflation under weak monetary policy: Turkey verifies theory. Economic Policy, 38(115), 519–560. https://doi.org/10.1093/epolic/eiad020

24. Hashem, H. Y., & Kamel, S. M. (2025). The Impact of Unconventional Monetary Policy on Economic Growth: Empirical Evidence from Emerging Markets with Special Reference to Egypt. مجلة جامعة الإسكندرية للعلوم الإدارية, 62(5), 383–418. https://doi.org/10.21608/acj.2025.451404

25. Helmy, O., Fayed, M., & Hussien, K. (2018). Exchange rate pass-through to inflation in Egypt: A structural VAR approach. Review of Economics and Political Science, 3(2), 2–19. https://doi.org/10.1108/REPS-07-2018-001

26. Honda, Y., & Inoue, H. (2019). The effectiveness of the negative interest rate policy in Japan: An early assessment. Journal of the Japanese and International Economies, 52, 142–153. https://doi.org/10.1016/j.jjie.2019.01.001

27. Ikeda, D., Li, S., Mavroeidis, S., & Zanetti, F. (2024). Testing the Effectiveness of Unconventional Monetary Policy in Japan and the United States. American Economic Journal: Macroeconomics, 16(2), 250–286. https://doi.org/10.1257/mac.20210169

28. Kara, A. H. (2013). Monetary Policy after the Global Crisis. Atlantic Economic Journal, 41(1), 51–74. https://doi.org/10.1007/s11293-012-9358-7

29. Koeda, J. (2019). Macroeconomic effects of quantitative and qualitative monetary easing measures. Journal of the Japanese and International Economies, 52, 121–141. https://doi.org/10.1016/j.jjie.2018.12.006

30. Krishnamurthy, A., & Vissing-Jorgensen, A. (2011). The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy. Brookings Papers on Economic Activity, 215–287.

31. Krugman, P. R., Dominguez, K. M., & Rogoff, K. (1998). It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap. Brookings Papers on Economic Activity, 1998(2), 137–205. https://doi.org/10.2307/2534694

32. Meinusch, A., & Tillmann, P. (2016). The macroeconomic impact of unconventional monetary policy shocks. Journal of Macroeconomics, 47, 58–67. https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2015.11.002

33. Mishkin, F. S. (2009). Is Monetary Policy Effective during Financial Crises? American Economic Review, 99(2), 573–577.

34. Nakashima, K., Shibamoto, M., & Takahashi, K. (2024). Identifying Quantitative and Qualitative Monetary Policy Shocks. International Journal of Central Banking, 20(3), 1–61.

35. Norden, L., Mesquita, D., & Wang, W. (2021). COVID-19, policy interventions and credit: The Brazilian experience. Journal of Financial Intermediation, 48, 100933. https://doi.org/10.1016/j.jfi.2021.100933

36. Oduncu, A., Akcelik, Y., & Ermisoglu, E. (2013). Reserve Options Mechanism: A New Macroprudential Tool to Limit the Adverse Effects of Capital Flow Volatility on Exchange Rates. Central Bank Review, 13(3), 45–60.

37. Rompolis, L. S. (2025). Quantitative easing, uncertainty, and risk aversion. Journal of Banking & Finance, 177, 107475. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2025.107475

38. Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., & Saint-Guilhem, A. (2025). An options-based impact study of the negative interest rate policy and forward guidance. Journal of Monetary Economics, 152, 103776. https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2025.103776

39. Sargent, T. J., & Wallace, N. (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. Quarterly Review, 5(3). https://doi.org/10.21034/qr.531

40. Shokr, M. A., Karim, Z. A., Jusoh, M., & Zaidi, M. A. S. S. (2014). The Bank Lending Channel of Monetary Policy? The Panel Evidence from Egypt. Gadjah Mada International Journal of Business, 16(3), 255. https://doi.org/10.22146/gamaijb.5659

41. Swanson, E. T. (2021). Measuring the effects of Federal Reserve forward guidance and asset purchases on financial markets. Journal of Monetary Economics, 118, 32–53. https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2020.09.003

42. Swanson, E. T. (2024). The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Conventional and Unconventional Monetary Policies. IMF Economic Review, 72(3), 1152–1184. https://doi.org/10.1057/s41308-024-00250-1

43. Taylor, J. (1993). Discretion versus policy rules in practice. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39, 195–214.

44. Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. Journal of Money, Credit and Banking, 1(1), 15–29.

45. Ugai, H. (2007). Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses. Monetary and Economic Studies, 25(1), 1–48.

46. Woodford, M. (2012). Methods of policy accommodation at the interest-rate lower bound. Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole, 185–288.

47. Zahaf, Y., & Chibi, A. (2022). The impact of unconventional monetary policy on inflation in Algeria: An empirical study by applying the ARDL model. Abaad Iktissadia Review, 12(2), 393–407.

Working papers and policy papers

1. Adrian, T., Erceg, C., Gray, S., & Sahay, R. (2021). Asset Purchases and Direct Financing: Guiding Principles for Emerging Markets and Developing Economies during COVID-19 and Beyond (IMF Departmental Papers No. 2021/023). International Monetary Fund. https://doi.org/10.5089/9781513594101.087

2. Al-Mashat, R., & Billmeier, A. (2007). The Monetary Transmission Mechanism in Egypt (IMF Working Paper WP/07/285). International Monetary Fund.

3. Andrade, P., Breckenfelder, J., De Fiore, F., Karadi, P., & Tristani, O. (2016). The ECB's asset purchase programme: An early assessment (Working Paper Series No. 1956). European Central Bank.

4. Bandeira, F. M., & Ornelas, J. R. H. (2026). Covid-19 Pandemic Crisis and Macroprudential Policy Measures in Brazil (Working Papers Series No. 642). Central Bank of Brazil, Research Department.

5. Binici, M., Kara, H., & Özlü, P. (2016). Unconventional Interest Rate Corridor and the Monetary Transmission: Evidence from Turkey (Working Paper No. 16/08). Central Bank of the Republic of Turkey.

6. Borio, C. (2014, January). Monetary policy and financial stability: what role in prevention and recovery? (BIS Working Papers No. 440). Bank for International Settlements.

7. Borio, C., & Disyatat, P. (2009). Unconventional monetary policies: An appraisal (BIS Working Papers No. 292). Bank for International Settlements.

8. Borio, C., & Zabai, A. (2016). Unconventional monetary policies: A re-appraisal (BIS Working Papers No. 570). Bank for International Settlements. https://www.bis.org/publ/work570.htm

9. Brei, M., & Moreno, R. (2018). Reserve requirements and capital flows in Latin America (BIS Working Papers No. 741). Bank for International Settlements.

10. Cour-Thimann, P., & Winkler, B. (2013). The ECB's non-standard monetary policy measures: The role of institutional factors and financial structure (Working Paper Series No. 1528). European Central Bank.

11. Engen, E., Laubach, T., & Reifschneider, D. (2015). The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies (Finance and Economics Discussion Series 2015-005). Board of Governors of the Federal Reserve System. https://doi.org/10.17016/feds.2015.005

12. Fleming, M. J., & Klagge, N. J. (2010). *The Federal Reserve's foreign exchange swap lines*. Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*,

16(4), 1–7. https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/current_issues/ci16-4.pdf

13. Fratto, C., Vannier, B. H., Mircheva, B., De Ferranti, D., & Poirson, M. H. (2021). Unconventional Monetary Policies in Emerging Markets and Frontier Countries (IMF Working Papers No. 2021/014). International Monetary Fund.
14. Gambetti, L., & Musso, A. (2017). The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme (APP) (Working Paper Series No. 2075). European Central Bank.
15. Ghysels, E., Idier, J., Manganelli, S., & Vergote, O. (2014). A high frequency assessment of the ECB Securities Markets Programme (Working Paper Series No. 1642). European Central Bank.
16. Haksar, V., & Kopp, E. (2020). *How can interest rates be negative?* Finance & Development, 57(1), 50–51. International Monetary Fund. https://www.imf.org/-/media/files/publications/fandd/article/2020/march/what-are-negative-interest-rates-basics.pdf
17. Holzmann, R. (2025). Unconventional monetary policy under review: Effects and side-effects (SUERF Policy Brief No. 1075). SUERF. https://www.suerf.org/wp-content/uploads/2025/01/SUERF-Policy-Brief-1075_Holzmann.pdf
18. International Monetary Fund. (2020). Twenty years of unconventional monetary policies: Lessons and way forward for the Bank of Japan (IMF Working Paper No. 20/226). International Monetary Fund.
19. Kiley, M. T., & Mishkin, F. S. (2024, March). Central banking post crises (NBER Working Paper No. 32237). National Bureau of Economic Research. https://doi.org/10.3386/w32237
20. Mesquita, M., & Torós, M. (2011). Brazil and the 2008 panic. In The global crisis and financial intermediation in emerging market economies (BIS Papers No. 54, pp. 113–120). Bank for International Settlements.
21. Miyao, R., & Okimoto, T. (2017). The Macroeconomic Effects of Japan's Unconventional Monetary Policies (Discussion Paper No. 17065). Research Institute of Economy, Trade and Industry (RIETI).
22. Schinasi, G. J. (2004). *Defining financial stability* (IMF Working Paper No. WP/04/187). International Monetary Fund. https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04187.pdf
23. Woodford, M. (2005, December). Central bank communication and policy effectiveness (NBER Working Paper No. 11898). National Bureau of Economic Research.

Reports and institutional publications

1. Bank for International Settlements (CGFS). (2023). Central bank asset purchases in response to the Covid-19 crisis (CGFS Papers No. 68). Bank for International Settlements. https://www.bis.org/publ/cgfs68.pdf

2. Bank of England. (2012). *Annual report and accounts 2012*. Bank of England. https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/annual-report/2012/boe-2012.pdf
3. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2022). Monetary Policy Report – February 2022: Part 2 – The Federal Reserve's Balance Sheet. https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/2022-02-mpr-part2.htm
4. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2025). Monetary Policy Report: June 2025. https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20250620_mprfullreport.pdf
5. Borio, C. (2023, March). Monetary policy under test [Point of view]. Finance & Development, International Monetary Fund. https://www.imf.org/en/publications/fandd/issues/2023/03/pov-monetary-policy-under-test-claudio-borio
6. Central Bank of Egypt. (2022). Central Bank of Egypt's Measures to Offset the Impact of COVID-19 [Report]. Central Bank of Egypt.
7. Central Bank of Egypt. (2023). Annual report 2022/2023. Central Bank of Egypt. https://www.cbe.org.eg/-/media/project/cbe/listing/research/annual-report/annual-report-2022-2023_-en.pdf
8. Central Bank of the Republic of Türkiye. (2023). Annual report 2023. https://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2023/pdf/TCMB-Annual-Report-2023.pdf
9. Central Bank of the Republic of Türkiye. (2024a). Annual report 2024. https://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2024/pdf/TCMB-Annual-Report-2024.pdf
10. Central Bank of the Republic of Türkiye. (2024b). Monetary policy for 2025. https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/656385fb-ab5b-4990-8408-c861206a2c5b/2025_Monetary_Policy.pdf
11. Central Bank of the Republic of Türkiye. (2025). Monetary policy for 2026. https://tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/c2ac62b6-3112-4f33-a6ad-3817defff0be/December28.pdf
12. European Central Bank. (2013). Annual report 2013. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013en.pdf
13. European Central Bank. (2023). Annual report 2023. https://www.ecb.europa.eu/press/annual-reports-financial-statements/annual/html/ecb.ar2023~d033c21ac2.en.html
14. Federal Reserve Bank of New York. (2024). Large-Scale Asset Purchases. New York Fed Markets. https://www.newyorkfed.org/markets/programs-archive/large-scale-asset-purchases
15. Federal Reserve Bank of St. Louis. (2014). The Rise and Eventual Fall in the Fed's Balance Sheet. Regional Economist. https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/january-2014/the-rise-and-eventual-fall-in-the-feds-balance-sheet

16. Federal Reserve Board. (2020). *Central bank liquidity swap lines*. Board of Governors of the Federal Reserve System. https://www.federalreserve.gov/regreform/reform-swaplines.htm
17. Federal Reserve. (2025, February 10). Monetary Policy Report – February 2025. https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/2025-02-mpr-statement.htm
18. International Monetary Fund. (2013). Unconventional Monetary Policies: Recent Experiences and Prospects. International Monetary Fund.
19. International Monetary Fund. (2019). *Financial soundness indicators compilation guide 2019*. International Monetary Fund. https://www.imf.org/-/media/files/data/2019/2019-fsi-guide.pdf
20. International Monetary Fund. (2020). Brazil: 2020 Article IV consultation – Press release; staff report; and statement by the Executive Director for Brazil (IMF Country Report No. 20/311). International Monetary Fund.
21. International Monetary Fund. (2024). Arab Republic of Egypt: First and second reviews under the Extended Fund Facility arrangement. International Monetary Fund. https://www.imf.org/en/-/media/files/publications/cr/2024/english/1egyea2024001.pdf
22. Labonte, M. (2015). Federal Reserve: Emergency Lending (CRS Report No. R44185). Congressional Research Service. https://crsreports.congress.gov/product/pdf/R/R44185
23. OECD. (2023). OECD economic surveys: Türkiye 2023. OECD Publishing. https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2023/02/oecd-economic-surveys-turkiye-2023_816ce823/864ab2ba-en.pdf
24. Office of Inspector General. (2010). The Federal Reserve's Section 13(3) Lending Facilities to Support Overall Market Liquidity: Function, Status, and Risk Management. Board of Governors of the Federal Reserve System.
25. World Bank. (2023). *Forging ahead: Restoring stability and boosting prosperity*. World Bank. https://thedocs.worldbank.org/en/doc/fd7f79460aa965e5f4c4c5577e0ea649-0070062023/related/PFR-1-Macroeconomic-Performance.pdf

Official statements, decisions and press releases

1. Banco Central do Brasil. (2026). Copom reduces the Selic rate to 14.50% p.a. https://www.bcb.gov.br/en/pressdetail/2658/nota
2. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2008, December 16). Federal Open Market Committee Statement, December 16, 2008. https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20081216a.htm
3. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2011, August 9). FOMC Statement, August 9, 2011. https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20110809a.htm
4. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2012a, January 25). FOMC Statement, January 25, 2012. https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20120125a.htm

5. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2012b, September 13). Federal Reserve Issues FOMC Statement. https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20120913a.htm

6. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2013, December 18). FOMC Statement, December 18, 2013. https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20131218a.htm

7. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2020). Minutes of the Federal Open Market Committee, March 15, 2020. https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20200315.htm

8. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2022, May 4). Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet. https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20220504b.htm

9. Central Bank of Egypt. (2024). Special MPC press release, 6 March 2024. https://www.cbe.org.eg/en/news-publications/news/2024/03/06/05/42/special-mpc-press-release-6-march-2024

10. Central Bank of Egypt. (2025). MPC decides to cut key policy rates by 225 basis points, 17 April 2025. https://www.cbe.org.eg/-/media/project/cbe/listing/mpc-meetings/2025/english/eng__mpc-press-release-apr-17-2025.pdf

11. Central Bank of Egypt. (2026). Circular dated 12 February 2026 regarding reserve ratio decrease from 18 percent to 16 percent. https://www.cbe.org.eg/-/media/project/cbe/listing/circulars/2026/feb/circular-dated-12-february-2026-regarding-reserve-ratio-decrease-from-18-percent-to-16-percent.pdf

12. Central Bank of the Republic of Türkiye. (2021). Press release on reserve requirements. https://tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/en/tcmb+en/main+menu/announcements/press+releases/2021/ano2021-10

13. Central Bank of the Republic of Türkiye. (2025). Press release on FX-protected deposit accounts. https://tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ce31fb51-024f-4524-8447-11043650acba/ANO2025-45.pdf

14. Federal Reserve. (2008, October 29). Federal Reserve announces the establishment of temporary reciprocal currency arrangements with Banco Central do Brasil, Banco de México, Bank of Korea, and Monetary Authority of Singapore. Board of Governors of the Federal Reserve System. https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20081029b.htm

15. International Monetary Fund. (2016). IMF Executive Board approves US$12 billion Extended Arrangement under the Extended Fund Facility for Egypt. https://www.imf.org/en/news/articles/2016/11/11/pr16501-egypt-executive-board-approves-12-billion-extended-arrangement

16. International Monetary Fund. (2024). IMF Executive Board completes the first and second reviews of the Extended Fund Facility arrangement for Egypt and approves augmentation of the arrangement.

https://www.imf.org/en/news/articles/2024/03/29/pr24101-egypt-imf-executive-board-completes-first-second-reviews-eff-approves-augmentation

17. World Bank. (2024). World Bank Group statement of support to Egypt's development and reform efforts. https://www.worldbank.org/en/news/statement/2024/03/18/world-bank-group-statement-of-support-to-egypt-s-development-and-reform-efforts

Websites and databases

1. Agência Brasil. (2026). Brazil's Central Bank cuts benchmark interest rate to 14.5% per year. https://agenciabrasil.ebc.com.br/en/economia/noticia/2026-04/brazils-central-bank-cuts-benchmark-interest-rate-145-year
2. Banco Central do Brasil. (2020a). Central Bank of Brazil announces BRL 1.2 trillion in liquidity to support the economy. https://www.bcb.gov.br/en/pressdetail/2321/nota
3. Banco Central do Brasil. (2020b). The CMN and BCB adopt countercyclical measures to face the Covid-19 pandemic crisis. https://www.bcb.gov.br/en/pressdetail/2322/nota
4. Banco Central do Brasil. (2026). Federal securities market (Selic). https://www.bcb.gov.br/en/financialstability/selicsystem
5. Banco Central do Brasil. (n.d.). Inflation targeting. https://www.bcb.gov.br/en/monetarypolicy/Inflationtargeting
6. Bank for International Settlements. (2015). Turkey's experience with macroprudential policy. https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap86q.pdf
7. Bank of Japan. (2006). The Bank's thinking on price stability. https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2006/mpo0603a.htm
8. Bank of Japan. (2010). Comprehensive monetary easing. https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2010/k101005.pdf
9. Bank of Japan. (2013). Introduction of the "quantitative and qualitative monetary easing". https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2013/k130404a.pdf
10. Bank of Japan. (2015). Money market operations in fiscal 2014. https://www.boj.or.jp/en/research/brp/ron_2015/ron150730a.htm
11. Bank of Japan. (2024a). Changes in the monetary policy framework. https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2024/k240319a.pdf
12. Bank of Japan. (2024b). Change in the guideline for money market operations and decision on the plan for the reduction of the purchase amount of Japanese government bonds. https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/state_2024/k240731a.htm
13. Bank of Japan. (2025). Change in the guideline for money market operations. https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2025/k250124a.pdf
14. Banque de France. (2024). Les politiques monétaires non conventionnelles. https://www.banque-france.fr/fr/publications-et-statistiques/publications/les-politiques-monetaires-non-conventionnelles

15. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2013). Maturity Extension Program and Reinvestment Policy. https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/maturityextensionprogram.htm

16. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2025). History of the FOMC's Policy Normalization Discussions and Communications. https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/policy-normalization-discussions-communications-history.htm

17. Borio, C. (2020). The prudential response to the Covid-19 crisis. Bank for International Settlements. https://www.bis.org/speeches/sp200630a.htm

18. Borio, C. (2024, December). Whither inflation targeting as a global monetary standard? Bank for International Settlements.

19. Caruana, J. (2009, November 18). Unconventional monetary policies in time of crisis. Bank for International Settlements. https://www.bis.org/speeches/sp091118.htm

20. Direction Générale du Trésor. (2018). Le réseau mondial des lignes de swap entre banques centrales (No. 231). Ministère de l'Économie et des Finances (France). https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/2018/11/06/tresor-eco-n-231-le-reseau-mondial-des-lignes-de-swap-entre-banques-centrales

21. European Central Bank. (2010a). ECB decides on measures to address severe tensions in financial markets. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html

22. European Central Bank. (2010b). Covered bond purchase programme completed. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100630.en.html

23. European Central Bank. (2012). Technical features of outright monetary transactions. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html

24. European Central Bank. (2014). ECB announces further details of the targeted longer-term refinancing operations. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140703_2.en.html

25. European Central Bank. (2019). Monetary policy decisions. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190307~7d8a9d2665.en.html

26. European Central Bank. (2020). ECB announces €750 billion Pandemic Emergency Purchase Programme. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html

27. European Central Bank. (2021a). Qu'est-ce que la politique monétaire ? https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me/html/what-is-monetary-policy.fr.html

28. European Central Bank. (2021b). TLTRO III and bank lending conditions. ECB Economic Bulletin. https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/articles/2021/html/ecb.ebart202106_02~35bf40777b.en.html

29. European Central Bank. (2022). Asset purchase programmes. https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html

30. European Central Bank. (2024). Pandemic emergency purchase programme. https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html

31. European Central Bank. (2025). TLTRO III phase-out and bank lending conditions. ECB Economic Bulletin. https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2025/html/ecb.ebbox202408_07~220d11edeb.en.html

32. International Monetary Fund. (2023, January). Monetary policy and central banking [Factsheet]. https://www.imf.org/ar/About/Factsheets/Sheets/2023/monetary-policy-and-central-banking

33. Turkish Statistical Institute. (2022). Consumer price index, October 2022. https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?dil=2&p=Consumer-Price-Index-October-2022-45799

قائمة الملاحق

الملاحق:

نتائج التقدير القياسي والسيناريوهات الاستشرافية — السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر

فهرس الملاحق

الملحق (1): التطور الزمني لمتغيرات الدراسة (2005–2024).

الملحق (2): البرنامج المستعمل في التقدير القياسي (برنامج R)

الملحق (3): النتائج التفصيلية لتحليل تباين خطأ التنبؤ (FEVD).

