



### جامعة الجزائر 3

كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

أطروحة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة دكتوراه، الطور الثالث في ميدان العلوم الاقتصادية و العلوم

التجارية و علوم التسيير

شعبة علوم اقتصادية، تخصص: اقتصاد كلي مطبق

بعنوان:

دراسة قياسية و اقتصادية لفعالية أدوات السياسة النقدية في تحقيق هدف استقرار

الأسعار

-دراسة حالة الجزائر-

إعداد الطالبة:

صالح نادين

إشراف:

أ. بن زيان راضية

أمام لجنة المناقشة المكونة من السادة:

رئيسا	جامعة الجزائر 3	أستاذ	غريس عبد النور
مقررا	جامعة الجزائر 3	أستاذ	بن زيان راضية
عضوا	جامعة الجزائر 3	أستاذ محاضر أ	شقيب عيسى
عضوا	جامعة الجزائر 3	أستاذ محاضر أ	بلمهدي طارق
عضوا	جامعة الجزائر 3	أستاذ محاضر أ	بليل حسيبة
عضوا	ENSSEA	أستاذ	الأطرش عبد الوهاب

السنة الجامعية

2021-2020

# اهراء

إلى عائلتي، أكبر نعمة أنعمني بها الله

والدي وأختي

الذين هم أهم سندرلي

وإلى أصدقائي وكل من شجعني ولو بكلمة طيبة

# شكر و تقدير

الحمد لله سبحانه و تعالى على ما يسر لي في هذا العمل

أقدم بجزيل الشكر إلى الأستاذة المشرفة بن زيان راضية التي لم تبخل

علي بنصائحها و فتحها

كما أشكرها على تشجيعها و توجيهاتها التي كانت ذو عون كبير

من أجل انجاز و تحسين هذا العمل

## ملخص:

سعيًا من خلال هذه الدراسة إلى تحليل و تقييم مدى فعالية أدوات السياسة النقدية في تحقيق هدف استقرار الأسعار في حالة الاقتصاد الجزائري من خلال الاعتماد على نماذج الانحدار الذاتي. تبين لنا من خلال النتائج المتحصل عليها أن هناك خلل في انتقال أثر أدوات السياسة النقدية عبر كل من القناة الكلاسيكية لسعر الفائدة و قناة القرض، حيث تم ملاحظة ظهور ما يعرف بلغز السعر و لغز السيولة. كما أن هناك خلل في انتقال أثر أدوات السياسة النقدية من معدل الفائدة إلى سعر الصرف، لكن ليس في سعر الصرف كأداة من أدوات السياسة النقدية بحد ذاتها بما أنها تؤدي إلى الآثار المنتظرة و بقوة تأثير أكبر من باقي الأدوات. هناك عدة عوامل قد تفسر عدم فعالية السياسة النقدية في تحقيق هدف استقرار الأسعار في حالة الاقتصاد الجزائري، تنحصر عموماً في تأثير الطابع الريعي للاقتصاد الجزائري، عدم مرونة الجهاز الإنتاجي، تطور السوق غير الرسمية، مميزات النظام البنكي و ضعف استقلالية بنك الجزائر.

**الكلمات المفتاحية:** السياسة النقدية، معدل التضخم، أدوات السياسة النقدية، نماذج الانحدار الذاتي.

## Résumé:

Nous avons cherché à travers cette étude à déterminer l'efficacité des instruments de la politique monétaire à atteindre l'objectif de stabilité des prix en Algérie et ce, à l'aide des modèles VAR. Les résultats ont montré un problème dans la transmission de l'effet des instruments de la politique monétaire à travers le canal classique du taux d'intérêt et le canal du crédit, vu que le puzzle du prix et le puzzle de liquidité ont été observés. On note également un problème de transmission du taux d'intérêt vers le taux de change, mais pas dans l'efficacité du taux de change en tant qu'instrument, qui a d'ailleurs un effet plus notable que les autres instruments. La faible efficacité des instruments de la politique monétaire peut être dû à plusieurs facteurs dont : le caractère rentier de l'économie Algérienne, la non flexibilité du système productif, la place importante que prend le marché informel, les caractéristiques du système bancaire et la faible indépendance de la Banque d'Algérie.

**Mots clés :** politique monétaire, taux d'inflation, instrument de la politique monétaire, modèle VAR.

## Abstract:

We Tried to investigate through this study the monetary policy instruments efficiency at meeting the goal of price stability in the case of the Algerian economy. We found by the means of VAR modeling that there is a fail in the transmission of the monetary policy instruments through the interest rate channel and the credit channel, since both price and liquidity puzzles have been observed. we also found that there is a fail of transmission from the interest rate to the exchange rate. However, the exchange rate as an instrument remains effective, and its effect relatively strong compared to other instruments. We conclude that the weak efficiency of the monetary policy instruments could be due to multiple factors including: the rentier nature of the Algerian economy, the rigidity of the productive system, the impact of informal market, the banking system's specifications and the weak independence of the Bank of Algeria.