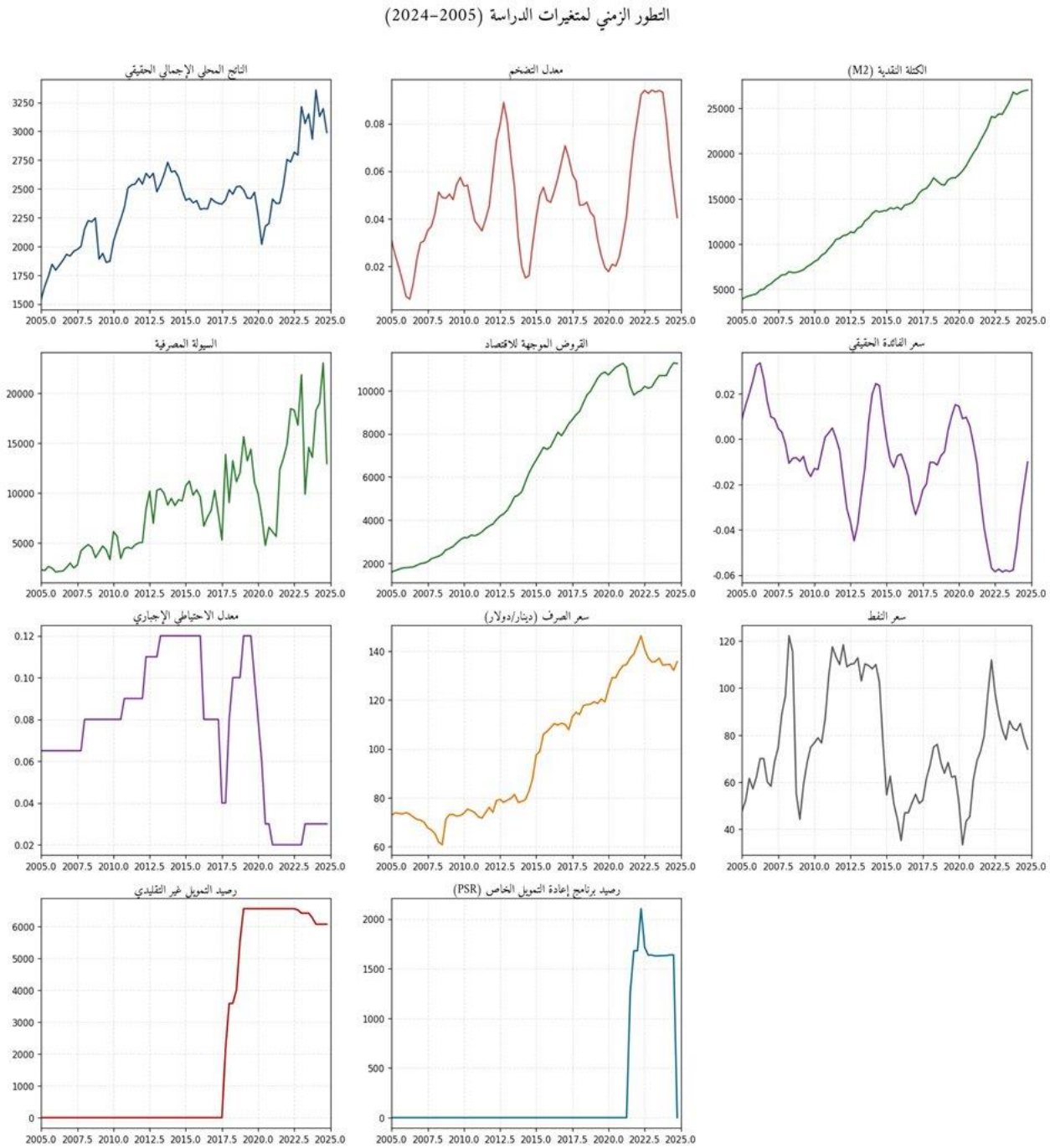
الملحق (4): نتائج اختبارات الصلاحية والتشخيص للنماذج.

الملحق (5): السيناريوهات الاستشرافية للسياسة النقدية.

الملحق (6): نتائج اختبارات السكون والتكامل المشترك

الملحق (1): التطور الزمني لمتغيرات الدراسة (2005–2024)

يعرض هذا الملحق المسار الزمني الفصلي للمتغيرات الإحدى عشرة المستعملة في الدراسة على امتداد الفترة 2005–2024، ثم جدولا يحدد رموز هذه المتغيرات ودلالاتها وطبيعة التحويل المطبق عليها.



الملحق (2): البرنامج المستعمل في التقدير القياسي (برنامج R)

يعرض هذا الملحق الشيفرة البرمجية الكاملة المستعملة في تقدير نماذج VAR حسب القناة، وفي إجراء اختبارات الصلاحية وتحليل دوال الاستجابة وتباين الخطأ وبناء السيناريوهات.

```
packages <- c("readxl", "dplyr", "tseries", "urca", "vars", "corrplot")
 for (p in packages) {
    if (!require(p, character.only = TRUE)) {
       install.packages(p, dependencies = TRUE)
       library(p, character.only = TRUE)
    }
 }
 H <- 24
 n_choc <- 8
 annee0 <- 2025
 k_exp <- 1.0
 k_ret <- 1.0
 niveau_conf <- 0.90
 idx_annee <- c(
    "2025" = 4,
    "2026" = 8,
    "2027" = 12,
    "2028" = 16,
    "2029" = 20,
    "2030" = 24
 )
 recettes_constatees <- c(
    "2025" = 8523.1,
    "2026" = 8009.0,
    "2027" = 8187.2,
    "2028" = 8412.7,
    "2029" = 8412.7 * 1.025
 )
 plafond_avance <- setNames(
    recettes_constatees[1:5] * 0.20,
    c("2026", "2027", "2028", "2029", "2030")
 )
data <- read_excel(file.choose())
names(data) <- trimws(names(data))
names(data)[1:2] <- c("Annee", "Trimestre")
data <- data %>% arrange(Annee, Trimestre)
D <- data %>% transmute(
```

```
  Annee,
  Trimestre,
  l_RGDP = log(RGDP),
  l_M2 = log(M2),
  l_CREDIT = log(CREDIT),
  l_LIQ = log(LIQ),
  l_EXR = log(EXR),
  l_OIL = log(OIL),
  CPI = CPI,
  TIR_REEL = TIR_REEL,
  RR = RR,
  FNC = FNC_STOCK,
  PSR = PSR_STOCK
)
D$d_covid <- as.integer(D$Annee == 2020 & D$Trimestre %in% 1:2)
exo_lvl <- as.matrix(D[, c("l_OIL", "d_covid")])
exo_d <- cbind(
  d_l_OIL = diff(exo_lvl[, "l_OIL"]),
  d_covid = exo_lvl[-1, "d_covid"]
)
exo_fut <- matrix(
  0,
  nrow = H,
  ncol = ncol(exo_d),
  dimnames = list(NULL, colnames(exo_d))
)
dir.create("figures_PMNC", showWarnings = FALSE)
# Tests de stationnarite (ADF, PP et KPSS)
variables_test <- c(
  "FNC", "PSR", "l_RGDP", "l_CREDIT", "l_LIQ", "l_EXR",
  "CPI", "TIR_REEL", "RR", "l_OIL", "l_M2"
)
stationnarite <- function(serie) {
  x <- as.numeric(na.omit(serie))
  adf <- urca::ur.df(x, type = "drift", lags = 8, selectlags = "AIC")
  c(
    ADF = as.numeric(adf@teststat[1]),
    PP_p = suppressWarnings(tseries::pp.test(x)$p.value),
    KPSS_p = suppressWarnings(tseries::kpss.test(x, null = "Level")$p.value)
  )
}
tests_niveau <- t(sapply(variables_test, function(v) stationnarite(D[[v]])))
tests_D1 <- t(sapply(variables_test, function(v) stationnarite(diff(D[[v]]))))
```

```
cat("\nTests de stationnarite au niveau :\n")
print(round(tests_niveau, 6))
cat("\nTests de stationnarite en difference premiere :\n")
print(round(tests_D1, 6))
write.csv(tests_niveau, "figures_PMNC/Stationnarite_niveau.csv", fileEncoding = "UTF-8")
write.csv(tests_D1, "figures_PMNC/Stationnarite_D1.csv", fileEncoding = "UTF-8")
# Test de Johansen (statistique Trace)
specifications_johansen <- list(
  Credit = list(variables = c("FNC", "PSR", "l_CREDIT", "l_RGDP"), p = 1),
  Liquidite = list(variables = c("FNC", "PSR", "l_LIQ", "l_RGDP"), p = 3),
  Taux = list(variables = c("FNC", "PSR", "TIR_REEL", "l_RGDP"), p = 3),
  Change = list(variables = c("FNC", "PSR", "l_EXR", "CPI"), p = 1),
  Reserve = list(variables = c("FNC", "PSR", "RR", "l_LIQ", "l_RGDP"), p = 1)
)
controles_johansen <- cbind(
  d_l_OIL = c(0, diff(D$l_OIL)),
  d_covid = D$d_covid
)
johansen <- function(variables, p, controles = NULL) {
  resultat <- urca::ca.jo(
    as.matrix(D[, variables, drop = FALSE]),
    type = "trace", ecdet = "const", K = p + 1,
    spec = "transitory", dumvar = controles
  )
  trace <- rev(as.numeric(resultat@teststat))
  critique <- rev(as.numeric(resultat@cval[, "5pct"]))
  rang <- 0L
  for (i in seq_along(trace)) {
    if (trace[i] > critique[i]) rang <- rang + 1L else break
  }
  c(Trace_r0 = trace[1], Critique_5pct = critique[1], Rang = rang)
}
resultats_johansen <- do.call(rbind, lapply(names(specifications_johansen), function(nom) {
  cfg <- specifications_johansen[[nom]]
  sans <- johansen(cfg$variables, cfg$p)
  avec <- johansen(cfg$variables, cfg$p, controles_johansen)
  data.frame(
    Modele = nom,
    Trace_sans_controles = unname(sans["Trace_r0"]),
    Trace_avec_controles = unname(avec["Trace_r0"]),
    Critique_5pct = unname(sans["Critique_5pct"]),
    Rang_sans_controles = unname(sans["Rang"]),
    Rang_avec_controles = unname(avec["Rang"])
```

```
  )
}))
cat("\nTest de Johansen :\n")
print(resultats_johansen, row.names = FALSE)
write.csv(resultats_johansen, "figures_PMNC/Johansen.csv", row.names = FALSE,
          fileEncoding = "UTF-8")
arch_lm_uni <- function(u, q = 4) {
  X <- embed(u^2, q + 1)
  fit <- lm(X[, 1] ~ X[, -1, drop = FALSE])
  round(pchisq(nrow(X) * summary(fit)$r.squared, df = q, lower.tail = FALSE), 4)
}
choisir_p <- function(endo, exo, p_max = 4, seuil = 0.05) {
  meilleur_p <- 1
  meilleure <- -Inf
  valide <- NA
  for (p in 1:p_max) {
    m <- try(VAR(endo, p = p, type = "const", exogen = exo), silent = TRUE)
    if (inherits(m, "try-error")) next
    pv <- serial.test(
      m,
      lags.pt = max(6, p + 4),
      type = "PT.asymptotic"
    )$serial$p.value
    if (pv > meilleure) {
      meilleure <- pv
      meilleur_p <- p
    }
    if (is.na(valide) && pv > seuil) {
     valide <- p
     break
    }
  }
  if (!is.na(valide)) {
    list(p = valide, pval = meilleure, ok = TRUE)
  } else {
    list(p = meilleur_p, pval = meilleure, ok = FALSE)
  }
}
tester_modele <- function(nom, var_mod, ordre, instruments) {
  dossier <- file.path("figures_PMNC", nom)
  dir.create(dossier, showWarnings = FALSE)
  pt <- serial.test(
    var_mod,
```

```
    lags.pt = max(6, var_mod$p + 4),
    type = "PT.asymptotic"
  )
  cat("\nModele :", nom, "\n")
  cat("Stable :", all(roots(var_mod) < 1), "\n")
  cat("Autocorrelation p =", round(pt$serial$p.value, 4), "\n")
  res <- residuals(var_mod)
  print(sapply(as.data.frame(res), arch_lm_uni))
  cat("Normalite JB p =", format.pval(normality.test(var_mod)$jb.mul$JB$p.value), "\n")
  png(file.path(dossier, "A_stabilite_CUSUM.png"), width = 1100, height = 850, res = 120)
  plot(stability(var_mod, type = "OLS-CUSUM"))
  dev.off()
  png(file.path(dossier, "C_correlation.png"), width = 900, height = 900, res = 120)
  corrplot(
    cor(D[, ordre], use = "complete.obs"),
    method = "color",
    type = "upper",
    addCoef.col = "black",
    tl.col = "black",
    tl.srt = 45,
    mar = c(0, 0, 1, 0)
  )
  dev.off()
  png(file.path(dossier, "C_acf_residus.png"), width = 1100, height = 850, res = 120)
  par(mfrow = c(2, 2), mar = c(4, 4, 2, 1))
  for (j in colnames(res)) acf(res[, j], main = paste("ACF -", j))
  dev.off()
  par(mfrow = c(1, 1))
  for (instr in instruments) {
    ir <- irf(
      var_mod,
      impulse = instr,
      response = setdiff(ordre, instruments),
      n.ahead = 12,
      ortho = TRUE,
      boot = TRUE,
      runs = 200
    )
    png(file.path(dossier, paste0("IRF_", instr, ".png")), width = 1000, height = 750, res = 120)
    plot(ir)
    dev.off()
  }
  fev <- fevd(var_mod, n.ahead = 12)
```

```
    png(file.path(dossier, "FEVD.png"), width = 1100, height = 850, res = 120)
    plot(fev)
    dev.off()
    fev
}
prevoir_niveaux <- function(var_mod, ordre, exo_fut, instr, delta_instr, is_taux) {
    fc <- predict(var_mod, n.ahead = nrow(exo_fut), dumvar = exo_fut)
    irf_i <- irf(
        var_mod,
        impulse = instr,
        response = ordre,
        n.ahead = nrow(exo_fut),
        ortho = FALSE,
        boot = FALSE
    )
    M <- irf_i$irf[[instr]]
    Hn <- nrow(exo_fut)
    add <- matrix(0, nrow = Hn, ncol = length(ordre))
    for (t in 1:Hn) {
        for (s in 1:t) {
            add[t, ] <- add[t, ] + delta_instr[s] * M[t - s + 1, ]
        }
    }
    dpred <- sapply(ordre, function(v) fc$fcst[[v]][, "fcst"]) + add
    lvl <- sapply(seq_along(ordre), function(j) {
        base <- tail(D[[ordre[j]]], 1)
        if (is_taux[j]) base + dpred[, j] else base + cumsum(dpred[, j])
    })
    colnames(lvl) <- ordre
    lvl
}
prevoir_reel <- function(var_mod, ordre, exo_fut, instr, delta_instr,
                         cible, est_log, est_taux, conf = 0.90) {
    fc <- predict(
        var_mod,
        n.ahead = nrow(exo_fut),
        dumvar = exo_fut,
        ci = conf
    )
    irf_i <- irf(
        var_mod,
        impulse = instr,
        response = ordre,
```

```
        n.ahead = nrow(exo_fut),
        ortho = FALSE,
        boot = FALSE
    )
    M <- irf_i$irf[[instr]]
    Hn <- nrow(exo_fut)
    jc <- which(ordre == cible)
    add <- numeric(Hn)
    for (t in 1:Hn) {
        for (s in 1:t) {
            add[t] <- add[t] + delta_instr[s] * M[t - s + 1, jc]
        }
    }
    base <- tail(D[[cible]], 1)
    recon <- function(dv) {
        if (est_taux) base + dv else base + cumsum(dv)
    }
    niv <- data.frame(
        central = recon(fc$fcst[[cible]][, "fcst"] + add),
        lower = recon(fc$fcst[[cible]][, "lower"] + add),
        upper = recon(fc$fcst[[cible]][, "upper"] + add)
    )
    if (est_log) niv <- exp(niv)
    niv
}
fan_chart <- function(nom, niveaux, vars_trace, cols) {
    dates <- annee0 + (0:(H - 1)) / 4
    png(file.path("figures_PMNC", paste0("PROSPECTIVE_", nom, ".png")),
        width = 1150, height = 820, res = 120)
    par(mfrow = c(length(vars_trace), 1), mar = c(4, 4, 3, 1))
    for (v in vars_trace) {
        yl <- range(sapply(niveaux, function(m) m[, v]))
        plot(
            dates,
            niveaux[[1]][, v],
            type = "l",
            lwd = 2,
            col = cols[1],
            ylim = yl,
            xlab = "Annee",
            ylab = v,
            main = paste0(nom, " - ", v, " : scenarios PMNC")
        )
```

```
      for (k in 2:length(niveaux)) {
        lines(dates, niveaux[[k]][, v], lwd = 2, col = cols[k])
      }
      legend(
        "topleft",
        legend = names(niveaux),
        col = cols,
        lwd = 2,
        bty = "n",
        cex = 0.8
      )
    }
    dev.off()
    par(mfrow = c(1, 1))
}
pct_effet <- function(scenario, reference, est_log) {
    if (est_log) {
      100 * (exp(scenario - reference) - 1)
    } else {
      100 * (scenario / reference - 1)
    }
}
make_ligne_annuelle <- function(nom, effet) {
    data.frame(
      Canal = nom,
      A_2025 = as.numeric(effet[1]),
      A_2026 = as.numeric(effet[2]),
      A_2027 = as.numeric(effet[3]),
      A_2028 = as.numeric(effet[4]),
      A_2029 = as.numeric(effet[5]),
      A_2030 = as.numeric(effet[6]),
      row.names = NULL,
      check.names = FALSE
    )
}
canaux <- list(
    Credit = list(
      canal = "l_CREDIT",
      objectif = "l_RGDP",
      taux = c(FALSE, FALSE, FALSE, FALSE)
    ),
    Liquidite = list(
      canal = "l_LIQ",
```

```
    objectif = "l_RGDP",
    taux = c(FALSE, FALSE, FALSE, FALSE)
  ),
  Taux = list(
    canal = "TIR_REEL",
    objectif = "l_RGDP",
    taux = c(FALSE, FALSE, TRUE, FALSE)
  ),
  Change = list(
    canal = "l_EXR",
    objectif = "CPI",
    taux = c(FALSE, FALSE, FALSE, TRUE)
  )
)
recap_valid <- data.frame()
recap_prosp <- data.frame()
for (nom in names(canaux)) {
  cfg <- canaux[[nom]]
  ordre <- c("FNC", "PSR", cfg$canal, cfg$objectif)
  endo_d <- diff(as.matrix(D[, ordre]))
  sel <- choisir_p(endo_d, exo_d)
  p_opt <- sel$p
  var_mod <- VAR(endo_d, p = p_opt, type = "const", exogen = exo_d)
  fev <- tester_modele(nom, var_mod, ordre, c("FNC", "PSR"))
  fobj <- fev[[cfg$objectif]]
  hf <- nrow(fobj)
  sd_psr <- sd(diff(D$PSR), na.rm = TRUE)
  niveaux <- list(
    Reference = prevoir_niveaux(
     var_mod, ordre, exo_fut, "PSR",
     rep(0, H),
     cfg$taux
    ),
  PSR_Expansion = prevoir_niveaux(
    var_mod, ordre, exo_fut, "PSR",
    c(rep(k_exp * sd_psr, n_choc), rep(0, H - n_choc)),
    cfg$taux
  ),
  Retrait = prevoir_niveaux(
    var_mod, ordre, exo_fut, "PSR",
    c(rep(-k_ret * sd_psr, n_choc), rep(0, H - n_choc)),
    cfg$taux
  )
```

```
)
fan_chart(
  nom,
  niveaux,
  c(cfg$canal, cfg$objectif),
  c(Reference = "black", PSR_Expansion = "forestgreen", Retrait = "red")
)
obj <- cfg$objectif
ref <- niveaux$Reference[H, obj]
est_log <- !cfg$taux[4]
recap_valid <- rbind(
  recap_valid,
  data.frame(
    Canal = nom,
    p = p_opt,
    Resid_blancs = sel$ok,
    Stable = all(roots(var_mod) < 1),
    FEVD_FNC_pct = round(100 * fobj[hf, "FNC"], 2),
    FEVD_PSR_pct = round(100 * fobj[hf, "PSR"], 2),
    row.names = NULL
  )
)
recap_prosp <- rbind(
  recap_prosp,
  data.frame(
    Canal = nom,
    Objectif = obj,
    Ref_reel = round(if (est_log) exp(ref) else ref, ifelse(est_log, 1, 4)),
    PSR_Exp_pct = round(pct_effet(niveaux$PSR_Expansion[H, obj], ref, est_log), 3),
      Retrait_pct = round(pct_effet(niveaux$Retrait[H, obj], ref, est_log), 3),
      row.names = NULL
    )
  )
}
ordre2 <- c("FNC", "PSR", "RR", "l_LIQ", "l_RGDP")
taux2 <- c(FALSE, FALSE, TRUE, FALSE, FALSE)
endo2 <- diff(as.matrix(D[, ordre2]))
sel2 <- choisir_p(endo2, exo_d)
p2 <- sel2$p
var2 <- VAR(endo2, p = p2, type = "const", exogen = exo_d)
fev_rr <- tester_modele("ReserveObligatoire", var2, ordre2, c("FNC", "PSR", "RR"))
sd_rr <- sd(diff(D$RR), na.rm = TRUE)
niveaux2 <- list(
```

```
  Reference = prevoir_niveaux(
    var2, ordre2, exo_fut, "RR",
    rep(0, H),
    taux2
  ),
  RR_Baisse = prevoir_niveaux(
    var2, ordre2, exo_fut, "RR",
    c(rep(-k_exp * sd_rr, n_choc), rep(0, H - n_choc)),
    taux2
  ),
  RR_Hausse = prevoir_niveaux(
    var2, ordre2, exo_fut, "RR",
    c(rep(k_exp * sd_rr, n_choc), rep(0, H - n_choc)),
    taux2
  )
)
fan_chart(
  "ReserveObligatoire",
  niveaux2,
  c("l_LIQ", "l_RGDP"),
  c(Reference = "black", RR_Baisse = "forestgreen", RR_Hausse = "red")
)
refrr_gdp <- niveaux2$Reference[H, "l_RGDP"]
refrr_liq <- niveaux2$Reference[H, "l_LIQ"]
recap_rr <- data.frame(
  Modele = "Reserve obligatoire",
  p = p2,
  Resid_blancs = sel2$ok,
  RR_Baisse_LIQ_pct = round(
   pct_effet(niveaux2$RR_Baisse[H, "l_LIQ"], refrr_liq, TRUE),
   3
  ),
  RR_Hausse_LIQ_pct = round(
   pct_effet(niveaux2$RR_Hausse[H, "l_LIQ"], refrr_liq, TRUE),
   3
  ),
  RR_Baisse_RGDP_pct = round(
   pct_effet(niveaux2$RR_Baisse[H, "l_RGDP"], refrr_gdp, TRUE),
   3
  ),
  RR_Hausse_RGDP_pct = round(
   pct_effet(niveaux2$RR_Hausse[H, "l_RGDP"], refrr_gdp, TRUE),
   3
```

```
    ),
    row.names = NULL
)
encours_ponctuel <- c(
    0,
    plafond_avance["2026"],
    0,
    0,
    0,
    0
)
encours_permanent <- c(
    0,
    plafond_avance[c("2026", "2027", "2028", "2029", "2030")]
)
vers_trim <- function(enc, H) {
    da <- diff(enc)
    d <- numeric(H)
    for (a in 1:5) {
        q0 <- a * 4 + 1
        q1 <- min(a * 4 + 4, H)
        if (q0 <= H) d[q0:q1] <- da[a] / 4
    }
    d
}
traj_ponctuel <- vers_trim(encours_ponctuel, H)
traj_permanent <- vers_trim(encours_permanent, H)
tab_encours_avance <- data.frame(
    Annee = 2025:2030,
    Ponctuel = round(encours_ponctuel, 1),
    Permanent = round(encours_permanent, 1)
)
write.csv(
    tab_encours_avance,
    "figures_PMNC/AVANCE_encours_annuel.csv",
    row.names = FALSE
)
recap_avance <- data.frame()
for (nom in names(canaux)) {
    cfg <- canaux[[nom]]
    ordre <- c("FNC", "PSR", cfg$canal, cfg$objectif)
    endo_d <- diff(as.matrix(D[, ordre]))
    p_opt <- choisir_p(endo_d, exo_d)$p
```

```
    var_mod <- VAR(endo_d, p = p_opt, type = "const", exogen = exo_d)
    obj <- cfg$objectif
    est_log <- !cfg$taux[4]
    est_taux <- cfg$taux[4]
    ref <- prevoir_reel(
        var_mod, ordre, exo_fut, "FNC",
    rep(0, H),
    obj, est_log, est_taux,
    niveau_conf
)
pon <- prevoir_reel(
    var_mod, ordre, exo_fut, "FNC",
    traj_ponctuel,
    obj, est_log, est_taux,
    niveau_conf
)
per <- prevoir_reel(
    var_mod, ordre, exo_fut, "FNC",
    traj_permanent,
    obj, est_log, est_taux,
    niveau_conf
)
dec <- ifelse(est_taux, 4, 1)
tab <- data.frame(
    Annee = names(idx_annee),
    Reference = round(ref$central[idx_annee], dec),
    borne_basse = round(ref$lower[idx_annee], dec),
    borne_haute = round(ref$upper[idx_annee], dec),
    Ponctuel = round(pon$central[idx_annee], dec),
    Permanent = round(per$central[idx_annee], dec)
)
write.csv(
    tab,
    file.path("figures_PMNC", paste0("AVANCE_", nom, ".csv")),
    row.names = FALSE
)
dates <- annee0 + (0:(H - 1)) / 4
png(file.path("figures_PMNC", paste0("AVANCE_", nom, ".png")),
     width = 1100, height = 720, res = 120)
yl <- range(ref$lower, ref$upper, pon$central, per$central)
plot(
    dates,
    ref$central,
```

```
    type = "l",
    lwd = 2,
    lty = 2,
    col = "black",
    ylim = yl,
    xlab = "Annee",
    ylab = obj,
    main = paste0(nom, " - ", obj, " : avance au Tresor")
)
polygon(
    c(dates, rev(dates)),
    c(ref$lower, rev(ref$upper)),
    col = rgb(0, 0, 0, 0.07),
    border = NA
)
lines(dates, pon$central, lwd = 2, col = "darkorange")
lines(dates, per$central, lwd = 2, col = "red")
legend(
    "topleft",
    c("Reference (+IC 90%)", "Avance ponctuelle", "Avance permanente"),
    col = c("black", "darkorange", "red"),
    lwd = 2,
    lty = c(2, 1, 1),
    bty = "n",
    cex = 0.8
)
dev.off()
recap_avance <- rbind(
    recap_avance,
    data.frame(
     Canal = nom,
     Objectif = obj,
     Permanent_vs_Ref_pct = round(
      100 * (per$central[H] / ref$central[H] - 1),
      3
          ),
          row.names = NULL
       )
    )
}
write.csv(
    recap_valid,
    "figures_PMNC/SYNTHESE_1_validite_FEVD.csv",
```

```
    row.names = FALSE
)
write.csv(
    recap_prosp,
    "figures_PMNC/SYNTHESE_2_scenarios_PSR.csv",
    row.names = FALSE
)
write.csv(
    recap_rr,
    "figures_PMNC/SYNTHESE_3_reserve.csv",
    row.names = FALSE
)
write.csv(
    recap_avance,
    "figures_PMNC/SYNTHESE_4_avance.csv",
    row.names = FALSE
)
psr_exp_an <- data.frame()
psr_ret_an <- data.frame()
sd_psr <- sd(diff(D$PSR), na.rm = TRUE)
for (nom in names(canaux)) {
    cfg <- canaux[[nom]]
    obj <- cfg$objectif
    est_log <- !cfg$taux[4]
    ordre <- c("FNC", "PSR", cfg$canal, obj)
    endo_d <- diff(as.matrix(D[, ordre]))
    p_opt <- choisir_p(endo_d, exo_d)$p
    vm <- VAR(endo_d, p = p_opt, type = "const", exogen = exo_d)
    refN <- prevoir_niveaux(
        vm, ordre, exo_fut, "PSR",
        rep(0, H),
        cfg$taux
    )[, obj]
    expN <- prevoir_niveaux(
        vm, ordre, exo_fut, "PSR",
        c(rep(k_exp * sd_psr, n_choc), rep(0, H - n_choc)),
        cfg$taux
    )[, obj]
    retN <- prevoir_niveaux(
        vm, ordre, exo_fut, "PSR",
        c(rep(-k_ret * sd_psr, n_choc), rep(0, H - n_choc)),
        cfg$taux
    )[, obj]
```

```
  effet_exp <- round(
    pct_effet(expN[idx_annee], refN[idx_annee], est_log),
    3
  )
  effet_ret <- round(
    pct_effet(retN[idx_annee], refN[idx_annee], est_log),
    3
  )
  psr_exp_an <- rbind(
    psr_exp_an,
    make_ligne_annuelle(nom, effet_exp)
  )
  psr_ret_an <- rbind(
    psr_ret_an,
    make_ligne_annuelle(nom, effet_ret)
  )
}
write.csv(
  psr_exp_an,
  "figures_PMNC/ANNEXE_A1_PSR_expansion_annuel.csv",
  row.names = FALSE
)
write.csv(
  psr_ret_an,
  "figures_PMNC/ANNEXE_A2_PSR_retrait_annuel.csv",
  row.names = FALSE
)
refRR_LIQ <- niveaux2$Reference[, "l_LIQ"]
baiRR_LIQ <- niveaux2$RR_Baisse[, "l_LIQ"]
hauRR_LIQ <- niveaux2$RR_Hausse[, "l_LIQ"]
refRR_GDP <- niveaux2$Reference[, "l_RGDP"]
baiRR_GDP <- niveaux2$RR_Baisse[, "l_RGDP"]
hauRR_GDP <- niveaux2$RR_Hausse[, "l_RGDP"]
effet_baisse_rr_liq <- round(
  pct_effet(baiRR_LIQ[idx_annee], refRR_LIQ[idx_annee], TRUE),
  3
)
effet_hausse_rr_liq <- round(
  pct_effet(hauRR_LIQ[idx_annee], refRR_LIQ[idx_annee], TRUE),
  3
)
effet_baisse_rr_gdp <- round(
  pct_effet(baiRR_GDP[idx_annee], refRR_GDP[idx_annee], TRUE),
```

```
    3
)
effet_hausse_rr_gdp <- round(
    pct_effet(hauRR_GDP[idx_annee], refRR_GDP[idx_annee], TRUE),
    3
)
rr_baisse_liq_an <- make_ligne_annuelle(
    "Baisse RR - Liquidite",
    effet_baisse_rr_liq
)
rr_hausse_liq_an <- make_ligne_annuelle(
    "Hausse RR - Liquidite",
    effet_hausse_rr_liq
)
rr_baisse_gdp_an <- make_ligne_annuelle(
    "Baisse RR - PIB reel",
    effet_baisse_rr_gdp
)
rr_hausse_gdp_an <- make_ligne_annuelle(
    "Hausse RR - PIB reel",
    effet_hausse_rr_gdp
)
rr_annuel_complet <- rbind(
    rr_baisse_liq_an,
    rr_hausse_liq_an,
    rr_baisse_gdp_an,
    rr_hausse_gdp_an
)
write.csv(
    rr_annuel_complet,
    "figures_PMNC/ANNEXE_B_RR_liquidite_et_PIB_annuel.csv",
    row.names = FALSE
)
avance_ponctuelle_an <- data.frame()
avance_permanente_an <- data.frame()
for (nom in names(canaux)) {
    cfg <- canaux[[nom]]
    obj <- cfg$objectif
    est_log <- !cfg$taux[4]
    est_taux <- cfg$taux[4]
    ordre <- c("FNC", "PSR", cfg$canal, obj)
    endo_d <- diff(as.matrix(D[, ordre]))
    p_opt <- choisir_p(endo_d, exo_d)$p
```

```
  vm <- VAR(endo_d, p = p_opt, type = "const", exogen = exo_d)
  ref <- prevoir_reel(
    vm, ordre, exo_fut, "FNC",
    rep(0, H),
    obj, est_log, est_taux,
    niveau_conf
  )
  pon <- prevoir_reel(
    vm, ordre, exo_fut, "FNC",
    traj_ponctuel,
    obj, est_log, est_taux,
    niveau_conf
  )
  per <- prevoir_reel(
    vm, ordre, exo_fut, "FNC",
    traj_permanent,
    obj, est_log, est_taux,
    niveau_conf
  )
  effet_pon <- round(
    100 * (pon$central[idx_annee] / ref$central[idx_annee] - 1),
    3
  )
  effet_per <- round(
    100 * (per$central[idx_annee] / ref$central[idx_annee] - 1),
    3
  )
  avance_ponctuelle_an <- rbind(
    avance_ponctuelle_an,
    make_ligne_annuelle(nom, effet_pon)
  )
  avance_permanente_an <- rbind(
    avance_permanente_an,
    make_ligne_annuelle(nom, effet_per)
  )
}
write.csv(
  avance_ponctuelle_an,
  "figures_PMNC/ANNEXE_C1_avance_ponctuelle_annuel.csv",
  row.names = FALSE
)
write.csv(
  avance_permanente_an,
```

```
    "figures_PMNC/ANNEXE_C2_avance_permanente_annuel.csv",
    row.names = FALSE
)
psr_exp_an$Scenario <- "PSR Expansion"
psr_ret_an$Scenario <- "PSR Retrait"
rr_annuel_complet$Scenario <- "Reserve obligatoire"
avance_ponctuelle_an$Scenario <- "Avance ponctuelle"
avance_permanente_an$Scenario <- "Avance permanente"
annexe_globale <- rbind(
    psr_exp_an,
    psr_ret_an,
    rr_annuel_complet,
    avance_ponctuelle_an,
    avance_permanente_an
)
annexe_globale <- annexe_globale[, c(
    "Scenario",
    "Canal",
    "A_2025",
    "A_2026",
    "A_2027",
    "A_2028",
    "A_2029",
    "A_2030"
)]
write.csv(
    annexe_globale,
    "figures_PMNC/ANNEXE_D_tableau_global_effets_annuels.csv",
    row.names = FALSE
)
print(recap_valid)
print(recap_prosp)
print(recap_rr)
print(recap_avance)
print(psr_exp_an)
print(psr_ret_an)
print(rr_annuel_complet)
print(avance_ponctuelle_an)
print(avance_permanente_an)
print(annexe_globale)
cat("\nTermine sans erreur.\n")
cat("Figures et fichiers CSV disponibles dans :", file.path(getwd(), "figures_PMNC"), "\n")
```

الملحق (3): النتائج التفصيلية لتحليل تباين خطأ التنبؤ (FEVD)

تعرض الجداول الآتية التحليل التفصيلي لتباين خطأ التنبؤ لكل قناة من قنوات الانتقال النقدي، موزعاً على آفاق زمنية مختلفة (1، 4، 8، 12 فصلا)، مع نسب مساهمة كلٍّ من أداتَي السياسة النقدية غير التقليدية (FNC وPSR) ومتغير القناة في تفسير تباين المتغير الهدف (النسب بالمئة %).

جدول 1.3: قناة القرض المصرفي — تحليل تباين l_RGDP

الأفق (فصل)	FNC	PSR	l_CREDIT	l_RGDP
1	0.14	0.41	0.00	99.44
4	0.51	0.93	4.93	93.63
8	0.52	0.93	4.95	93.59
12	0.52	0.93	4.95	93.59

جدول 2.3: قناة السيولة المصرفية — تحليل تباين l_RGDP

الأفق (فصل)	FNC	PSR	l_LIQ	l_RGDP
1	0.05	0.06	2.08	97.81
4	2.29	8.99	6.05	82.67
8	3.25	9.21	8.04	79.51
12	3.33	9.27	8.05	79.35

جدول 3.3: قناة سعر الفائدة الحقيقي — تحليل تباين l_RGDP

الأفق (فصل)	FNC	PSR	TIR_REEL	l_RGDP
1	0.19	0.39	0.12	99.30
4	1.12	9.52	3.51	85.85
8	1.94	9.71	4.68	83.67
12	2.01	9.71	4.70	83.58

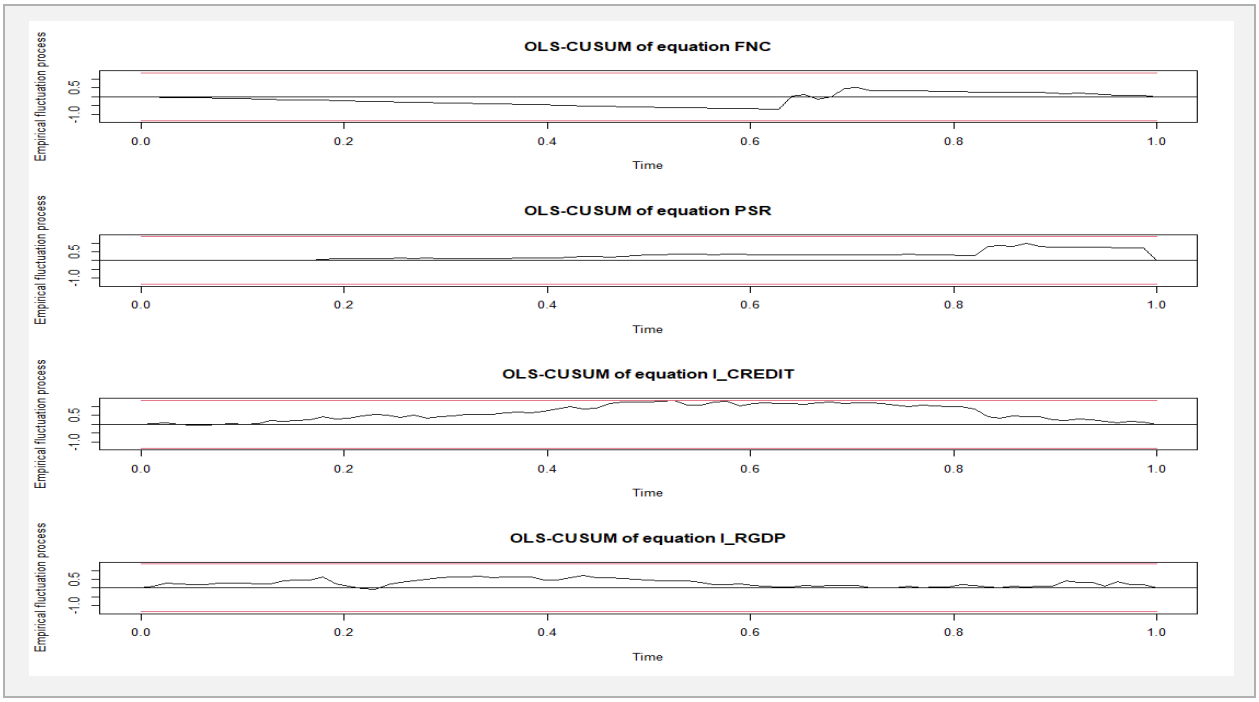
جدول4.3: قناة سعر الصرف — تحليل تباين CPI

الأفق (فصل)	FNC	PSR	l_EXR	CPI
1	0.17	4.70	4.83	90.30
4	1.67	4.61	6.53	87.19
8	2.13	4.60	6.52	86.74
12	2.19	4.60	6.52	86.69

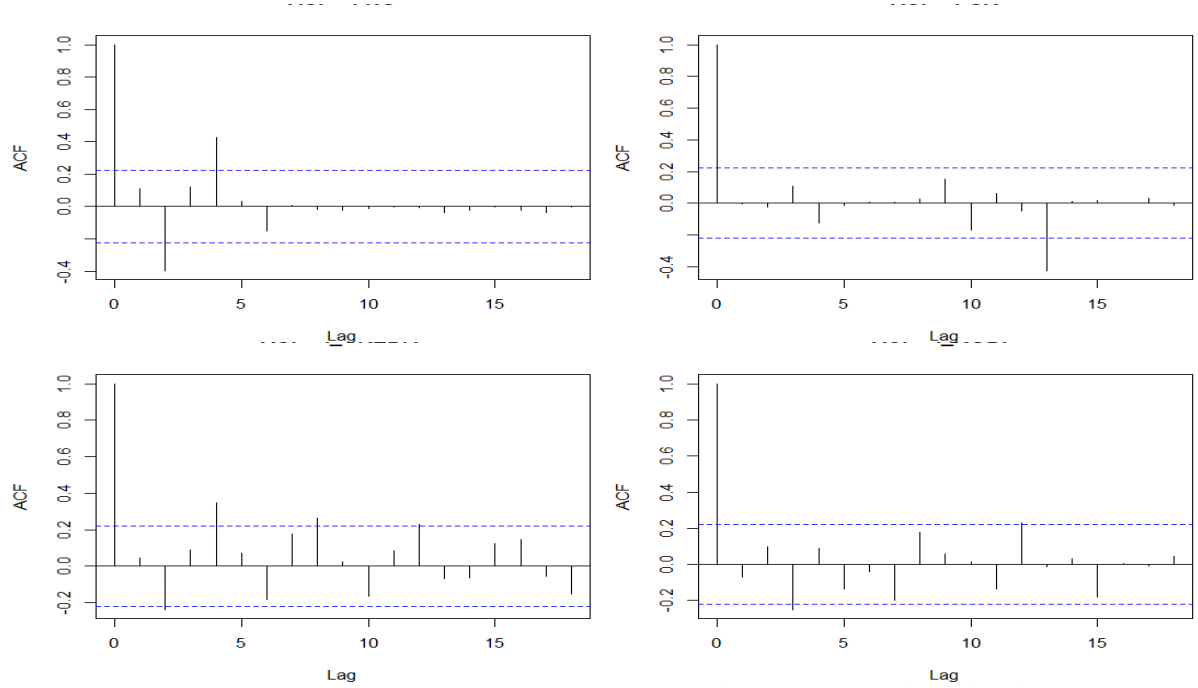
الملحق (4): نتائج اختبارات الصلاحية والتشخيص للنماذج

يعرض هذا الملحق، نموذجا بنموذج، نتائج التحقق من صلاحية النماذج وتحليلها الدينامِكي: اختبار الاستقرار البنيوي (OLS-CUSUM)، الارتباط الذاتي للبواقي (ACF)، مصفوفة الارتباط، تحليل تباين الخطأ (FEVD)، ودوال الاستجابة للصدمات (مجالات ثقة بالـ Bootstrap، 200 تكرار، عند مستوى 95%). تتقاسم النماذج الخمسة أداتَي السياسة { FNC, PSR } وتختلف في قناة الانتقال المدروسة.

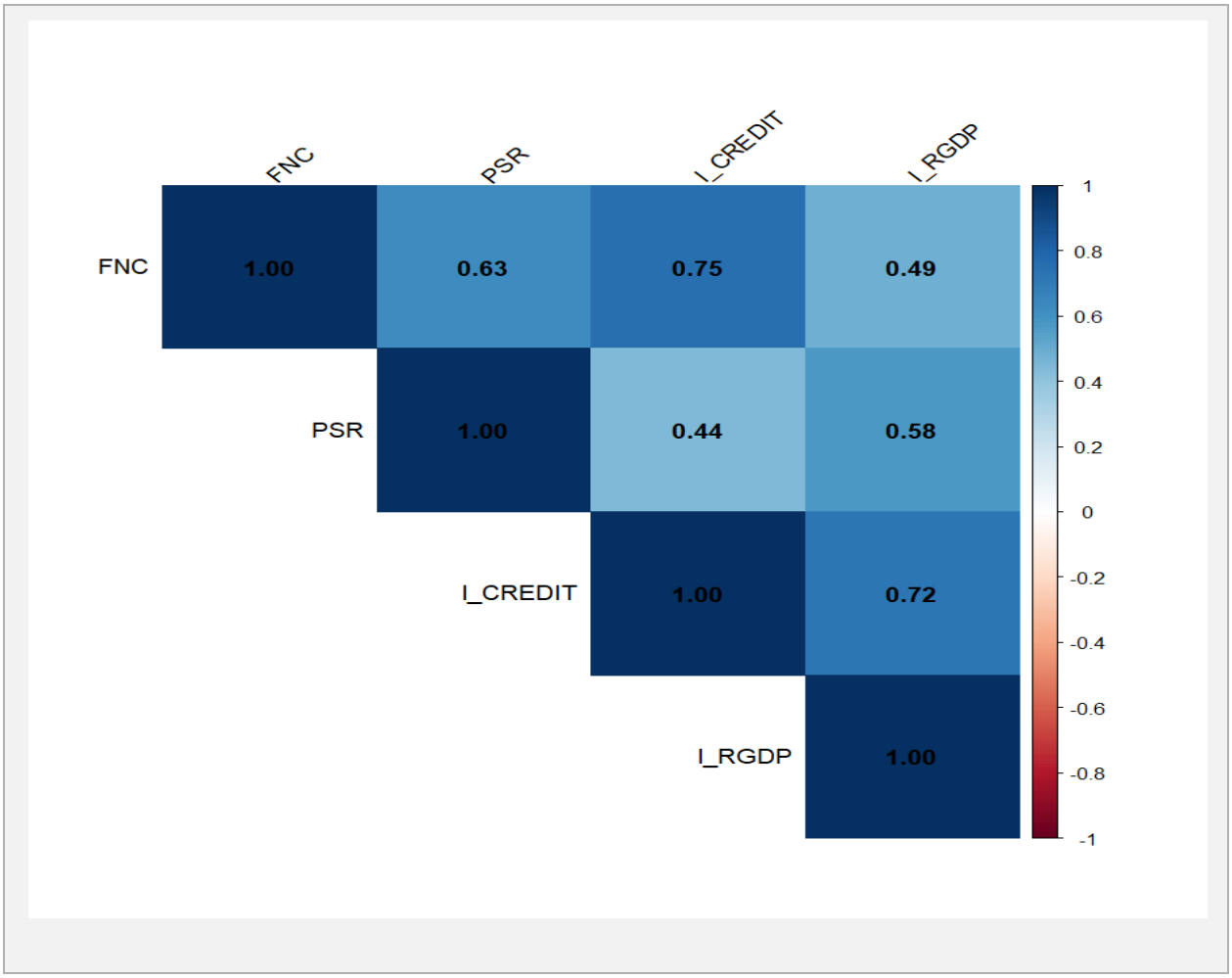
النموذج 1: قناة الائتمان المصرفي { FNC, PSR, I_CREDIT, I_RGDP }