**Keywords:** Monetary policy, inflation rate, monetary policy instruments, VAR models.

# فهرس المحتويات

	إهداء
	شكر و تقدير
	المخلص
	فهرس المحتويات
	قائمة الأشكال
	قائمة الجداول
أ - هـ	المقدمة العامة
1	الفصل الأول: فعالية السياسة النقدية والخفض من معدل التضخم
2	المبحث الأول: التضخم
2	المطلب الأول: محددات معدل التضخم و طرق قياسه
7	المطلب الثاني: التضخم المفرط و الانخفاض في المستوى العام للأسعار
10	المطلب الثالث: القيمة المثلى للتضخم
15	المبحث الثاني: السياسة النقدية
15	المطلب الأول: أهداف السياسة النقدية
21	المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية
37	المطلب الثالث: قنوات انتقال السياسة النقدية
44	المبحث الثالث: فعالية السياسة النقدية
44	المطلب الأول: فعالية السياسة النقدية حسب التيارات الاقتصادية المختلفة
54	المطلب الثاني: فعالية السياسة النقدية على شكل قاعدة
61	المطلب الثالث: علاقة السياسة النقدية بالسياسة المالية و بالسوق المالية.
67	الفصل الثاني: تطور السياسة النقدية في الجزائر و النظام البنكي الجزائري
68	المبحث الأول: تطور النظام البنكي و النقدي الجزائري
68	المطلب الأول: النظام البنكي و النقدي الجزائري ما بعد الاستقلال الوطني
72	المطلب الثاني: التغيرات و الإصلاحات التي أتت بعد الأزمة البترولية ل 1986
78	المطلب الثالث: النظام البنكي و النقدي بعد إصلاحات 1990
83	المبحث الثاني: تطور السياسة النقدية في الجزائر
84	المطلب الأول: السياسة النقدية غداة الاستقلال

## فهرس المحتويات

86	المطلب الثاني: السياسة النقدية بعد إصلاحات 1990
106	المطلب الثالث: سياسة استهداف التضخم و خصوصيات بنك الجزائر
112	<b>المبحث الثالث: تطور أهم المؤشرات النقدية للاقتصاد الجزائري</b>
112	المطلب الأول: معدل التضخم
115	المطلب الثاني: سعر الصرف
118	المطلب الثالث: الكتلة النقدية بمفهومها العام
121	المطلب الرابع: القروض
124	المطلب الخامس: معدلات الفائدة
128	<b>الفصل الثالث: فعالية أدوات السياسة النقدية في الجزائر</b>
129	<b>المبحث الأول: فعالية السياسة النقدية من خلال الدراسات السابقة</b>
129	المطلب الأول: أهم الدراسات الخاصة بفعالية السياسة النقدية
133	المطلب الثاني: دراسة فعالية السياسة النقدية و نماذج الانحدار الذاتي
137	المطلب الثالث: أهم الدراسات التي اهتمت بفعالية السياسة النقدية في الجزائر
140	<b>المبحث الثاني: بناء، تقدير و اختبار النموذج</b>
140	المطلب الأول: تحديد المتغيرات و اختبار استقرارية السلاسل الزمنية
143	المطلب الثاني: تقدير النموذج
147	المطلب الثالث: اختبار فعالية النموذج
149	<b>المبحث الثالث: تحليل النتائج</b>
150	المطلب الأول: اختبار السببية لجرانجر
151	المطلب الثاني: دوال الاستجابة
161	المطلب الثالث: تحليل تفيك تباين الخطأ
165	المطلب الرابع: تحليل فعالية أدوات السياسة النقدية في الجزائر
175	<b>الخاتمة العامة</b>
181	<b>قائمة المراجع</b>
198	<b>الملاحق</b>

# قائمة الأشكال

قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
(1,1)	أثر انتقال منحني الطلب الكلي على الأسعار حسب ميل منحني العرض الكلي.	3
(2,1)	أثر انتقال منحني العرض الكلي على الأسعار و الناتج.	3
(3,1)	أثر الزيادة في عرض النقود في المدى القصير و في المدى الطويل.	9
(4,1)	أثر التغير في طلب على النقود غير مرن على سعر الفائدة.	18
(5,1)	أثر الزيادة في عرض النقود في المدى القصير و في المدى الطويل.	52
(1,2)	معدل السيولة البنكية خلال الفترة 1990-2018 (نسبة مئوية).	80
(2,2)	صافي الأصول الخارجية (مليون دينار جزائري).	91
(3,2)	المعدلات الخاصة بأدوات استرجاع السيولة و تسهيلات الودائع (نسبة مئوية).	92
(4,2)	معدل السيولة (نسبة مئوية) و صافي الأصول الخارجية (مليون دينار جزائري) خلال الفترة 2014-2018 .	94
(5,2)	معدل تشكيل الاحتياطي الاجباري (نسبة مئوية) من الفصل الثالث لسنة 2006 إلى الفصل الثالث لسنة 2018.	99
(6,2)	تطور معدل إعادة الخصم (نسبة مئوية) من جانفي 1990 إلى سبتمبر 2019.	100
(7,2)	تطور المعدل المستهدف لمناقصات القروض (نسبة مئوية).	101
(8,2)	تطور معدل تسهيلات الودائع (نسبة مئوية) من الفصل الثالث لسنة 2006 إلى الفصل الأول لسنة 2018.	102
(9,2)	تطور معدل التضخم (نسبة مئوية) خلال الفترة 1990-2018.	113
(10,2)	تطور معدل سعر الصرف (الدينار الجزائري بالنسبة للدولار الأمريكي) خلال الفترة 1990-2018.	117
(11,2)	تطور الكتلة النقدية (مليون دينار جزائري) خلال الفترة 1990-2018.	119
(12,2)	تطور القروض الموجهة للاقتصاد و القروض الموجهة للدولة (مليون دينار جزائري).	122
(13,2)	نسبة القروض الموجهة للاقتصاد إلى الناتج الداخلي الخام و معدل نمو القروض الموجهة للاقتصاد.	123
(14,2)	تطور معدلات الفائدة (نسبة مئوية).	125
(1,3)	نتائج اختبار استقرارية نموذج تصحيح الخطأ.	147
(2,3)	بواقي نموذج تصحيح الخطأ.	148