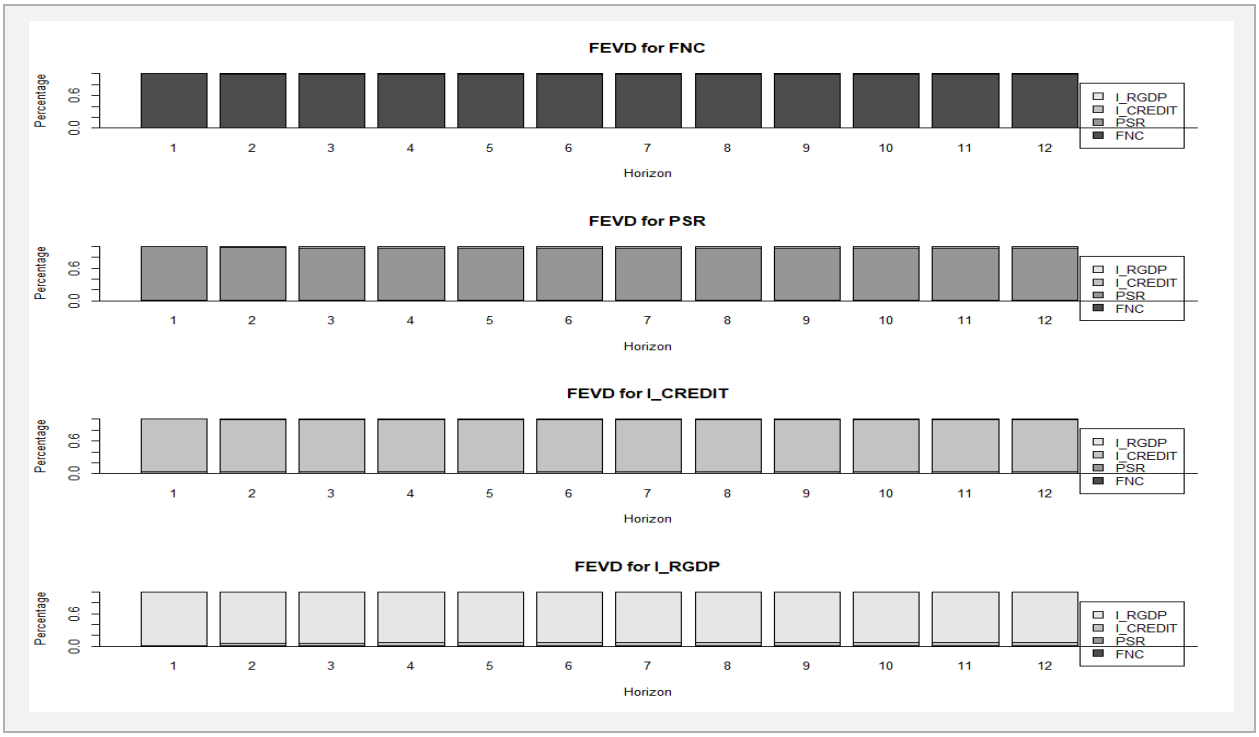
الشكل 1.4: اختبار الاستقرار البنيوي (OLS-CUSUM) — النموذج 1



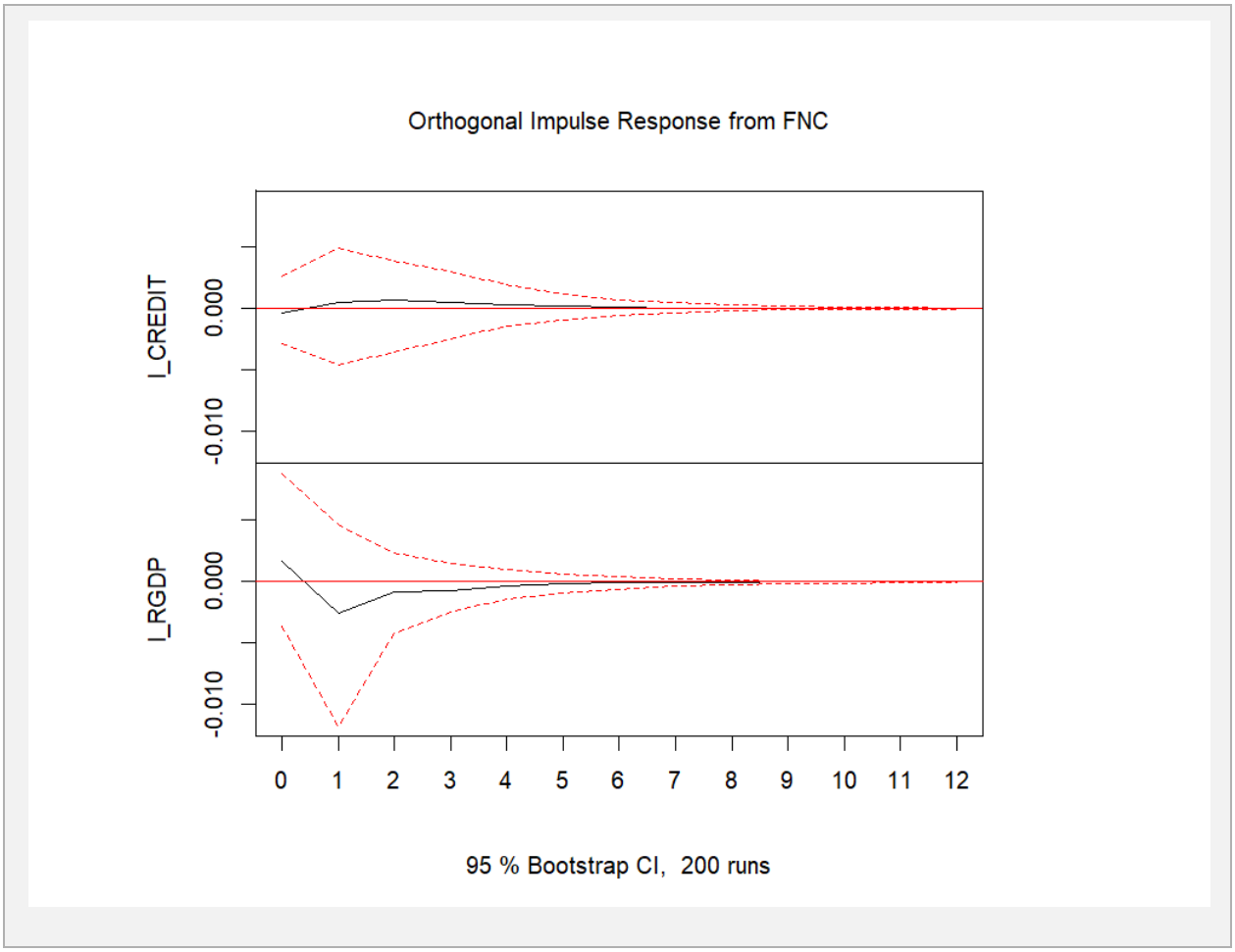
الشكل 2.4: الارتباط الذاتي لبواقي النموذج (ACF) — النموذج 1



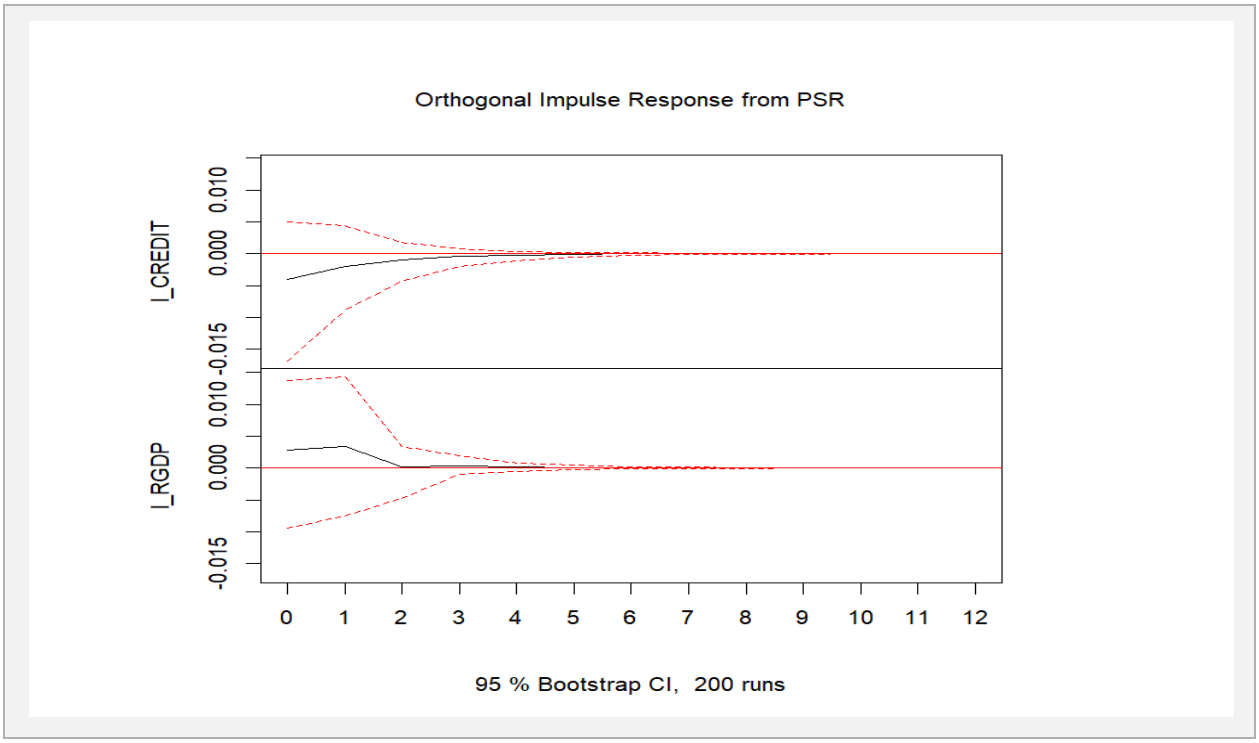
الشكل 3.4: مصفوفة الارتباط بين المتغيرات — النموذج 1



الشكل 4.4: تحليل تباين خطأ التنبؤ (FEVD) — النموذج 1

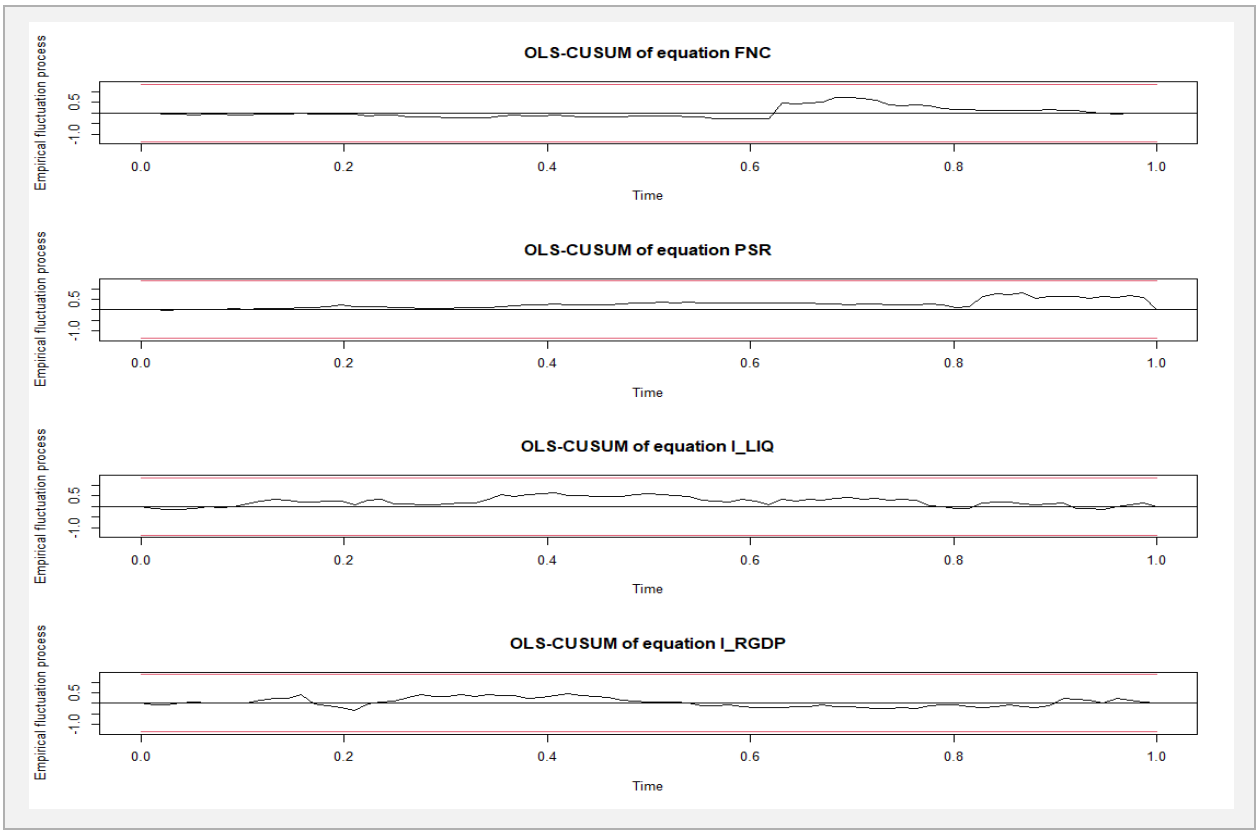


الشكل 5.4: دوال الاستجابة للصدمات (صدمة FNC) — النموذج 1

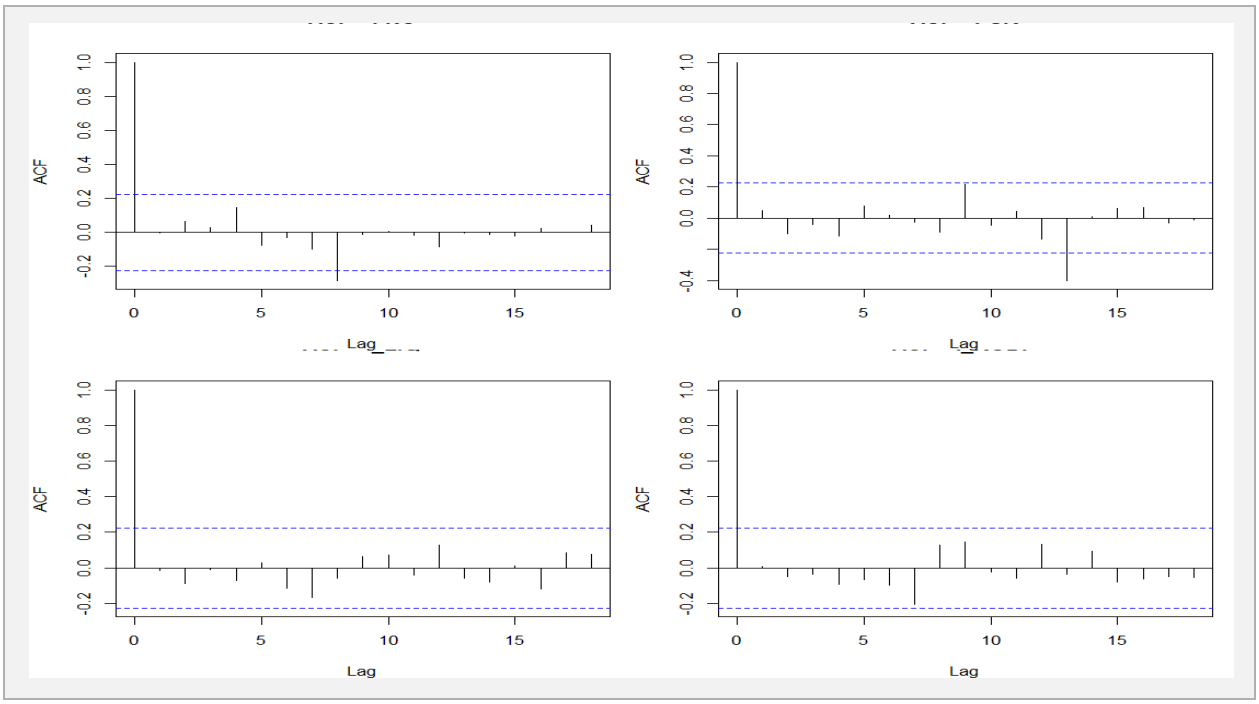


الشكل 6.4: دوال الاستجابة للصدمات (صدمة PSR) — النموذج 1

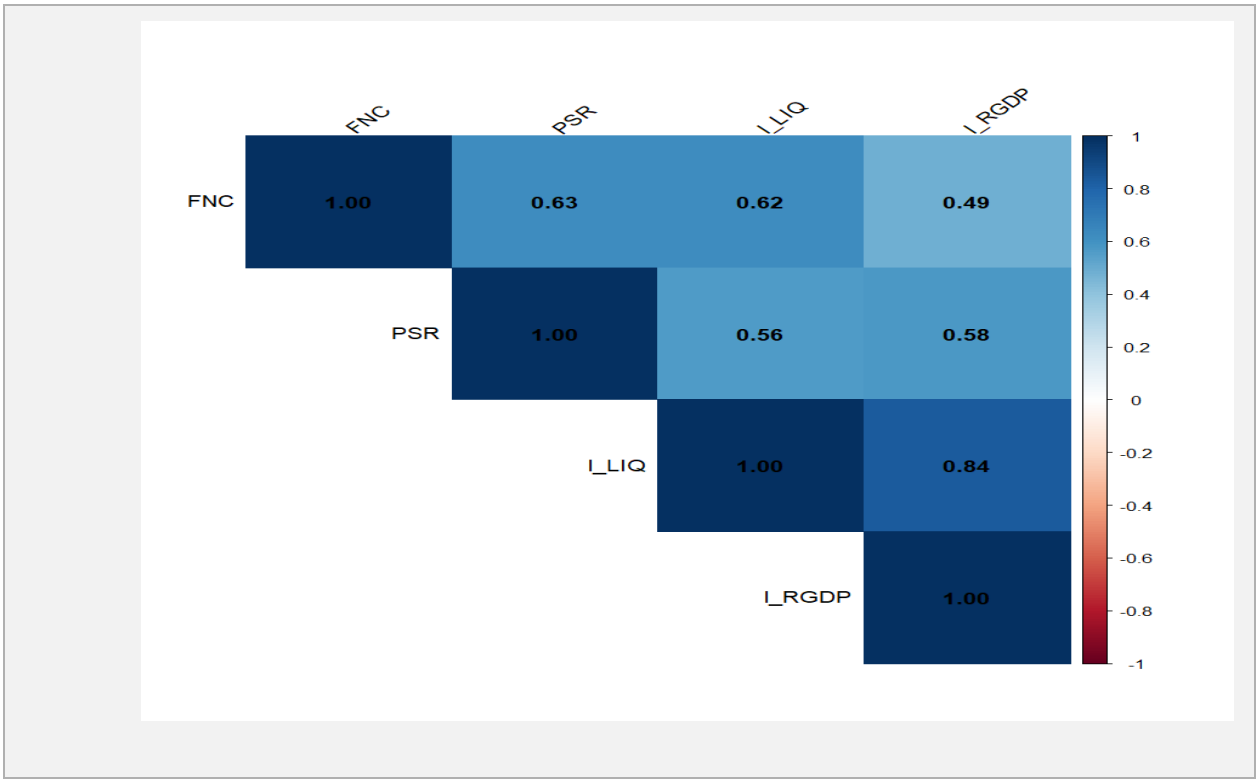
النموذج 2: قناة السيولة المصرفية { FNC, PSR, l_LIQ, l_RGDP }



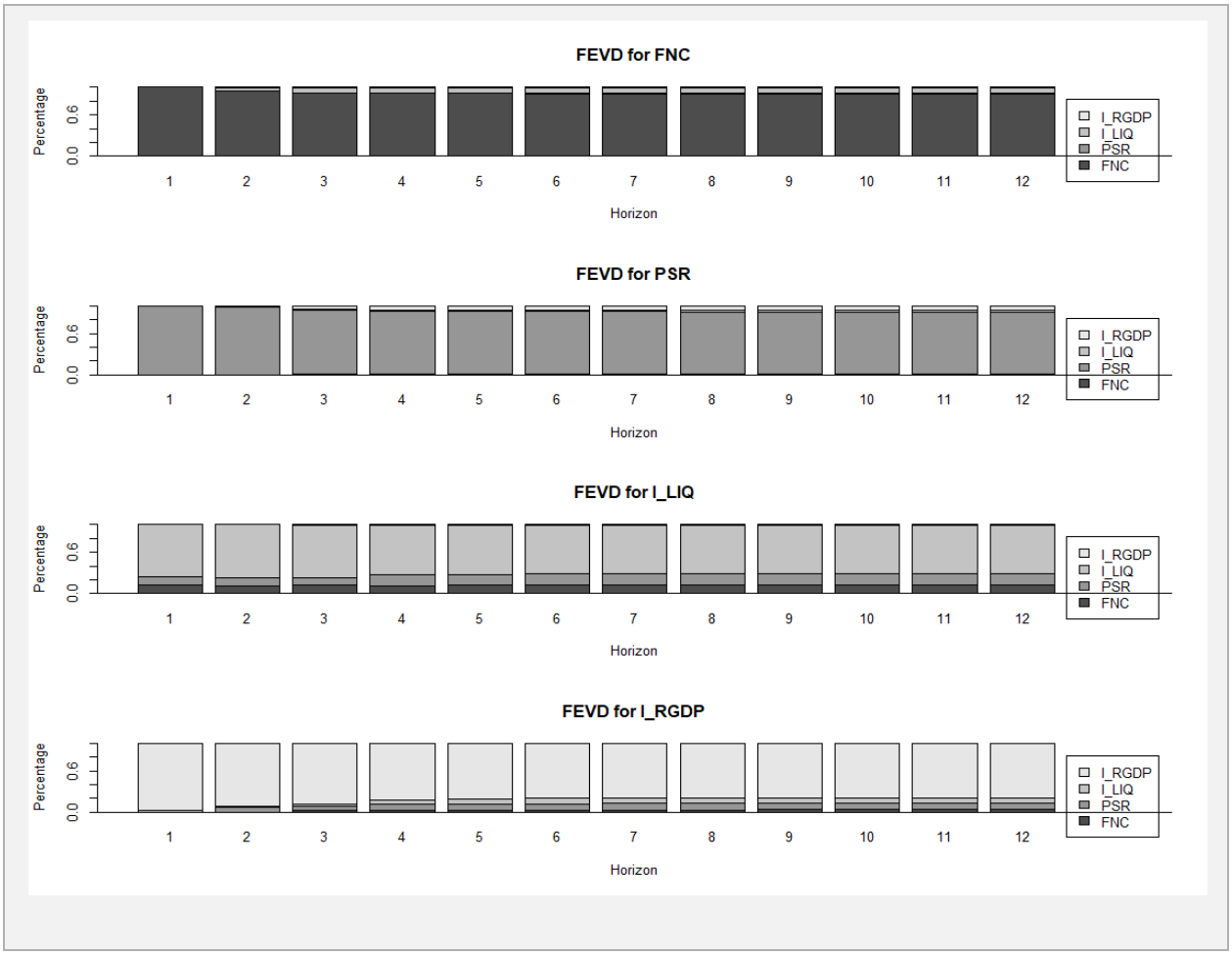
الشكل 7.4: اختبار الاستقرار البنيوي (OLS-CUSUM) — النموذج 2