قائمة الأشكال

150	تمثيل للعلاقات السببية ما بين المتغيرات على حسب نتائج اختبار غرانجر.	(3,3)
152	استجابة مؤشر المستوى العام للأسعار لصدمة موجبة في سعر الفائدة ما بين البنوك.	(4,3)
153	استجابة مؤشر المستوى العام للأسعار لصدمة موجبة في الكتلة النقدية.	(5,3)
154	استجابة الكتلة النقدية لصدمة موجبة في سعر الفائدة ما بين البنوك.	(6,3)
155	استجابة معدل الفائدة ما بين البنوك لصدمة موجبة في المستوى العام للأسعار.	(7,3)
156	استجابة كل من القروض الموجهة للاقتصاد و المستوى العام للأسعار لصدمة موجبة في سعر الفائدة و القروض الموجهة للاقتصاد على التوالي.	(8,3)
158	استجابة مؤشر المستوى العام للأسعار لصدمة موجبة في سعر الصرف.	(9,3)
159	استجابة سعر الصرف لصدمة موجبة في سعر الفائدة ما بين البنوك.	(10,3)
160	استجابة سعر الفائدة ما بين البنوك لصدمة موجبة في سعر الصرف.	(11,3)
170	مقارنة ما بين المؤشر العام للاستهلاك الوطني و المؤشر العام للاستهلاك للجزائر الوسطى.	(12,3)
171	تطور كل من سعر البترول (Europe Brent)، صافي الأصول الخارجية (مليون دينار جزائري) و الكتلة النقدية بمفهومها العام (مليون دينار جزائري) خلال الفترة 1990-2018.	(13,3)

# قائمة الجداول

## قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
96	متوسط نسبة السيولة.	(1,2)
143	درجة تكامل متغيرات الدراسة حسب نتائج اختبارات ADF و PP.	(1,3)
144	تحديد عدد التأخيرات المناسبة من أجل تطبيق منهجية Johansen.	(2,3)
145	نتائج اختبار Johansen.	(3,3)
148	نتائج اختبار LM للارتباط الذاتي للبقايا.	(4,3)
149	نتائج اختبار اختلاف التباين.	(5,3)
152	نتائج اختبار Jarque-Bera.	(6,3)
163-162	نتائج تفكيك تباين الخطأ الخاصة بكل من الكتلة النقدية، سعر الصرف، سعر الفائدة و القروض الموجهة للاقتصاد.	(7,3)
164	تفكيك تباين خطأ التنبؤ لمؤشر المستوى العام للأسعار.	(8,3)

# المقدمة العامة

تواجه كل اقتصاديات العالم مجموعة من التحديات و الاختلالات، و من أهمها الارتفاع في معدل التضخم نظرا لآثار السلبية التي يخلفها من الناحية الاقتصادية و الاجتماعية. لذلك تسعى السلطات العمومية لدول العام إلى التحكم في المستوى العام للأسعار من خلال الأدوات المتاحة لها و التي تكون على شكل سياسات اقتصادية. تتمثل السياسة الاقتصادية في مجموعة الإجراءات والتدابير التي تتخذها السلطات العمومية رغبة في تحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية المسطرة في المدى الطويل و القصير. تأتي هذه السياسات إما على شكل سياسات هيكلية التي يظهر أثرها في المدى الطويل مثل سياسات التحرير و سياسات الخصخصة، أو على شكل سياسات ظرفية يكون أثرها في المدى القصير، و التي تتمثل في السياسة المالية و السياسة النقدية.

لطالما اهتم الاقتصاديون بدور النقود في تحديد التقلبات الاقتصادية، حيث اختلفت الآراء حول هذا الموضوع و بالتالي حول فعالية السياسة النقدية عبر مراحل تطور الفكر الاقتصادي. مر فهم فعالية السياسة النقدية و مدى تأثيرها على النشاط الاقتصادي بمراحل مختلفة عبر الزمن. فقد تم إعادة الاعتبار لهذه الفعالية بعد الأزمة الاقتصادية العظمى سنة 1929، حيث عرفت هذه الفترة ظهور التيار الكينزي الذي يؤكد على تفوق فعالية السياسة المالية في التأثير على النشاط الاقتصادي على تلك الخاصة بالسياسة النقدية. ثم استرجعت السياسة النقدية مكانتها في منتصف القرن العشرين على يد زعيم المدرسة النقدية ميلتون فريدمان، حيث يرى النقديون أنه على العرض النقدي أن يكون الأداة الأساسية للسياسة النقدية. كما أدى الخلاف ما بين هاذين التيارين إلى ظهور تيار آخر يدعو إلى التنسيق ما بين السياسة المالية و السياسة النقدية.

يتغير تحليل فعالية السياسة النقدية و الأدوات الخاصة بها في تحقيق أهدافها، و على رأسها استقرار الأسعار، حسب الوضع الاقتصادي و هذا سواء من حيث طبيعة النظام و الميزات الهيكلية لهذا الأخير (مثل الطابع الريعي) أو من خلال التغيرات التي تعرفها أهم المجاميع الاقتصادية الخاصة به.

عرف معدل التضخم في الجزائر عدة تغيرات أهمها الارتفاع الكبير في بداية التسعينيات حيث ساهمت في ظهوره عدة عوامل أولها تطبيق إجراء تحرير الأسعار، حيث بقي هذا الأخير يعرف معدلات مرتفعة جدا إلى غاية 1996 أين بدأ بالتناقص إلى أن بلغ أدنى قيمة له سنة 2000 و التي تقدر ب 0.3 بالمئة. الشيء الذي قد يعود إلى عدة عوامل من بينها الارتفاع في أسعار البترول و التنسيق بين كل من السياسة المالية و السياسة النقدية، من خلال الرفع في أسعار الفائدة و الابتعاد عن الإصدار النقدي المفرط في إطار برنامج التعديل الهيكلي. بقي معدل التضخم يتراوح ما بين 1 و 6 بالمئة على باقي الفترة مع بعض الارتفاعات الملحوظة خاصة في 2012 أين اقترب بنسبة التسعة بالمئة (8.89).

لم يسعى البنك المركزي الجزائري أساسا إلى تحقيق استقرار الأسعار منذ نشأته في 1962، حيث تمثلت أهدافه الرئيسية في الاستعمال الكلي لعوامل الإنتاج والاستقرار الداخلي و الخارجي للنقد. هذا من خلال الاعتماد على حسب ما نصت عليه القوانين الأساسية من أجل تحقيق هذا الهدف على أدوات مثل معدل إعادة الخصم و عمليات السوق المفتوحة. إلا أن دور البنك المركزي الجزائري اقتصر في الواقع على تمويل المشاريع العمومية و اعتبر كمجرد وسيط بين الخزينة العمومية و المؤسسات العمومية، فلا يمكن الحديث، بالتالي، في هذه الفترة على سياسة نقدية حقيقية.

عرفت فترة الثمانينات توجهها أكبر نحو اللامركزية، من خلال قوانين 1986 و 1988. إلا أن القانون الذي سمح بتعزيز دور البنك المركزي الجزائري، و الذي أصبح يعرف ببنك الجزائر، هو قانون النقد و القرض ل 1990. فجسد هذا القانون بداية الاعتماد على السياسة النقدية كأداة حقيقية يسعى بنك الجزائر من خلالها على تحقيق أهدافه. حيث طغى هدف استقرار الأسعار رغم تعددية الأهداف كما نص عليه الأمر 11-03 الصادر في 2003. تم تحديد هدف استقرار الأسعار كهدف نهائي للسياسة النقدية من خلال التعديلات الخاصة بالأمر 04-10 الصادر في أوت 2010 المعدل و المتمم للأمر 11-03، و الاعتماد بالتالي على سياسة استهداف التضخم رسميا ابتداء من تلك الفترة.

اختلفت الأدوات المستعملة من طرف بنك الجزائر في إطار سياسته النقدية على حسب التطورات في البيئة البنكية و التغيرات في المؤشرات الاقتصادية و النقدية على العموم و التغيرات في نسبة السيولة على وجه الخصوص. فنرى بالتالي انتقال بنك الجزائر من الأدوات المباشرة للسياسة النقدية مثل إعادة الخصم إلى أداة استرجاع السيولة ابتداء من 2002، و هذا بغرض امتصاص الفائض في السيولة الذي أصبح هيكليا مع مرور الوقت، و فقدان الأدوات المباشرة لفعاليتها بما أن البنوك لم تعد تلجأ إلى بنك الجزائر من أجل إعادة التمويل. كما نلاحظ أن بنك الجزائر لا يلجأ كثيرا إلى بعض الأدوات مثل العمليات على السوق المفتوحة بسبب فعاليتها المحدودة نظرا لخصوصية السوق النقدية في الجزائر التي لا تعرف وفرة في السندات العمومية. إلا أن التغيير في السيولة البنكية إثر الأزمة البترولية لسنة 2014 دفع بنك الجزائر إلى التغيير من سياسته مجددا و اللجوء إلى العمليات على السوق المفتوحة لأول مرة منذ 1996 و إعادة إحياء أداة سعر إعادة الخصم، إلى جانب التغيير في سياسة سعر الصرف، اللجوء إلى التمويل الداخلي و أخيرا اللجوء إلى التمويل غير التقليدي، مع العلم أنه تم الرجوع إلى أداة استرجاع السيولة في جانفي من سنة 2018 لمواجهة عودة الفائض في السيولة.