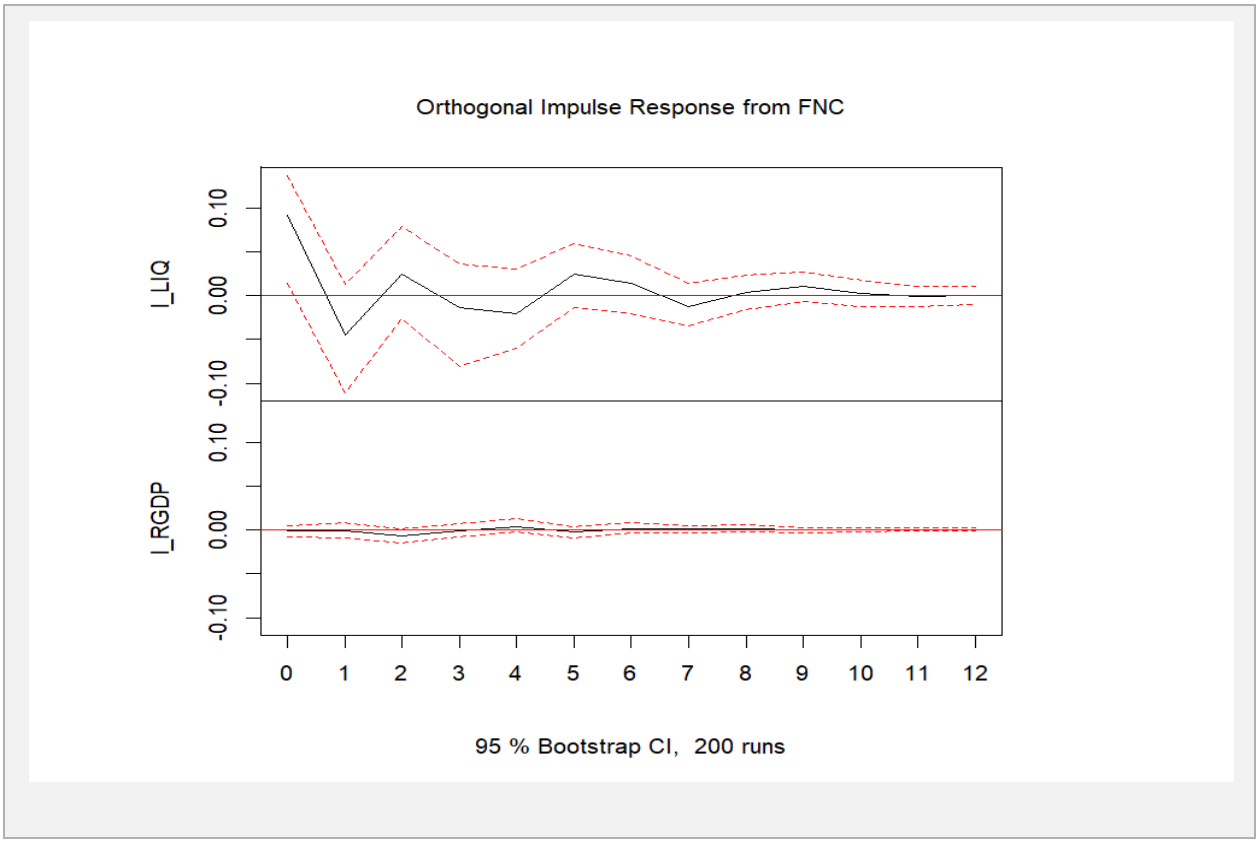
الشكل8.4: الارتباط الذاتي لبواقي النموذج (ACF) — النموذج 2



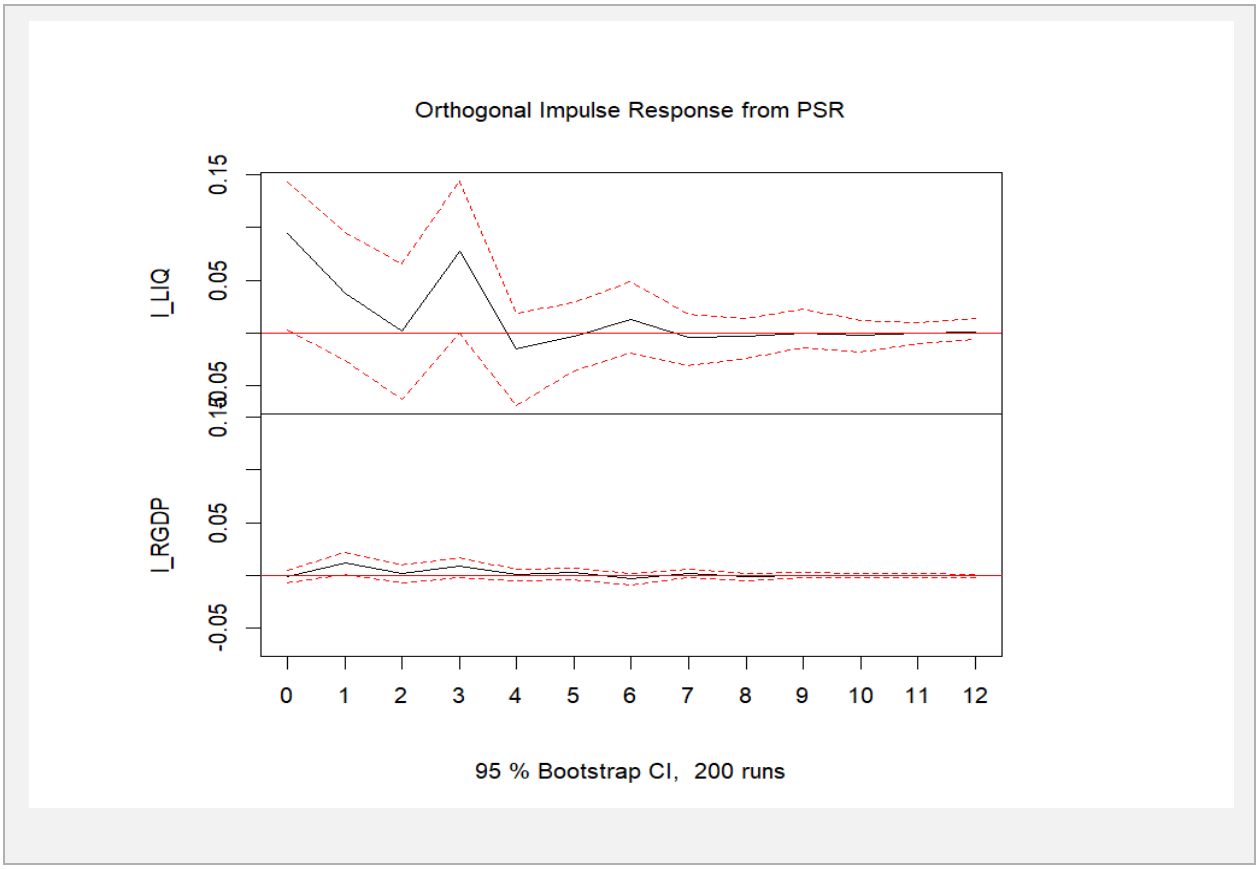
الشكل 9.4: مصفوفة الارتباط بين المتغيرات — النموذج 2



الشكل 10.4: تحليل تباين خطأ التنبؤ (FEVD) — النموذج 2

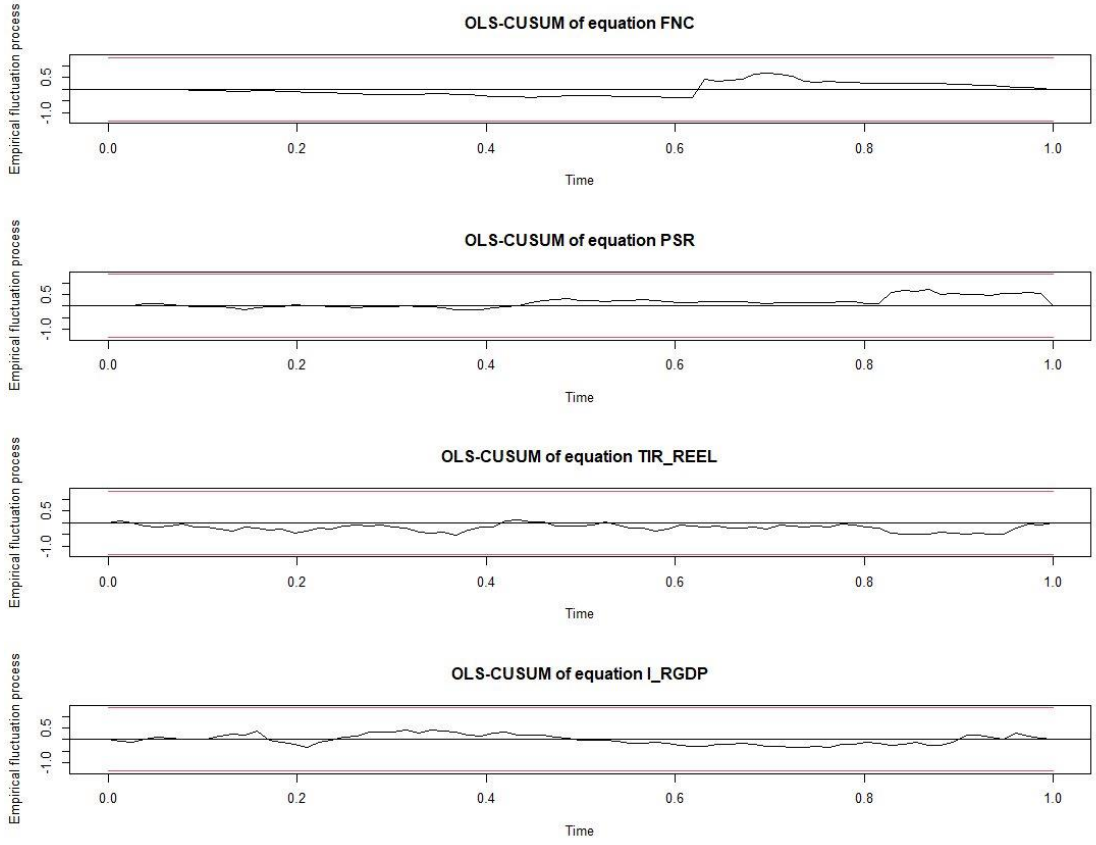


الشكل 11.4: دوال الاستجابة للصدمات (صدمة FNC) — النموذج 2

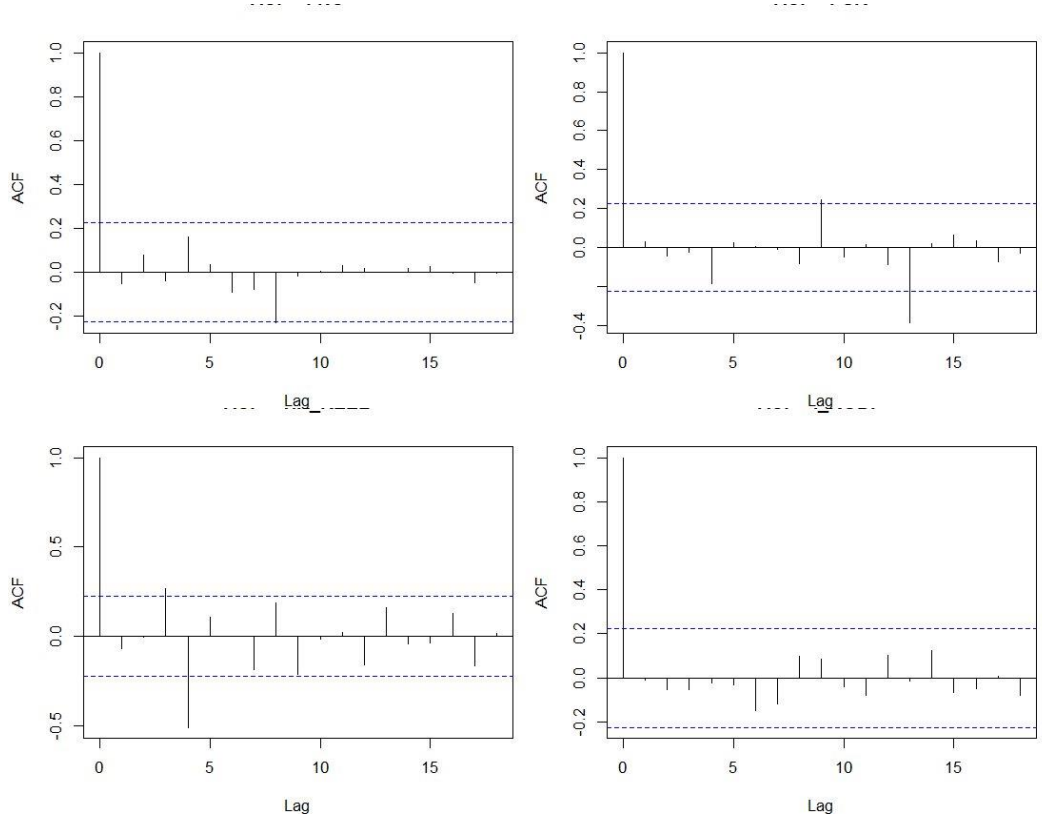


الشكل 12.4: دوال الاستجابة للصدمات (صدمة PSR) — النموذج 2

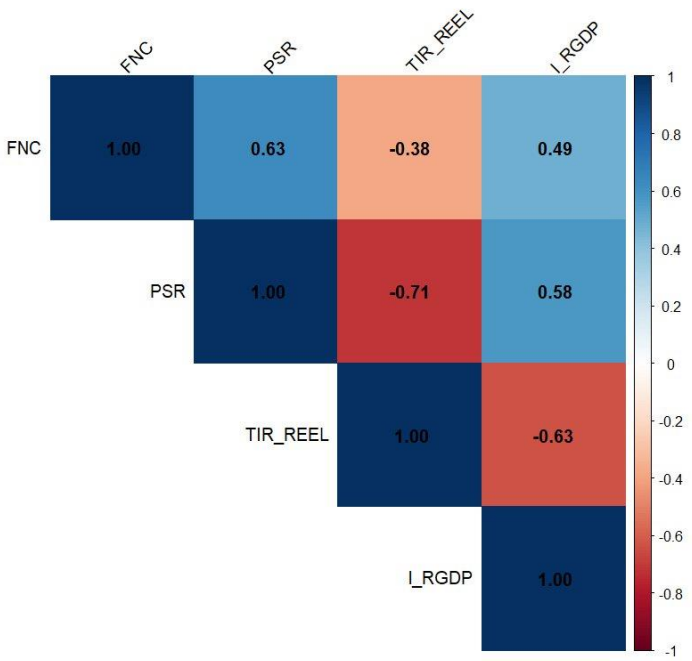
النموذج 3: قناة سعر الفائدة الحقيقي { FNC, PSR, TIR_REEL, l_RGDP }



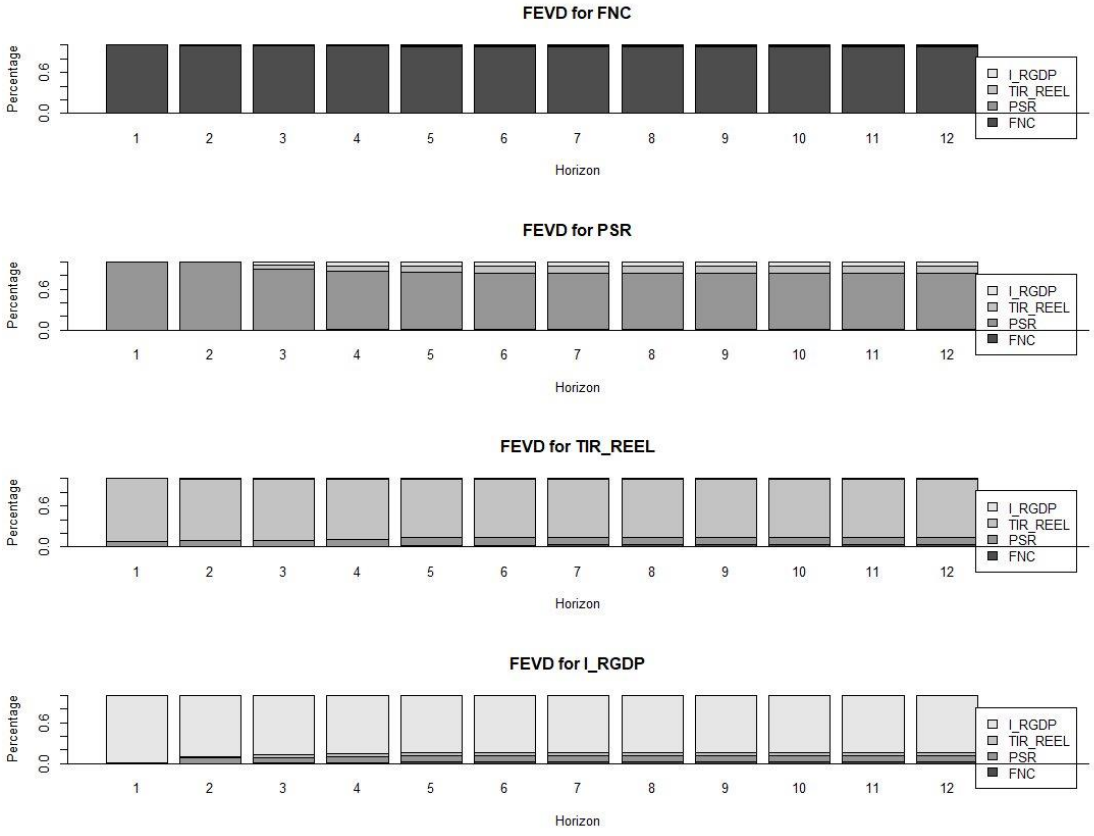
الشكل 13.4: اختبار الاستقرار البنيوي (OLS-CUSUM) — النموذج 3



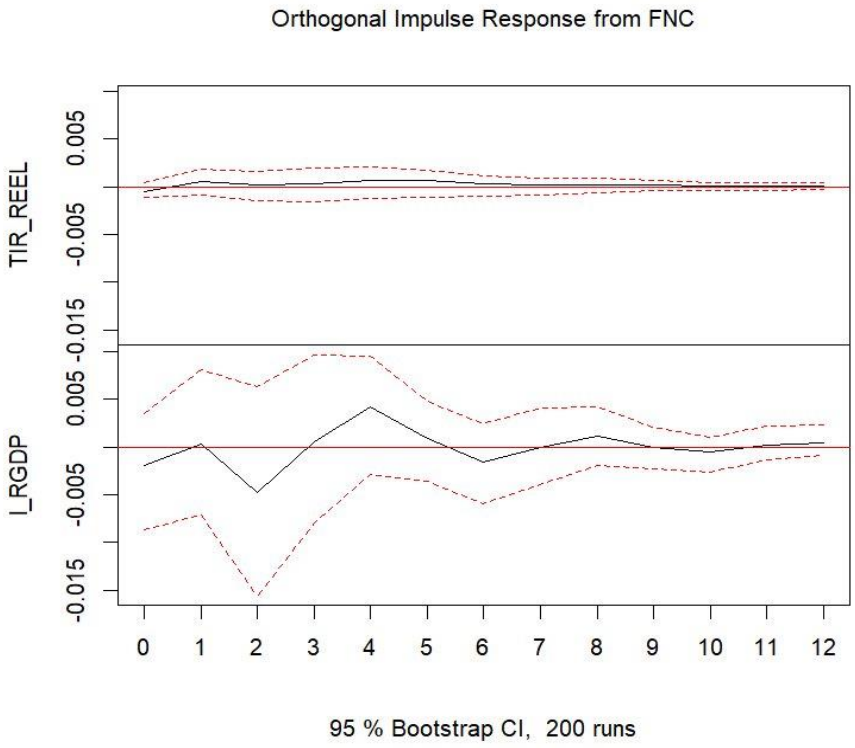
الشكل 14.4: الارتباط الذاتي لبواقي النموذج (ACF) — النموذج 3



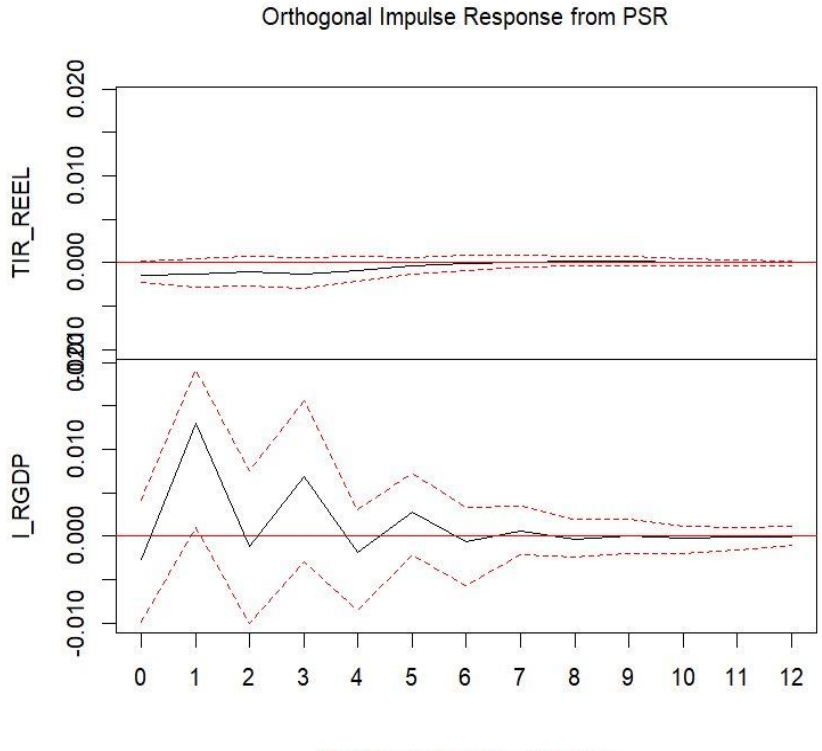
الشكل 15.4: مصفوفة الارتباط بين المتغيرات ـــ النموذج 3