مما تقدم، و من أجل تسليط الضوء على مختلف جوانب هذا الموضوع نقوم بصياغة اشكالية الدراسة على النحو التالي: ما مدى فعالية أدوات السياسة النقدية في تحقيق هدف استقرار الأسعار؟

يمكن الإجابة عن هذا السؤال من خلال طرح التساؤلات الفرعية التالية:

- كيف تنظر النظرية الاقتصادية إلى فعالية السياسة النقدية؟
- ماهي التطورات التي عرفتتها السياسة النقدية في الجزائر؟
- ما مدى فعالية سياسة بنك الجزائر في تحقيق هدف استقرار الأسعار؟

### ❖ فرضيات البحث:

بغرض الإجابة على الإشكالية الرئيسية و الأسئلة الفرعية نستعين بالفرضيات التالية:

- يؤثر عدم تطور الجهاز المصرفي الجزائري سلبا على أداء أدوات السياسة النقدية؛
- يؤثر الطابع الريعي للاقتصاد الجزائري على استقرار مستوى الأسعار مما يجعل عملية التحكم في هذه الأخيرة صعبة؛
- تلعب التغيرات في السيولة البنكية دورا هاما لتوجيه التغيرات في السياسة النقدية و تشكل عاملا مهما في تحديد فعالية أدوات هذه الأخيرة.

### ❖ أهمية البحث:

نتطرق من خلال دراستنا هذه إلى أحد المواضيع التي لطالما أعطاها الاقتصاديون أهمية كبيرة، ألا وهي مدى تأثير السياسات الاقتصادية على العموم و السياسة النقدية على وجه الخصوص على التغيرات في الاقتصاد الكلي و مدى فعاليتها في تحقيق أهدافها من أجل التحسين من الحالة الاقتصادية العامة. عادة ما ينسب للسياسة النقدية هدف تحقيق استقرار الأسعار كما هو الحال بالنسبة لبنك الجزائر و الذي أكد على هذا الأخير كهدف رئيسي خاصة ابتداءا من 2003، حيث يعتبر الارتفاع في معدل التضخم أحد أهم المشاكل الاقتصادية نظرا لما يخلفه من آثار اقتصادية و اجتماعية غير مرغوب فيها.

كما تسمح الدراسة القياسية من تحليل استجابة مؤشر الأسعار لتغيرات أدوات السياسة النقدية، مما يسمح للسلطات النقدية باتخاذ قراراتها فيما يخص بناء السياسة المتبعة بهدف تحقيق استقرار المستوى العام للأسعار.

### ❖ هدف البحث:

نهدف من خلال هذا البحث إلى:

- الإحاطة بالجانب النظري و أهم المفاهيم التي تخص معدل التضخم، السياسة النقدية و آلية تأثير أدوات هذه الأخيرة من أجل تحقيق أهدافها، و التطرق إلى نظرة مختلف التيارات النظرية الاقتصادية في فعالية السياسة النقدية عبر تطور الفكر الاقتصادي.
- تحليل تطور السياسة النقدية في الجزائر و محاولة تحديد أهم المراحل التي مرت بها و أهم العوامل التي تؤثر على توجهات و قرارات السلطات النقدية.
- تقييم فعالية أدوات السياسة النقدية في تحقيق هدف استقرار الأسعار في حالة الاقتصاد الجزائري في ظل الخصائص التي تميز هذا الأخير.

### ❖ المنهج المستخدم في الدراسة:

اعتمدنا من أجل الإجابة على إشكالية الدراسة على المنهج الاستقرائي و هذا من خلال دراسة فعالية أدوات السياسة النقدية خلال الفترة الممتدة من 1990 إلى 2019 و أثرها على التغيرات في معدل التضخم بالاعتماد على نماذج الانحدار الذاتي و الاعتماد على اختبار غرانجر، و من خلال الاستناد على تحليل دوال الاستجابة و تفكيك تباين الخطأ. كما تم استخدام المنهج الوصفي و التاريخي بالاستعانة إلى مجموعة من أدوات مثل المنحنيات من أجل دراسة تطور كل من ظاهرة التضخم إلى جانب مجموعة من المؤشرات النقدية، و كذلك من خلال توضيح مختلف مراحل تطور السياسة النقدية لبنك الجزائر.

### ❖ صعوبات البحث:

من بين العراقيل التي تم مواجهتها خلال هذه الدراسة:

- صعوبة الحصول على المعطيات بالنسبة لبعض المتغيرات، خاصة الفصلية. كما أن البعض منها متوفر لكن بتقطع ما لا يسمح بتشكيل سلاسل زمنية يمكن الاعتماد عليها في الدراسة القياسية. هذا إلى جانب اختلاف و تناقض في المعطيات التي يتم نشرها من طرف الجهات الرسمية المختلفة.
- صعوبة التعامل مع بعض السلاسل الزمنية الخاصة بالمتغيرات الخاصة ببعض أدوات السياسة النقدية التي لا تعرف تغيرا كبيرا، مثل معدل إعادة الخصم و معدل استرجاع السيولة.
- صعوبة ترجمة بعض المصطلحات و المفاهيم المفتاحية إلى اللغة العربية.

- وجود بعض المتغيرات التي من شأنها أن تساعد في الدراسة لكن بمعطيات سنوية و ليست فصلية.
- لم يلجأ بنك الجزائر إلى بعض الأدوات إلا خلال فترة معينة لا تتوافق مع فترة الدراسة مما جعل عملية إدماجها في الدراسة القياسية أمرا صعبا.

من أجل الإجابة على الإشكالية محل الدراسة قمنا بتقسيم هذا البحث إلى ثلاث فصول. تطرقنا من خلال الفصل الأول إلى المفاهيم النظرية الخاصة بكل من معدل التضخم، محدداته، طرق حسابه و آثاره. بعد ذلك قمنا بعرض المفاهيم العامة الخاصة بالسياسة النقدية من خلال التطرق إلى أهدافها، قنوات انتقال آثارها و أدواتها. و أخيرا فعالية هذه الأخيرة في تحقيق أهدافها لاسيما تحقيق استقرار المستوى العام للأسعار.

كان الاهتمام في الفصل الثاني بدراسة تطور النظام البنكي و السياسة النقدية في الجزائر عبر أهم المراحل التي ميزتها منذ الاستقلال، و هذا من خلال التطرق إلى التطورات و التغيرات سواء من الناحية التشريعية، و أهمها ظهور قانون النقد و القرض في بداية التسعينات، أو من خلال التغيرات في السوق النقدية و السيولة البنكية. كما تطرقنا في المبحث الأخير إلى سياسة استهداف التضخم في حالة الاقتصاد الجزائري التي طبقت رسميا ابتداء من 2010.

قمنا بتخصيص الفصل الأخير للدراسة القياسية لفعالية أدوات السياسة النقدية في تحقيق هدف استقرار الأسعار في الجزائر خلال الفترة الممتدة من 1990 إلى 2019. تطرقنا من خلاله إلى أهم الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع بمختلف التقنيات القياسية و في مختلف الاقتصاديات. اعتمدنا على نموذج الانحدار الذاتي، تحليل دوال الاستجابة، تفكيك تباين الخطأ و نتائج اختبار غرانجر للوصول إلى التحليل الاقتصادي لمدى فعالية السياسة النقدية في تحقيق هدفها عبر مختلف الأدوات المستعملة.

في الأخير، أنهينا هذه الدراسة بخاتمة عامة حيث تم التطرق فيها إلى حوصلة موجزة لأهم النتائج المتوصل إليها في الجانب التطبيقي أين تم تحليل ما مدى فعالية أدوات السياسة النقدية المطبقة في الجزائر خلال الفترة الممتدة من 1990 إلى غاية 2019 و التي على ضوءها حاولنا اقتراح بعض التوصيات ثم آفاق لبحث من أجل تدارك النقائص التي تخللت دراستنا هذه.

# الفصل الأول:

فعالية السياسة النقدية

والخفض من معدل التضخم

## تمهيد الفصل

لظالما كانت للتضخم سمعة سيئة في الرأي العام. و يرى الأفراد الزيادة في المستوى العام للأسعار كعبء عليهم، بما أن هذا التزايد يترجم على شكل تناقص في قدرتهم الشرائية. تبحث عموما السلطات العامة و السلطات النقدية على وجه الخصوص إلى مواجهة هذه الزيادة و التحكم فيها منذ القدم. حيث يتطلب منا دراسة فعالية السياسة النقدية في تحقيق هدف استقرار الأسعار أولا فهم ظاهرة التضخم و لماذا يؤكد الاقتصاديون على ضرورة مكافحتها.

تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث تتطرق على التوالي إلى دراسة ظاهرة التضخم أولا، دراسة السياسة النقدية كأداة من أجل مواجهة هذه الظاهرة ثانيا و أخيرا فعاليتها في تحقيق هدفها و العوامل المؤثرة على هذه الفعالية.

## المبحث الأول: التضخم

يقصد باستقرار الأسعار معدل تضخم منخفض و مستقر، و حتى إن اختلفت التعاريف من حيث الدقة فهناك اتفاق عام حول تعريف التضخم على أنه ارتفاع عام و مستمر للمستوى العام للأسعار. يعرف التضخم على أنه ارتفاع عام للأسعار، لأنه لا يمكن الاقتصار في التحليل على ارتفاع سعر سلعة واحدة إذ أنها لا تمثل إلا جزءا صغيرا من الانفاق العام، كما أن ارتفاع سعر سلعة واحدة له تأثير على الأسعار النسبية و قد يؤثر على الطلب و إعادة توزيع الدخل، إلا أنه لا يؤثر على المسار التضخمي لوحده مع بعض الاستثناءات مثل التغير في سعر البترول<sup>1</sup>. أما فيما يخص الارتفاع المستمر للأسعار فلا يقصد بذلك الارتفاع الدائم بل أن الاتجاه العام للأسعار خلال فترة زمنية معينة يكون نحو الارتفاع، و يجب أن يكون هذا الارتفاع متواصل فلا يؤخذ بعين الاعتبار الارتفاع المؤقت مثل ارتفاع أسعار بعض الموارد الأولية أو بعض المواد الغذائية بسبب ظروف مناخية<sup>2</sup>. من أجل فهم أكبر لظاهرة التضخم تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب تتناول على الترتيب: محددات و طرق قياس معدل التضخم، ظاهرتي الانخفاض في المستوى العام للأسعار و التضخم المفرط و أخيرا القيمة المثلى للتضخم.