الشكل 16.4: تحليل تباين خطأ التنبؤ (FEVD) ـــ النموذج 3

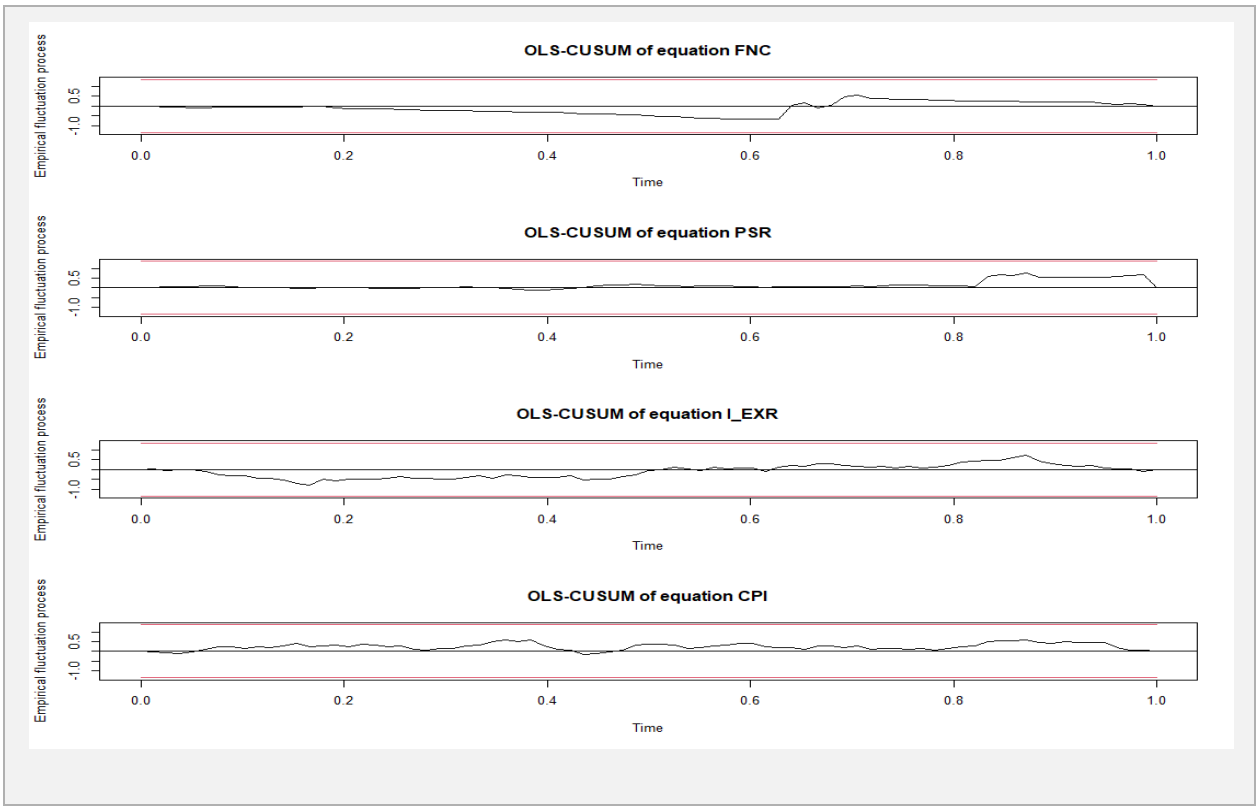


الشكل 17.4: دوال الاستجابة للصدمات (صدمة FNC) — النموذج 3

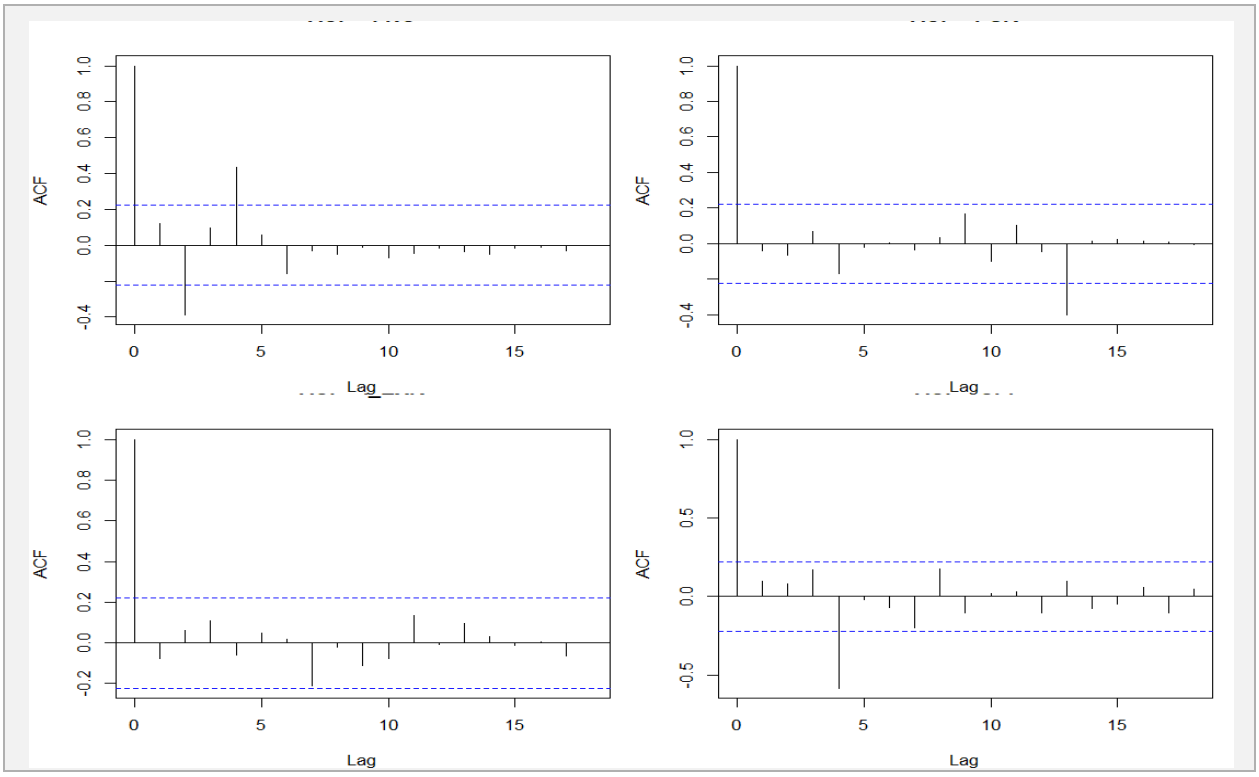


الشكل 18.4: دوال الاستجابة للصدمات (صدمة PSR) — النموذج 3

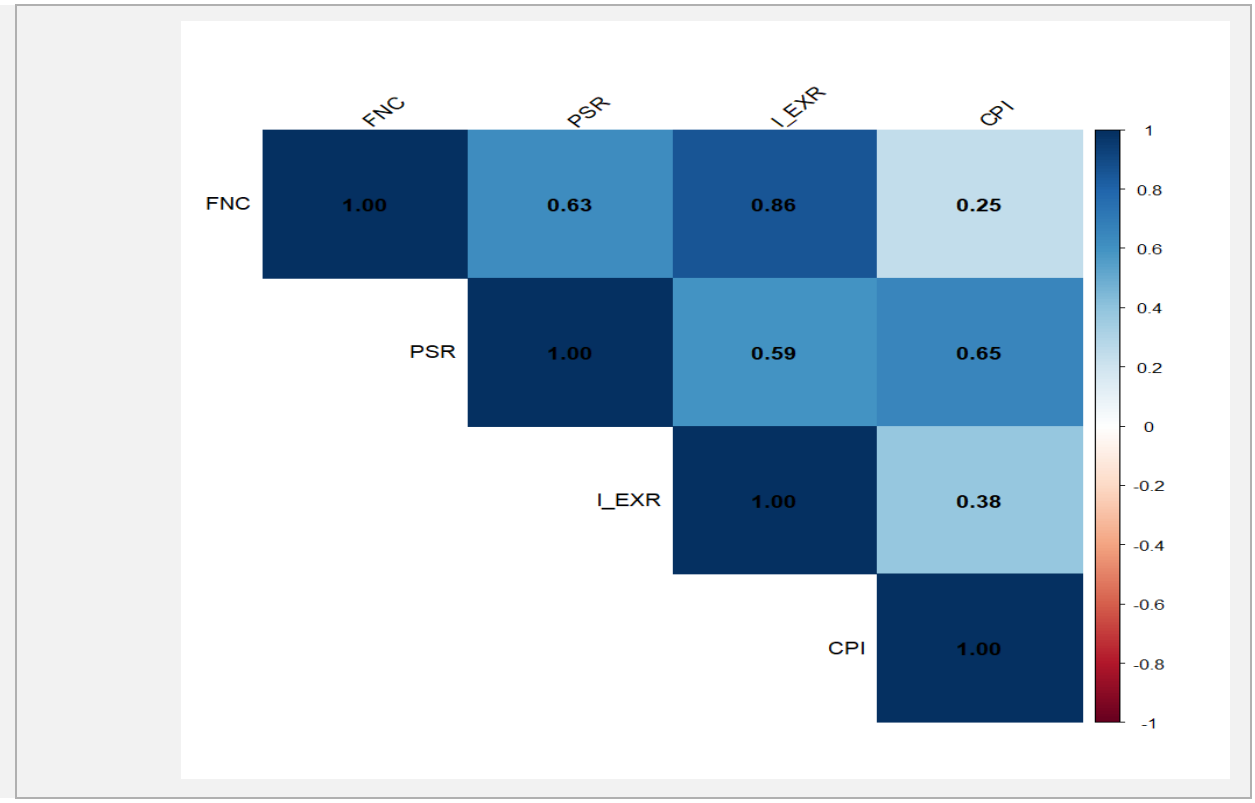
النموذج 4: قناة سعر الصرف { FNC, PSR, I_EXR, CPI }



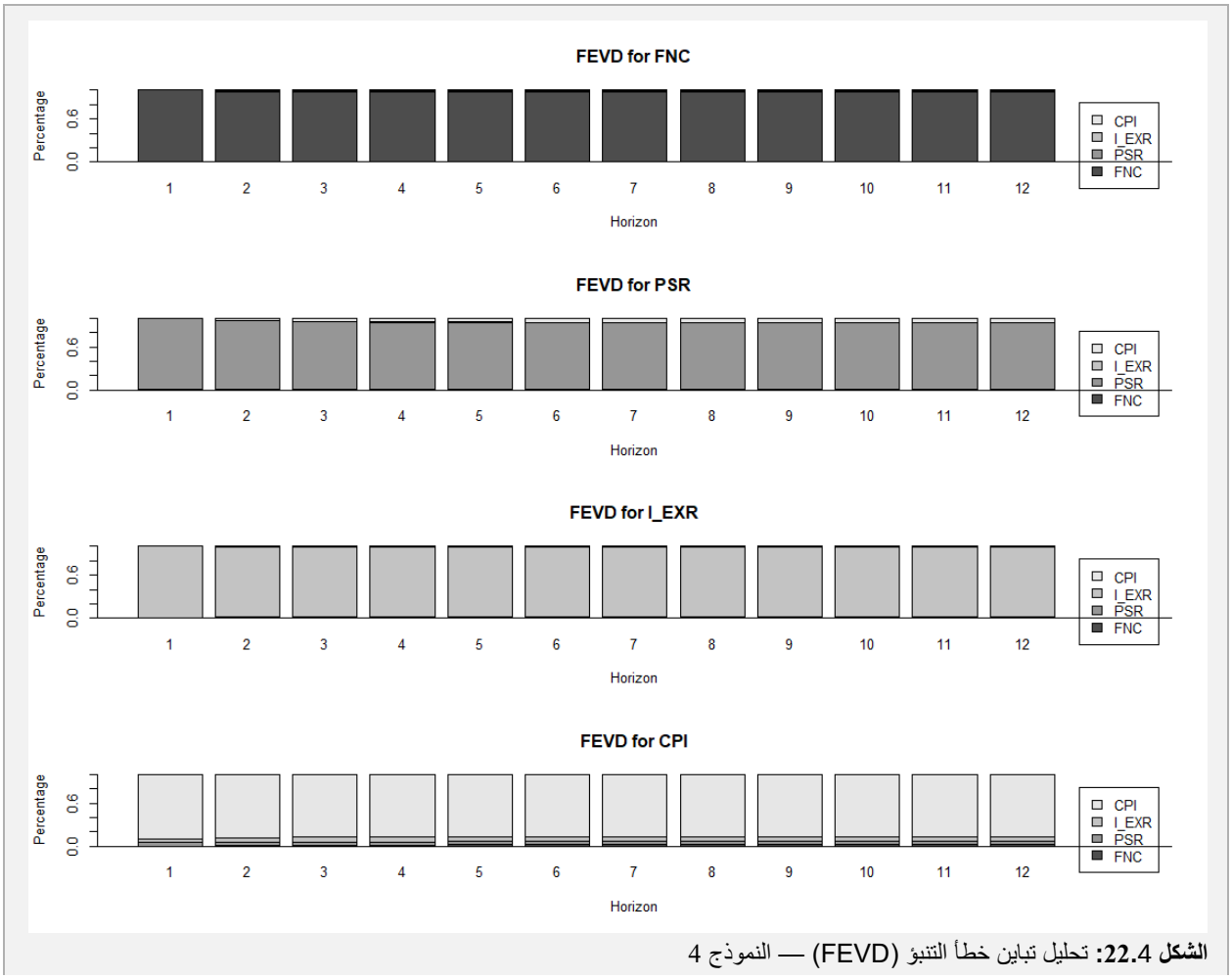
الشكل 19.4: اختبار الاستقرار البنيوي (OLS-CUSUM) — النموذج 4



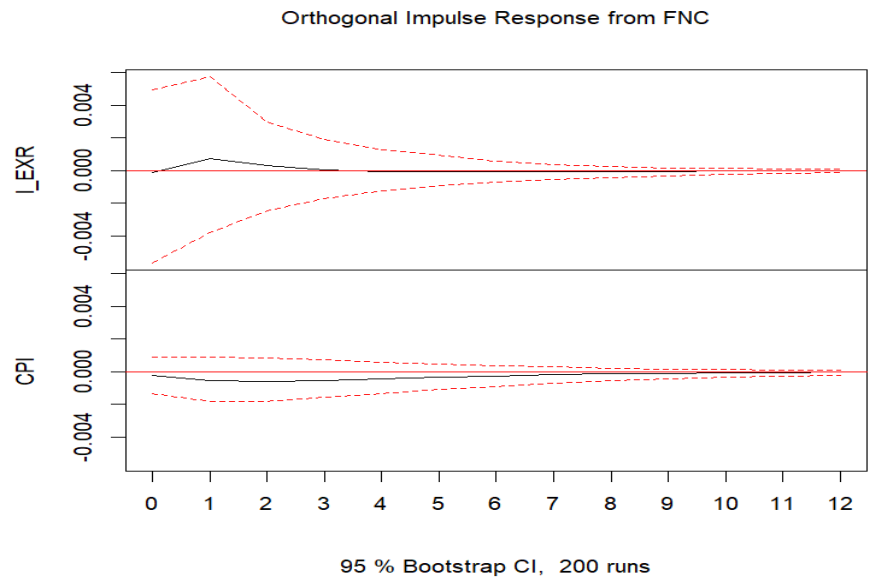
الشكل 20.4: الارتباط الذاتي لبواقي النموذج (ACF) — النموذج 4



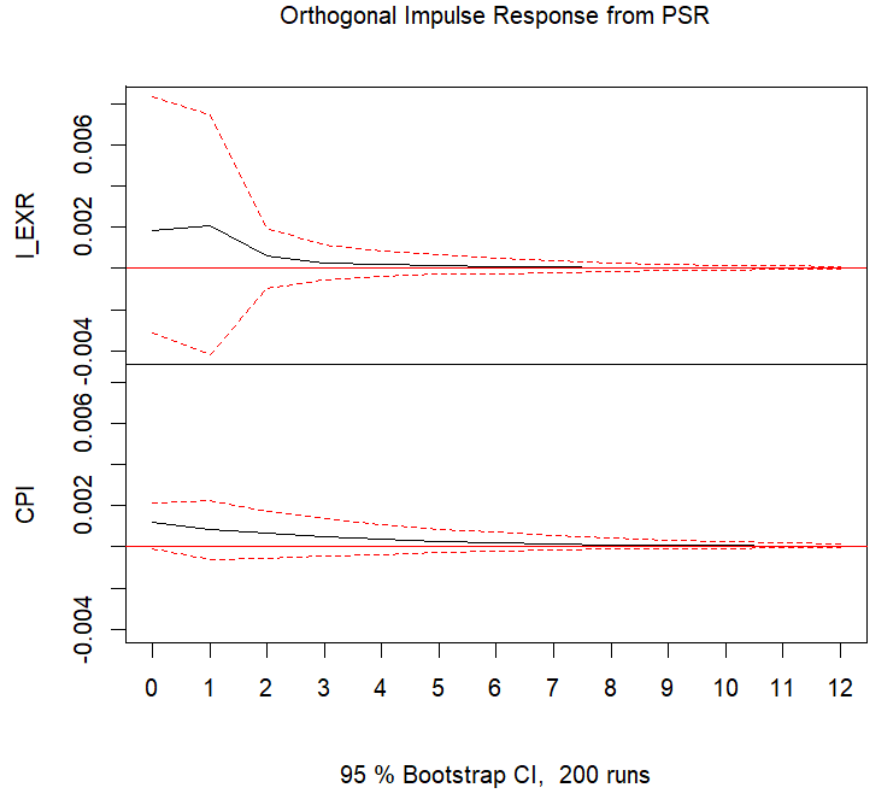
الشكل 21.4: مصفوفة الارتباط بين المتغيرات — النموذج 4



الشكل 22.4: تحليل تباين خطأ التنبؤ (FEVD) — النموذج 4

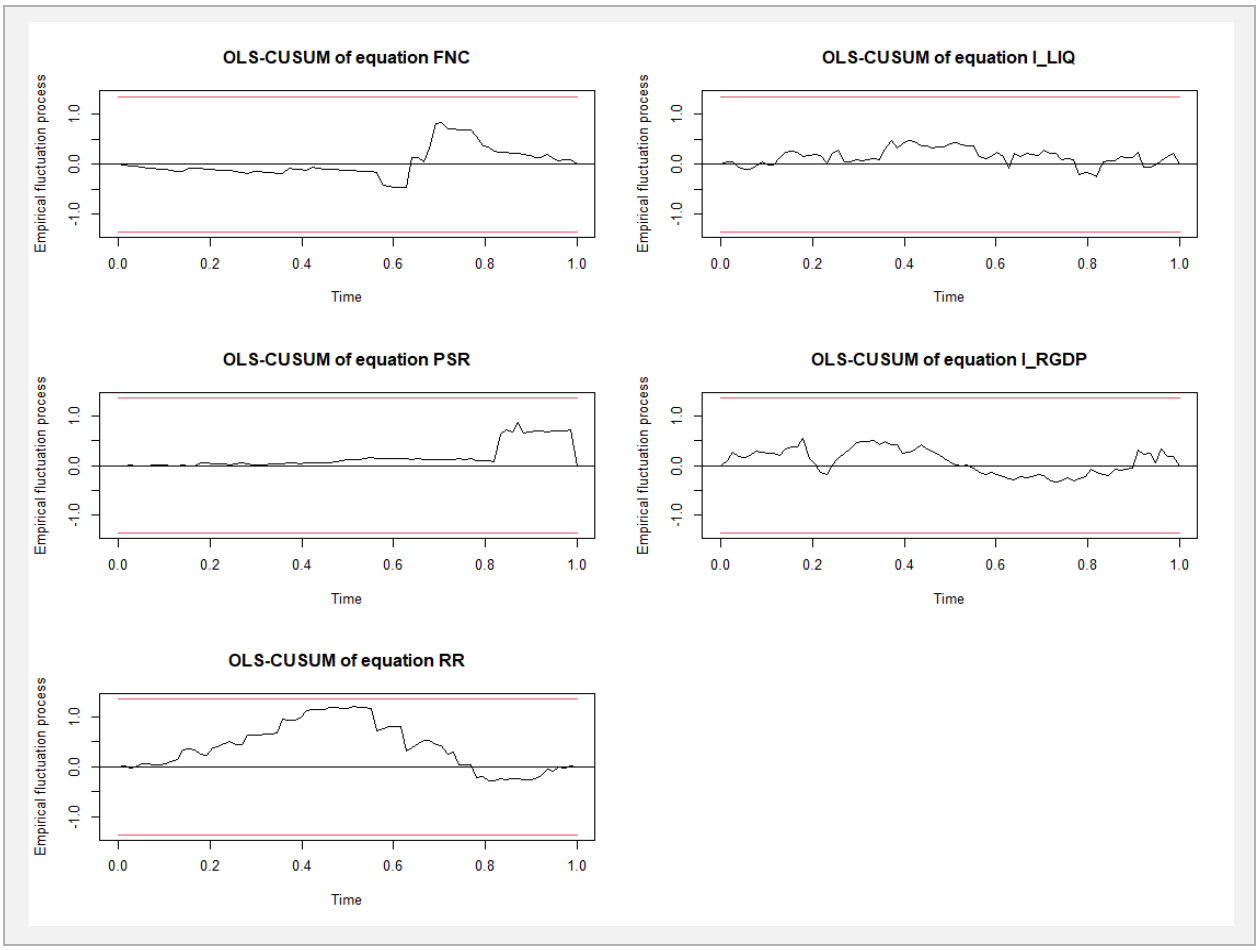


الشكل 23.4: دوال الاستجابة للصدمات (صدمة FNC) — النموذج 4

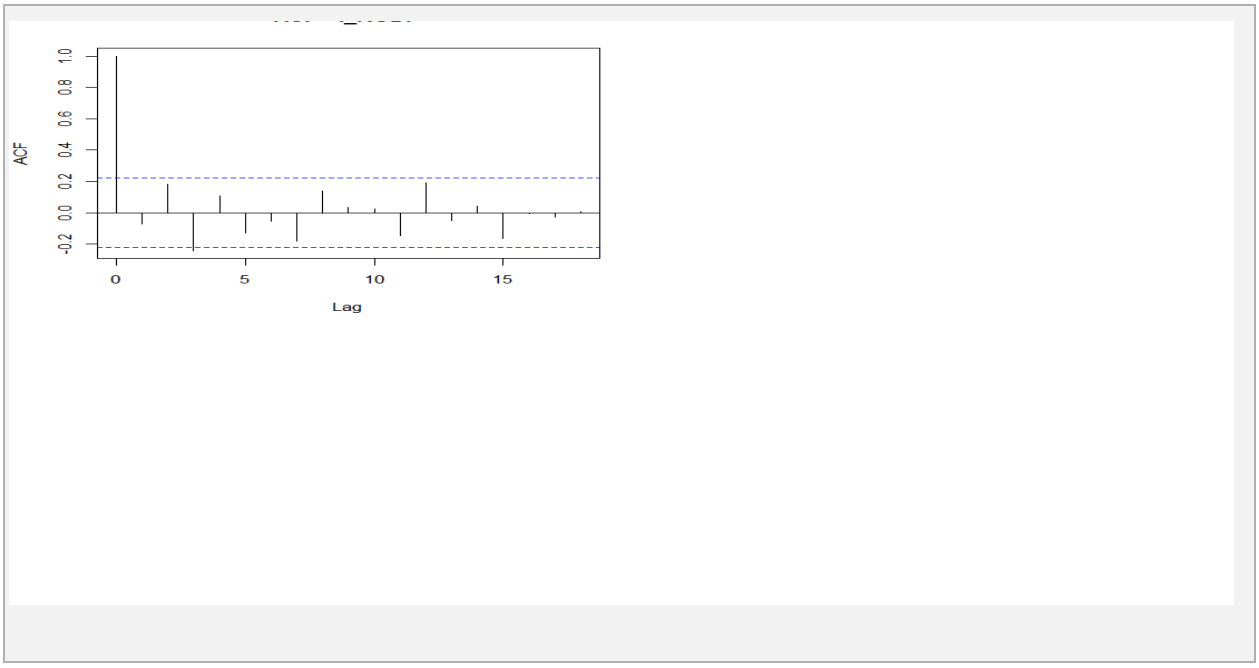


الشكل 24.4: دوال الاستجابة للصدمات (صدمة PSR) — النموذج 4

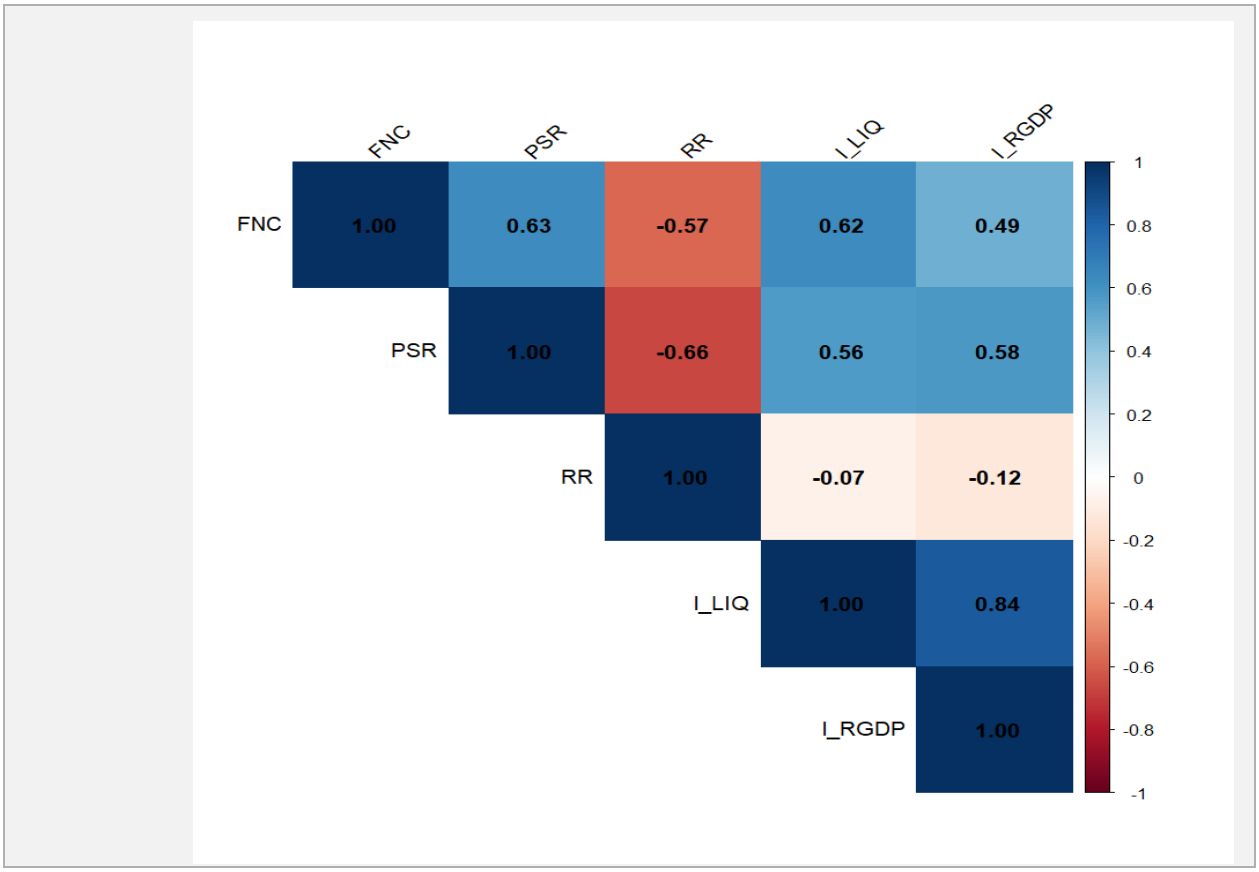
النموذج 5: الاحتياطي الإجباري (نموذج موسّع) { FNC, PSR, RR, l_LIQ, l_RGDP }



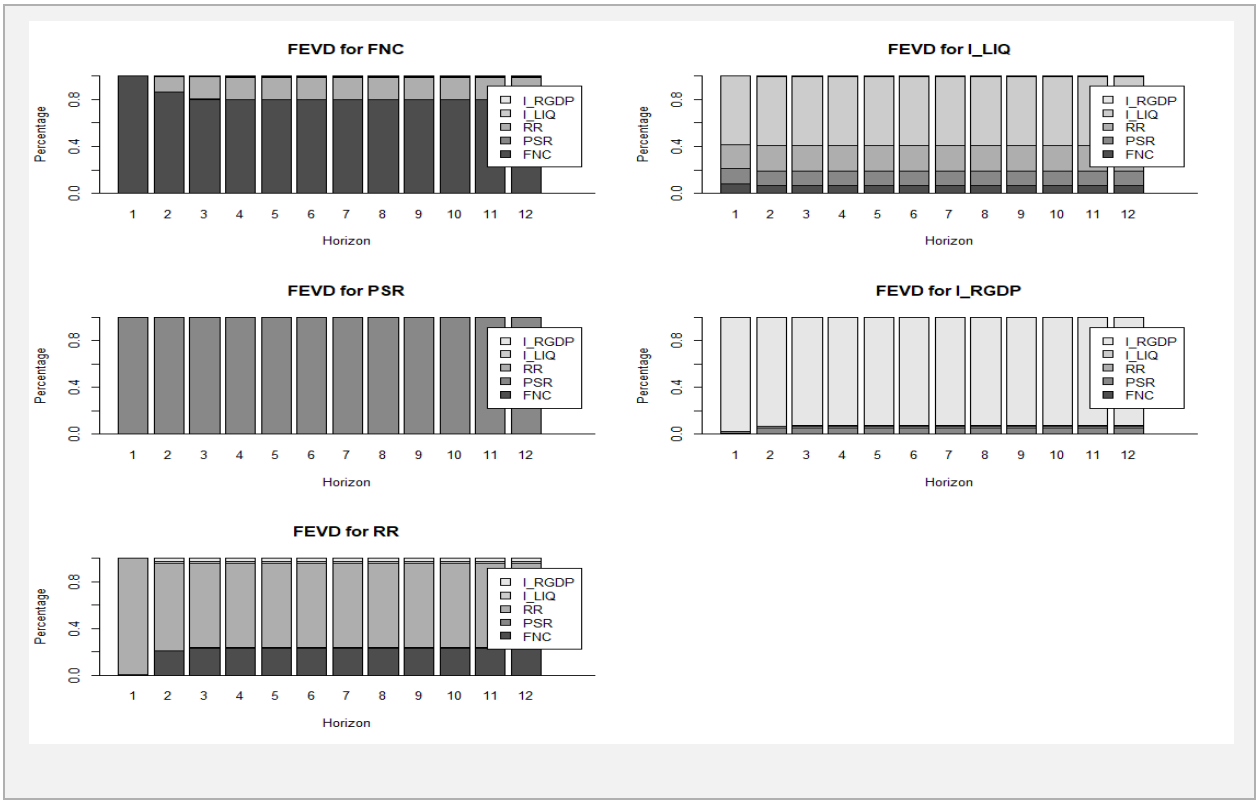
الشكل 25.4: اختبار الاستقرار البنيوي (OLS-CUSUM) — النموذج 5



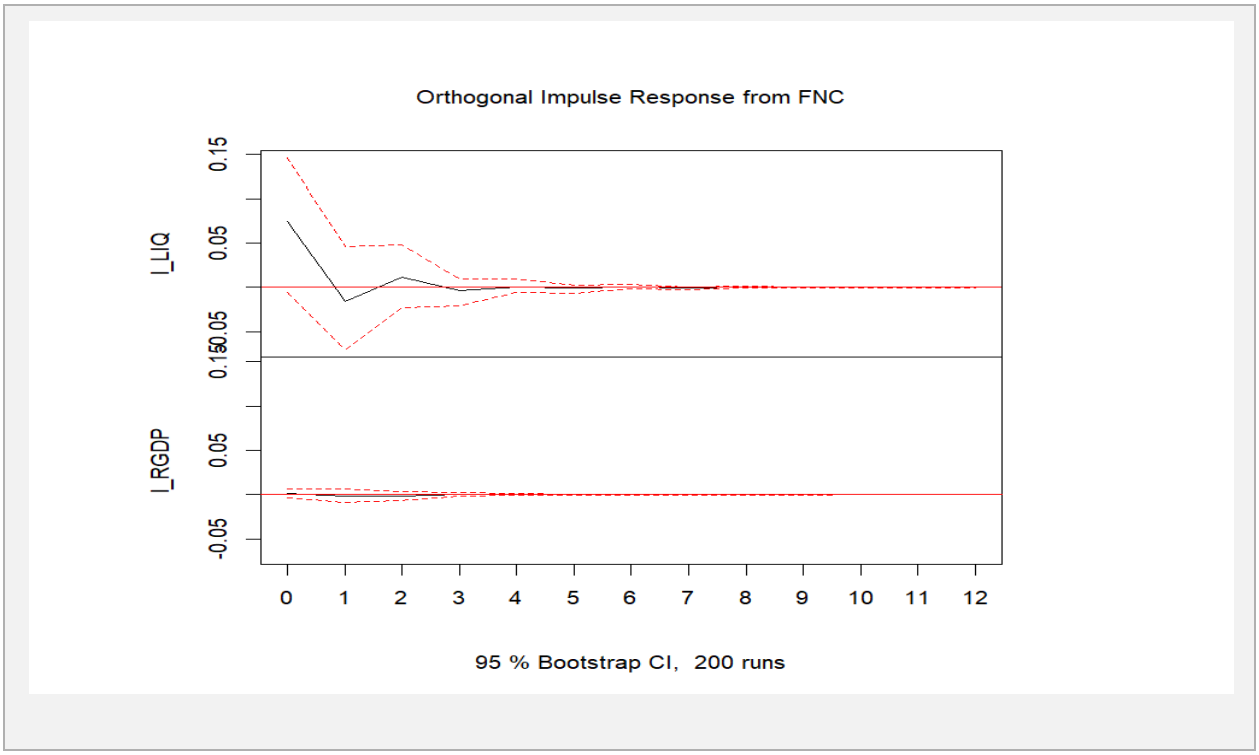
الشكل 26.4: الارتباط الذاتي لبواقي النموذج (ACF) — النموذج 5



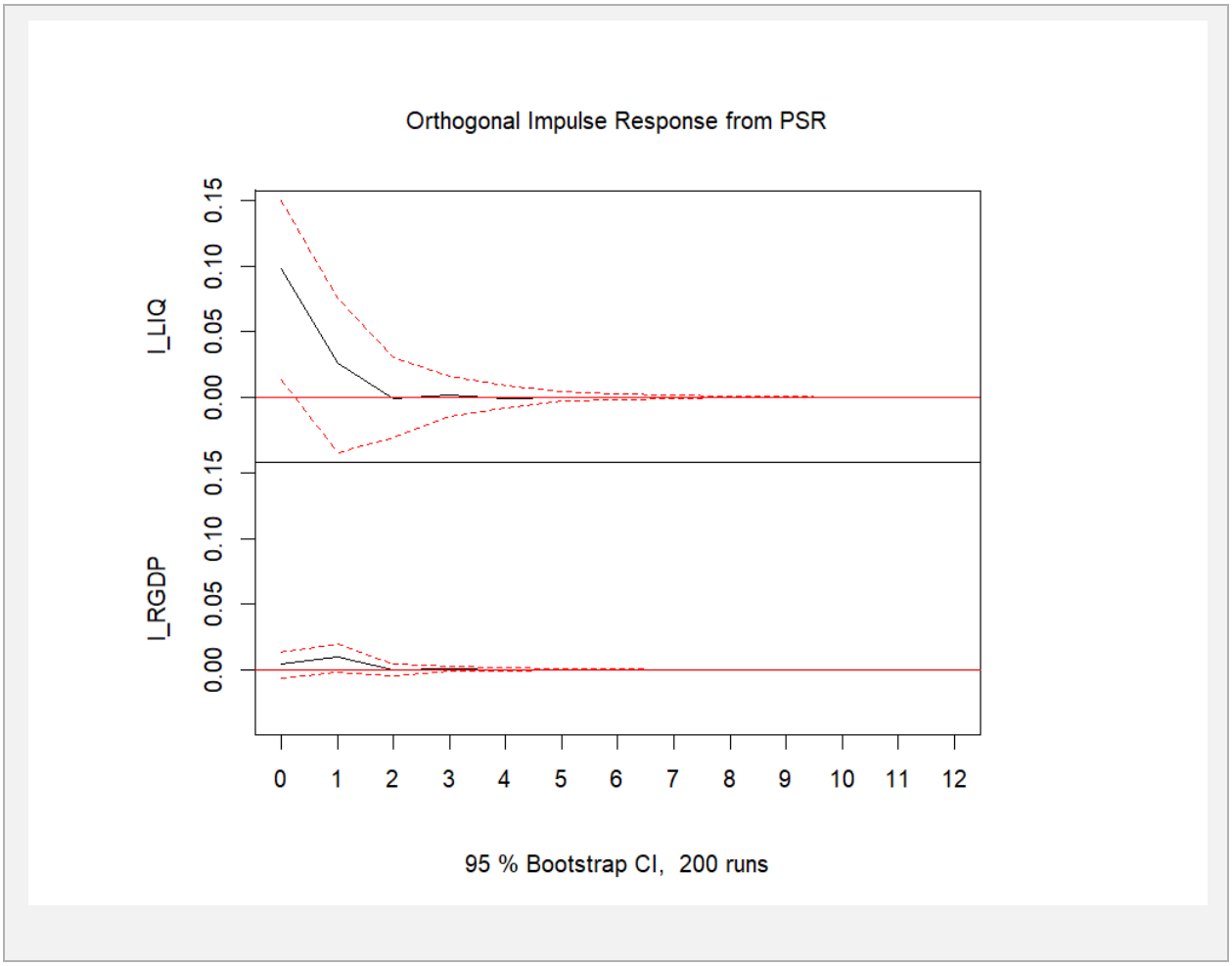
الشكل 27.4: مصفوفة الارتباط بين المتغيرات — النموذج 5



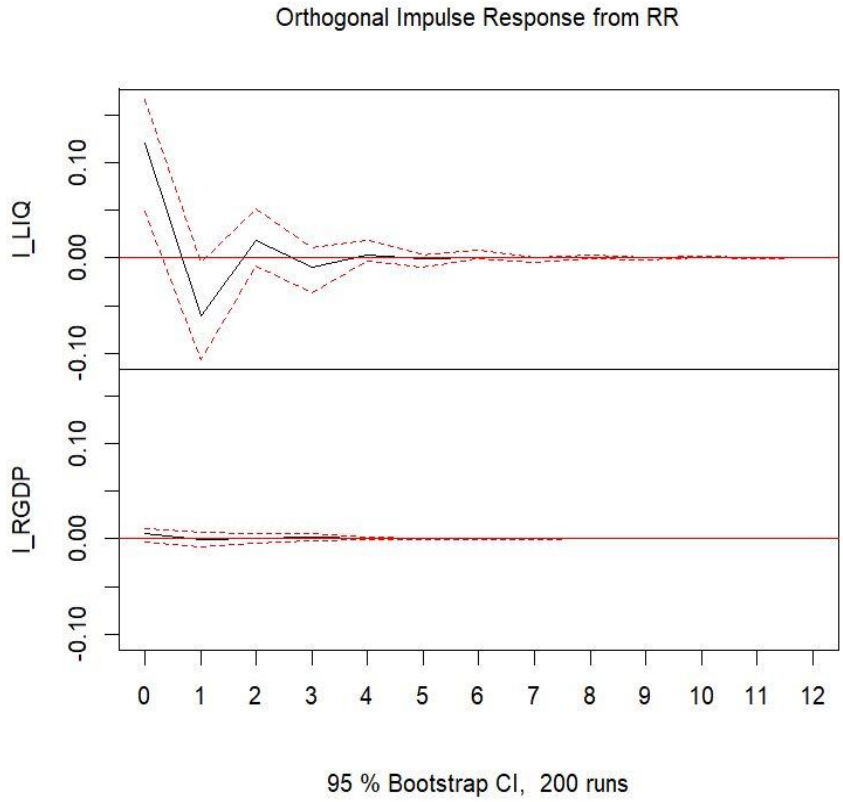
الشكل 28.4: تحليل تباين خطأ التنبؤ (FEVD) — النموذج 5



الشكل 29.4: دوال الاستجابة للصدمات (صدمة FNC) — النموذج 5



الشكل 30.4: دوال الاستجابة للصدمات (صدمة PSR) — النموذج 5



الشكل 31.4: دوال الاستجابة للصدمات (صدمة RR) — النموذج 5

الملحق (5): السيناريوهات الاستشرافية للسياسة النقدية

يقارن هذا الملحق مسارا مرجعيا بسيناريوهات بديلة على الأفق 2030. وتميز ثلاث مجموعات:

سيناريوهات إعادة التمويل (PSR) توسعا وانكماشا (I)، سيناريو الاحتياطي الإجباري (RR) خفضا ورفعا (II)، وسيناريوهات تسبيقات بنك الجزائر للخزينة العمومية وفق المادة 48 للقانون 23-09 المعدلة من طرف المادة 156 من قانون المالية 2026 (III).

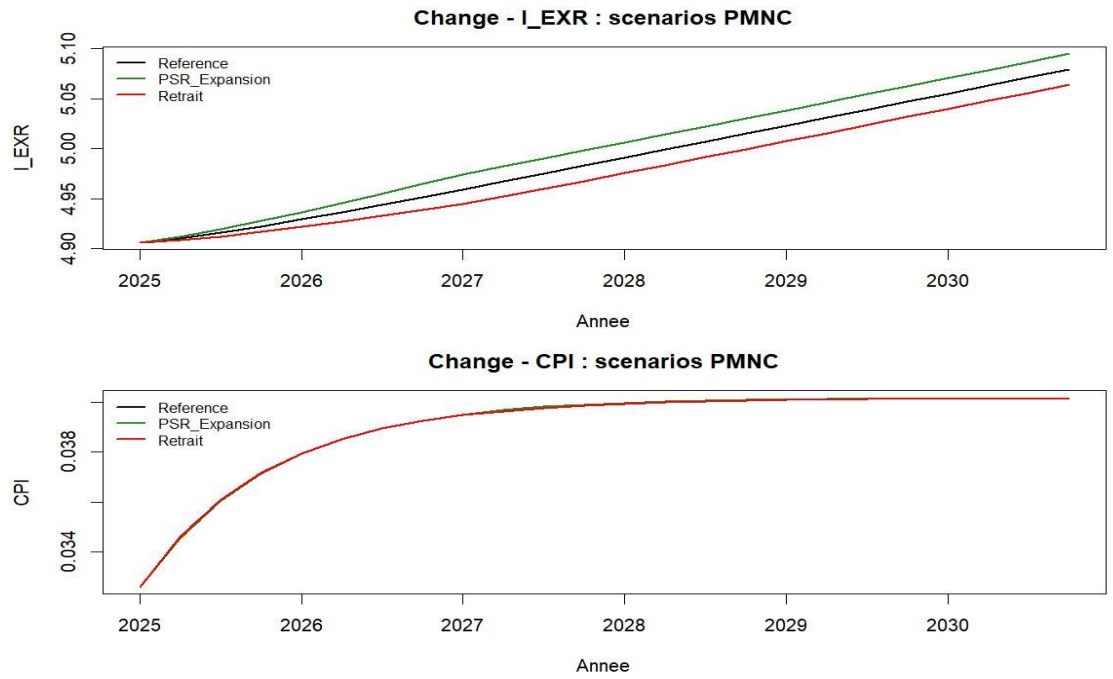
I. سيناريوهات إعادة التمويل (PSR) — مرجعي / توسّع / انكماش

الجدول (5-1): أثر سيناريو توسع PSR على المتغير الهدف (% مقارنة بالمرجع)

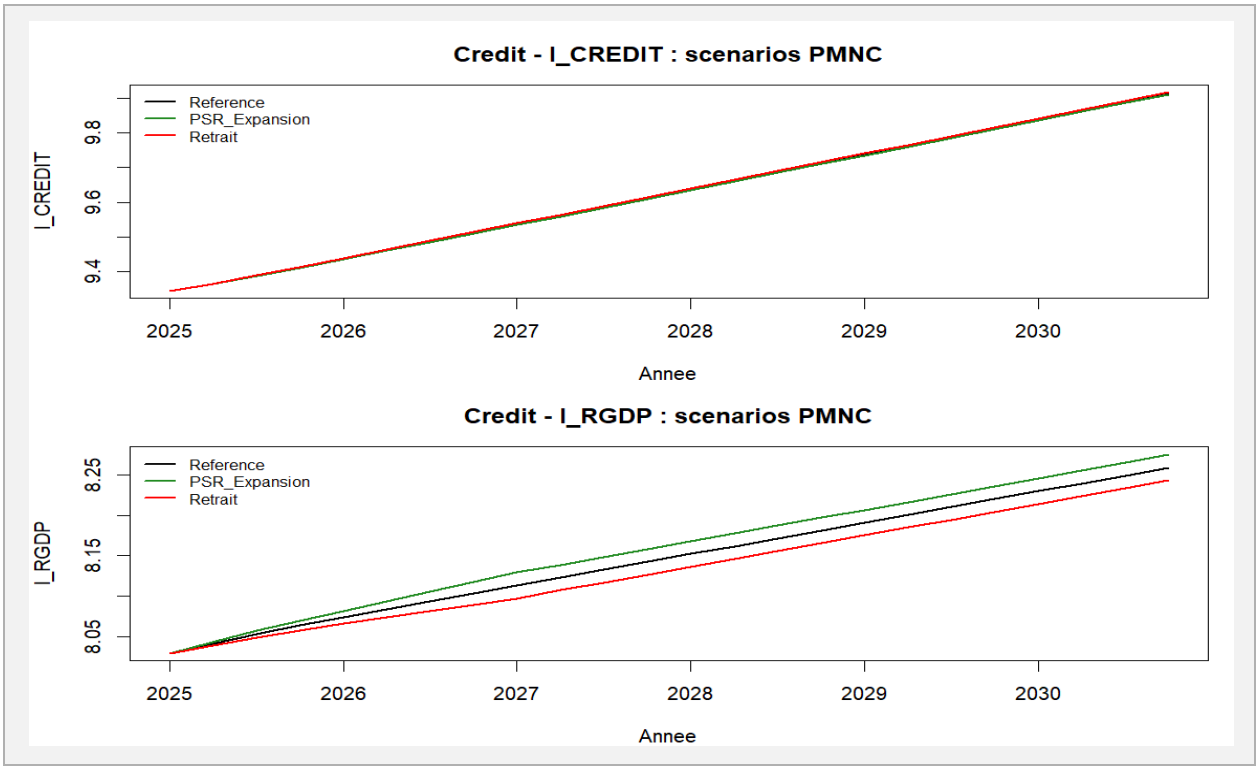
القناة (الهدف)	2025	2026	2027	2028	2029	2030
الائتمان	+0,613	+1,410	+1,591	+1,590	+1,590	+1,590
السيولة المصرفية	+5,011	+16,480	+22,621	+22,035	+21,809	+21,726
سعر الفائدة الحقيقي	+4,475	+11,498	+14,207	+14,395	+14,272	+14,270
سعر الصرف	-0,027	+0,021	+0,058	+0,017	+0,005	+0,001

الجدول (5-2): أثر سيناريو سحب PSR على المتغير الهدف (% مقارنة بالمرجع)

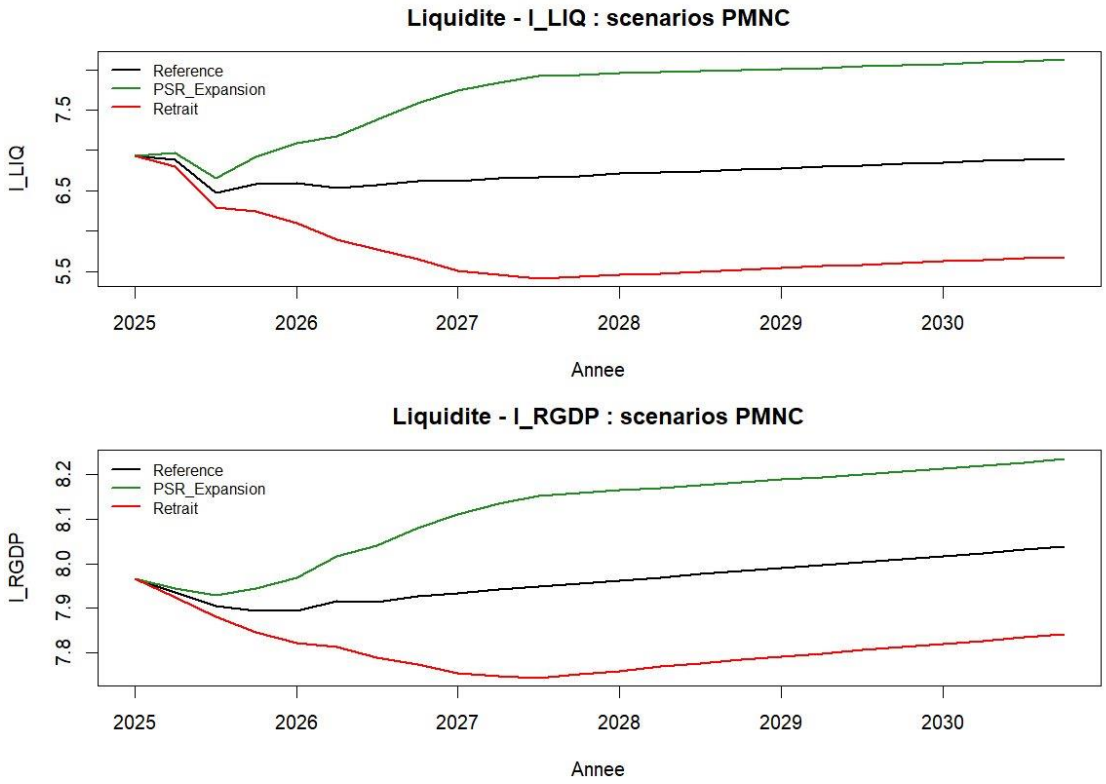
القناة (الهدف)	2025	2026	2027	2028	2029	2030
الائتمان	−0,609	−1,391	−1,566	−1,565	−1,565	−1,565
السيولة المصرفية	−4,772	−14,148	−18,448	−18,056	−17,904	−17,848
سعر الفائدة الحقيقي	−4,284	−10,314	−12,440	−12,584	−12,489	−12,488
سعر الصرف	+0,027	−0,021	−0,058	−0,017	−0,005	−0,001



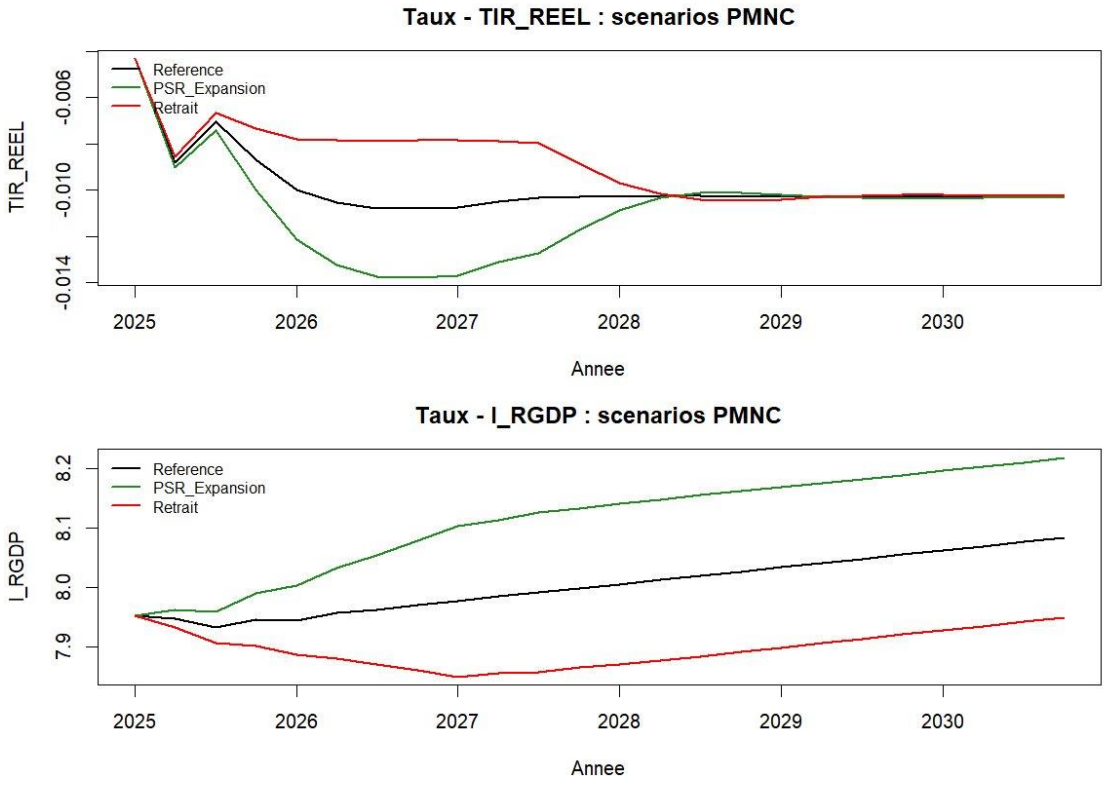
الشكل1.5: سيناريوهات PSR — قناة سعر الصرف: l_EXR وCPI



الشكل 2.5: سيناريوهات PSR — قناة الائتمان: l_CREDIT وl_RGDP



الشكل 3.5: سيناريوهات PSR — قناة السيولة: l_LIQ وl_RGDP



الشكل 4.5: سيناريوهات PSR — قناة سعر الفائدة: TIR_REEL وl_RGDP

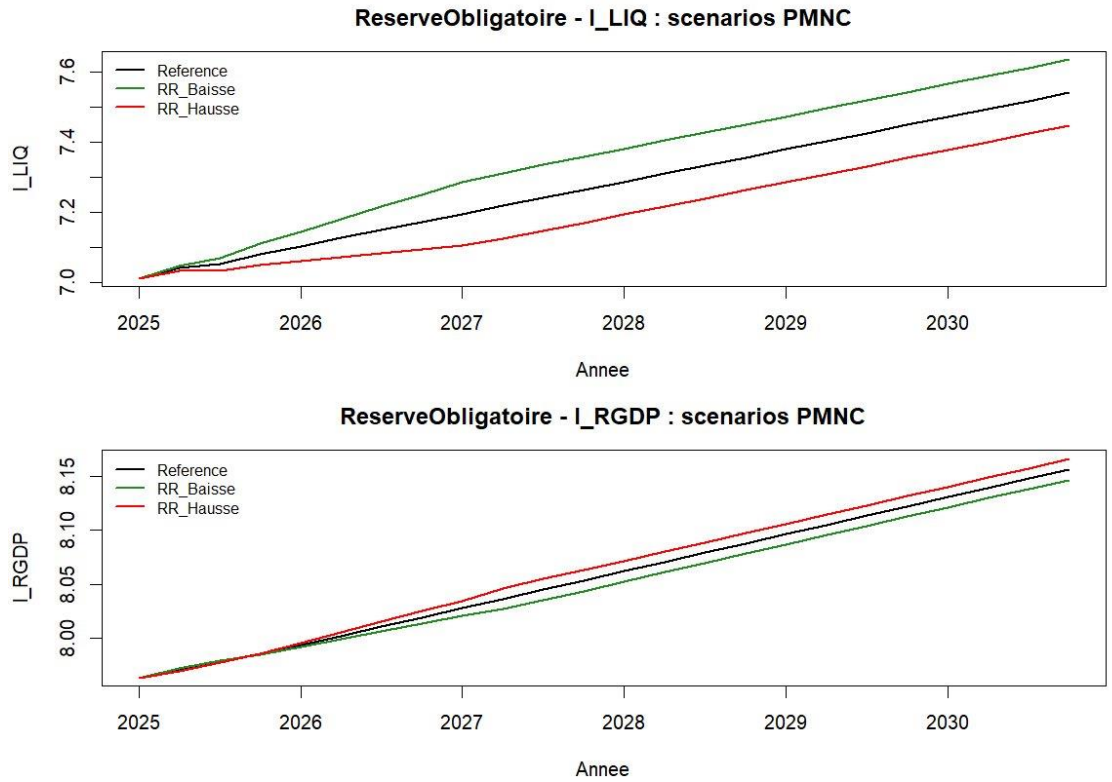
II. سيناريو الاحتياطي الإجباري (RR) — مرجعي / خفض / رفع

الجدول (5-3): أثر سيناريوهات الاحتياطي الإجباري على السيولة المصرفية (% مقارنةً بالمرجع)

السيناريو	2025	2026	2027	2028	2029	2030
رفع الاحتياطي الإجباري	-3.028	-7.529	-9.019	-8.973	-8.975	-8.975
خفض الاحتياطي الإجباري	+3.123	+8.142	+9.914	+9.857	+9.859	+9.859

الجدول (5-4): أثر سيناريوهات الاحتياطي الإجباري على الناتج الحقيقي (% مقارنةً بالمرجع)

السيناريو	2025	2026	2027	2028	2029	2030
رفع الاحتياطي الإجباري	+0,048	+0,555	+0,984	+0,954	+0,955	+0,955
خفض الاحتياطي الإجباري	−0,047	−0,552	−0,975	−0,945	−0,946	−0,946

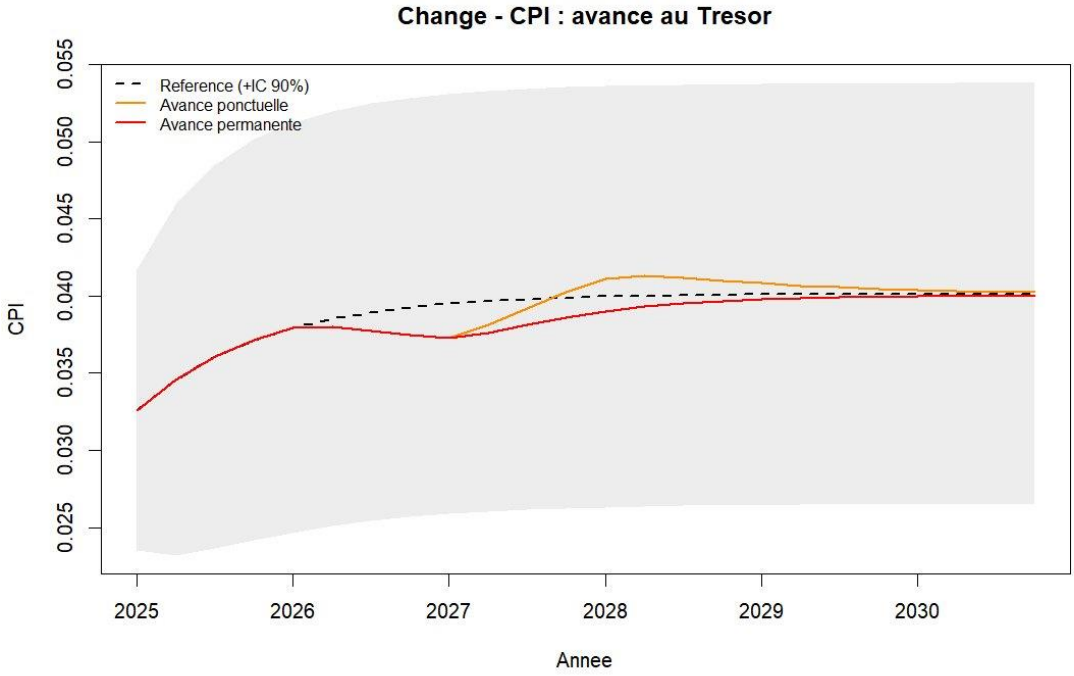


الشكل 5.5: سيناريوهات الاحتياطي الإجباري — السيولة المصرفية (l_LIQ) والناتج الحقيقي (l_RGDP)

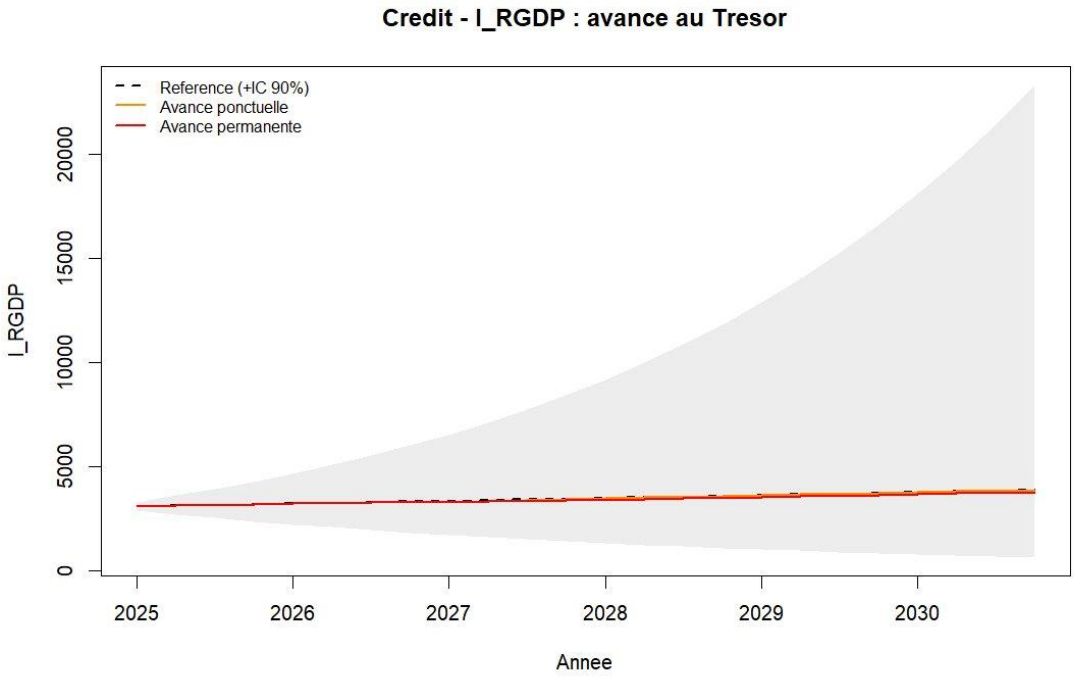
III. تسبيقات بنك الجزائر للخزينة العمومية وفق المادة 48 للقانون 23-09 المعدلة من طرف المادة 156 من قانون المالية 2026— مرجعي (+مجال ثقة 90%) / تسبيق مؤقت / تسبيق دائم

الجدول (5-5): أثر التسبيق للخزينة (الدائم مقابل المؤقت) على المتغير الهدف (% مقارنةً بالمرجع)

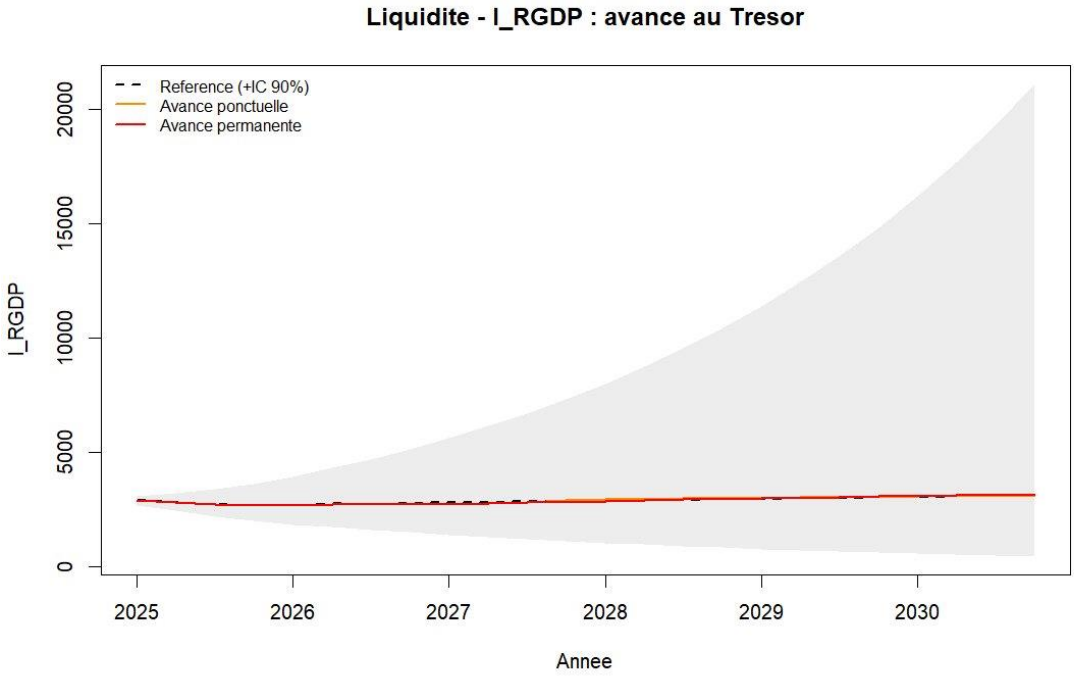
القناة — نوع التسبيق	2025	2026	2027	2028	2029	2030
الائتمان — تسبيق دائم	0,000	−1,332	−2,415	−2,479	−2,540	−2,605
الائتمان — تسبيق مؤقت	0,000	−1,332	−1,178	−0,109	−0,008	−0,001
السيولة المصرفية— تسبيق دائم	0,000	−2,017	−0,914	+0,667	+1,319	+1,648
السيولة المصرفية — تسبيق مؤقت	0,000	−2,017	+1,001	+1,700	+0,784	+0,361
سعر الفائدة الحقيقي — تسبيق دائم	0,000	−1,369	−0,609	−0,443	−0,256	−0,208
سعر الفائدة الحقيقي — تسبيق مؤقت	0,000	−1,369	+0,687	+0,238	+0,224	+0,073
سعر الصرف — تسبيق دائم	0,000	−4,495	−3,250	−1,052	−0,479	−0,313
سعر الصرف — تسبيق مؤقت	0,000	−4,495	+0,908	+2,328	+0,809	+0,251



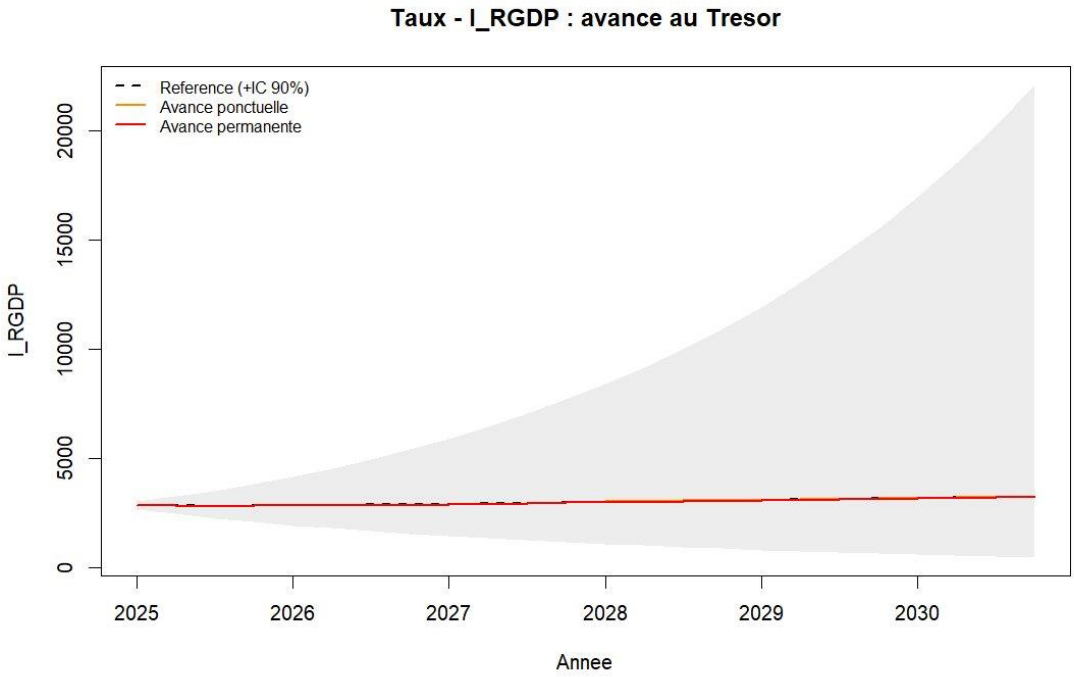
الشكل 6.5: تسبيقات بنك الجزائر للخزينة العمومية — قناة سعر الصرف: مسار التضخم (CPI)



الشكل 7.5: تسبيقات بنك الجزائر للخزينة العمومية ـــ قناة الائتمان: مسار الناتج الحقيقي (l_RGDP)



الشكل 8.5: تسبيقات بنك الجزائر للخزينة العمومية ـــ قناة السيولة المصرفية: مسار الناتج الحقيقي (l_RGDP)



الشكل 9.5: تسبيقات بنك الجزائر للخزينة العمومية — قناة سعر الفائدة الحقيقي: مسار الناتج الحقيقي (l_RGDP)

الملحق رقم (06): نتائج اختبارات السكون والتكامل المشترك

يعرض هذا الملحق نتائج اختبارات السكون للسلاسل الزمنية المعتمدة في الدراسة باستخدام اختبارات ديكي–فولر الموسع (ADF)، وفيليبس–بيرون (PP)، وكوياتكوفسكي وآخرين (KPSS)، عند المستوى والفروق الأولى، بالإضافة إلى نتائج اختبار جوهانسن (Johansen) للتكامل المشترك في النماذج الخمسة. وتهدف هذه الاختبارات إلى توثيق الخصائص الإحصائية للمتغيرات وتدعيم الأساس القياسي لاعتماد نماذج متجه الانحدار الذاتي (VAR) بالفروق الأولى، مع مراعاة التباينات المسجلة بين نتائج الاختبارات.

الجدول (6-1): نتائج اختبارات السكون عند المستوى

KPSS (p-value)	PP (p-value)	ADF	المتغير
≤ 0.010	0.8652	−1.196	FNC
≤ 0.010	0.4351	−2.050	PSR
≤ 0.010	0.3860	−1.943	ln(RGDP)
≤ 0.010	≥ 0.990	−2.111	ln(CREDIT)
≤ 0.010	≤ 0.010	−2.041	ln(LIQ)
≤ 0.010	0.6136	−0.581	ln(EXR)
0.0464	0.2828	−4.144	CPI
0.0121	0.2643	−3.740	TIR_REEL
0.0157	0.7333	−1.516	RR
≥ 0.100	0.2883	−2.973	ln(OIL)
≤ 0.010	0.8844	−1.822	ln(M2)

الجدول (6-2): نتائج اختبارات السكون عند الفروق الأولى

KPSS (p-value)	PP (p-value)	ADF	المتغير
≥ 0.100	≤ 0.010	−2.554	ΔFNC
≥ 0.100	≤ 0.010	−2.828	ΔPSR
≥ 0.100	≤ 0.010	−5.017	Δln(RGDP)
≤ 0.010	≤ 0.010	−1.929	Δln(CREDIT)
≥ 0.100	≤ 0.010	−7.637	Δln(LIQ)
≥ 0.100	≤ 0.010	−5.454	Δln(EXR)
≥ 0.100	0.0115	−3.155	ΔCPI
≥ 0.100	0.0102	−4.564	ΔTIR_REEL
≥ 0.100	≤ 0.010	−4.251	ΔRR
≥ 0.100	≤ 0.010	−6.019	Δln(OIL)
0.0587	≤ 0.010	−3.647	Δln(M2)

الجدول (6-3): نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك

النموذج	دون ضوابط	مع الضوابط	القيمة الحرجة 5%	الرتبة الاستكشافية
قناة الائتمان	57.408	57.994	53.12	1
قناة السيولة المصرفية	54.006	53.932	53.12	1
قناة سعر الفائدة الحقيقي	48.988	46.525	53.12	0
قناة سعر الصرف و الأسعار	44.526	48.378	53.12	0
نموذج الاحتياطي الإجباري	71.859	62.230	76.07	0