## المطلب الأول: محددات معدل التضخم و طرق قياسه

سوف نتطرق من خلال هذا المطلب إلى محددات معدل التضخم و طرق قياسه على التوالي:

## 1- محددات التضخم:

التضخم ظاهرة عامة تقيس جميع الاقتصاديات باختلاف خصائصها، و حتى الاقتصاديات القوية و المستقرة من الناحية السياسية، و قبل التطرق إلى كيفية محاربتها يجب أن نتطرق أولا إلى أهم محددات التضخم التي يمكن حصرها فيما يلي:<sup>3</sup>

- **التضخم الناتج عن الطلب:** أي لما يكون الطلب على السلع و الخدمات أكبر من كمية السلع و الخدمات المتوفرة، ما يعبر عنه بانتقال منحنى الطلب الكلي نحو اليمين الذي يؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار. تتغير نسبة هذا الارتفاع حسب ميل منحنى العرض الكلي AS الذي يكون أكثر عموديا كلما اقتربنا من مستوى التشغيل الكامل. إن التأثير على الأسعار يكون أكبر عندما نقترّب من التشغيل الكامل

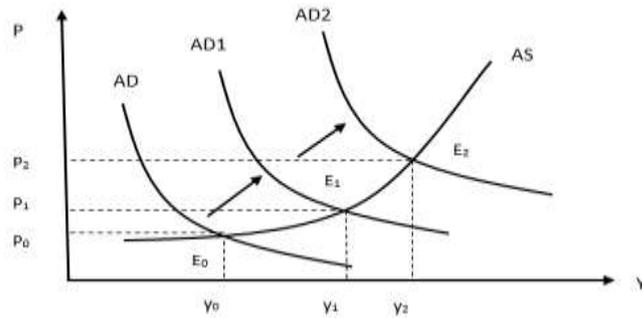
<sup>1</sup> McNabb R and McKenna C. (1990): Inflation in modern Economies, Harvester Wheatsheaf, p2-4.

<sup>2</sup> Hagger A.J. (1977): Inflation theory and policy, the Macmillan Press LTD, p4.

<sup>3</sup> Dawson G. (1992): Inflation and unemployment : causes, consequences and cures, Edward Elgar Publishing Company, p20-26.

لأن المؤسسات تحتاج إلى تحفيز العمال من أجل الزيادة في الإنتاج ما يزيد من التكاليف. أما الزيادة في الطلب الكلي في مستوى بعيد عن مستوى التشغيل الكامل (لما يقترب منحنى الطلب الكلي من العمودي) فلا يكون له تأثير كبير على الأسعار مقارنة مع الحالة الأولى و هذا لوجود عدد كبير من العاطلين عن العمل، من ناحية أخرى فإن الانخفاض في الطلب الكلي يعني انخفاض في مستوى الناتج عوض الانخفاض في الأسعار و لهذا يكون التأثير على الأسعار صغير.

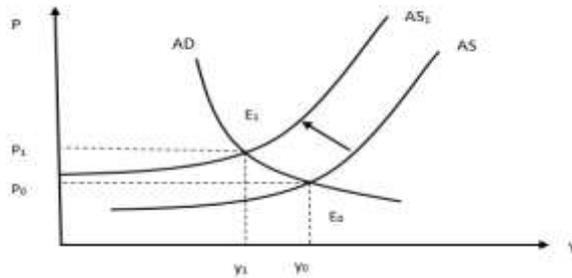
الشكل (1،1): أثر انتقال منحنى الطلب الكلي على الأسعار حسب ميل منحنى العرض الكلي



المصدر: Graham Dawson, Inflation and unemployment: causes, consequences and curses, 1992, Edward Elgar Publishing Company, USA, p20.

- **التضخم الناتج عن العرض:** و هو التضخم الناتج عن التكاليف أي التضخم الناتج عن زيادة تكاليف الإنتاج على مستوى الاقتصاد الوطني. ما يعبر عنه في نموذج AS/AD بانتقال منحنى العرض الكلي AS نحو الأعلى و زيادة الأسعار و انخفاض الناتج. عادة ما يكون ناتج عن ارتفاع كبير لسعر المواد الأولية ذات أهمية كبيرة في الأسواق العالمية مثل أسعار البترول.

الشكل (2،1): أثر انتقال منحنى العرض الكلي على الأسعار و الناتج



المصدر: Graham Dawson, Inflation and unemployment: causes, consequences and curses, 1992, Edward Elgar Publishing Company, USA, p20.

- السياسات الاقتصادية التوسعية: من المعروف أنه هناك مفاضلة بين خفض معدل التضخم وخفض من معدل البطالة، فقد تلجأ السلطات العامة إلى تنشيط الاقتصاد وخلق فرص عمل على حساب مكافحة التضخم و هذا خاصة عند اقتراب الفترات الانتخابية لأسباب سياسية.
- الحلقة المفرغة أجور أسعار: تظهر نتيجة التضارب المستمر بين العمال و المنتجون و هي مزيج من الضغط على الطلب من جهة و على الأجور من جهة ثانية. في حالة تطبيق سياسة توسعية من طرف السلطات العامة فإن هذا يدفع المؤسسات إلى اغتنام الفرصة من أجل الزيادة من أرباحهم ما يفسر أن زيادة الطلب تؤدي إلى زيادة في الأسعار و ليس زيادة في الناتج و هذا حتى في مستوى بعيد عن مستوى التشغيل الكامل. يرد العمال على هذا بالمطالبة بالزيادة في أجورهم ما يدفع المنتجون إلى الزيادة في السعر مجدداً و هكذا دواليك، فإن المسار التضخمي هنا يكون نتيجة الصراع الدائم بين هاتين الفئتين حول توزيع الدخل. من ناحية أخرى فإن الضغط من ناحية الأجور أو العمال قد يكون هو المنطلق في ظاهرة التضخم و هذا بسبب تغير مطالب الأجراء و تصرفاتهم، هنا الحكومة تقوم بسياسة توسعية من أجل تقادي الزيادة في البطالة و يقوم الرأسماليين بالزيادة في الأسعار.
- نمو عرض النقود: يعتبر نمو عرض النقود أهم محدد للتضخم في المدى الطويل. عندما ننظر إلى التوازن في السوق النقدية وفق نموذج IS/LM كما هو موضح في المعادلة الموالية:

$$\frac{M}{P} = L(i, y) \dots (1,1)$$

أي أن الطلب على الأرصدة الحقيقية الذي هو دالة لسعر الفائدة الاسمي و الناتج بعلاقة عكسية و إيجابية على التوالي، مساو للعرض الحقيقي للنقود. فإنه يمكننا استنتاج محددات المستوى العام للأسعار كما يلي:

$$P = \frac{M}{L(i, y)} \dots (1,2)$$

المحددات الممكنة للتضخم حسب المعادلة (1,2) تتمثل في عرض النقود، سعر الفائدة الاسمي، الناتج و الطلب على الأرصدة الحقيقية. من المستبعد أن تكون هناك تناقصات متتالية للطلب على النقود و للناتج في المدى الطويل. أما معدل الفائدة الاسمي  $i_t$  فهو دالة لمعدل الفائدة الحقيقي  $r_t$  و التضخم المتوقع  $\pi_{t+1}$  حسب معادلة فيشر:

$$i_t = r_t + \pi_{t+1} \dots (1,3)$$

حيث أن التغيرات في معدل الفائدة الحقيقي التي يمكن ملاحظتها محدودة و تحليل تغيرات معدل التضخم المتوقع يعود إلى تحليل معدل التضخم نفسه<sup>1</sup>. مما سبق نستنتج أن أحسن عامل قد يفسر زيادة في المستوى العام للأسعار هو الزيادة في الطلب على النقود. بالتالي فإن عرض النقود له تأثير أكبر على معدل التضخم ليس لأن له تأثير مباشر أكثر نظريا بل لأنه يتغير أكثر من المحددات الأخرى لمعدل التضخم حسب الملاحظات التجريبية.

حسب **Milton Friedman** فإن "التضخم هو دائما وفي كل مكان مسبب من طرف ظاهرة نقدية". بالتالي، فإن الارتفاع السريع في عرض النقود هو السبب الرئيسي لظاهرة التضخم. يمكن التعبير عن هذا حسب العلاقة الموالية:

$$M.V=P.Y \dots (1,4)$$

يمثل  $M$  عرض النقود،  $V$  سرعة تداول النقود،  $P$  متوسط مستوى الأسعار و  $Y$  الدخل الوطني الحقيقي أو كمية السلع و الخدمات المنتجة خلال فترة زمنية معينة. في اقتصاد بسيط يتكون من العائلات و المؤسسات فقط (دون القطاع العام و بدون استثمار)، تفسر العلاقة السابقة كما يلي: كمية النقود المقابلة لما يتم شراؤه من طرف العائلات هو مساو لكمية النقود المقابلة لما تتحصل عليه المؤسسات عند البيع. حسب هذه النظرية كل من  $V$  و  $Y$  ثابتان أو لا يتغيران إلا قليلا (حسب المعطيات كما أشار إليه النقديون)، كما يعترف النقديون أن الزيادة في عرض النقود يؤدي إلى ارتفاع كل من  $Y$  و  $P$  إلا أن الزيادة في  $Y$  لا تتأثر كثيرا بالتغيرات في العرض النقدي بل له محددات أخرى أكثر أهمية مثل الإنتاجية. انتقدت هذه النظرية لسببين رئيسيين هما:

- السببية قد لا تتجه من عرض النقود نحو الأسعار بل العكس و قد تكون هناك متغيرة ثالثة تؤثر في كلاهما. الدراسات التي تظهر وجود ارتباط بين المتغيرتين لا تعطي دليلا كافيا على وجود سببية.
- لا يوجد تعريف واضح لما يقصد بكمية النقود في الاقتصاديات الراهنة<sup>2</sup>.

## 2- قياس معدل التضخم:

تحديد المؤشر الأمثل من أجل التعبير على ظاهرة اقتصادية معينة من أجل تحليلها و استعمال هذا القياس في النماذج القياسية المختلفة ليس حتما أمرا واضحا فلكل طريقة قياس ايجابياتها و عيوبها. سوف

<sup>1</sup> Romer D.(1996): Advanced Macroeconomics, McGraw-Hill, fourth edition, p514.

<sup>2</sup> Dawson G, op-cit, p15-16.

نتناول فيما يلي أهم طرق قياس معدل التضخم: و المتمثلة في مؤشر المستوى العام للأسعار IPC و المكشم الضمني Deflator .

تختلف طرق حساب المستوى العام للأسعار حسب البلدان و عادة ما يتم حساب المتوسط المرجح لمجموعة من السلع بحيث يعطى لكل سلعة وزن يوافق نسبة استهلاكها من طرف مستهلك نموذجي. يتم الحصول على معدل التضخم بحساب معدل نمو هذا المؤشر<sup>1</sup>.

$$IPC = 100 * \frac{\text{قيمة السلع والخدمات للسنة الجارية}}{\text{قيمة السلع والخدمات لسنة الأساس}} \dots (1,5)$$

يبحث هذا المؤشر إلى تقدير التكلفة المعيشية ( أي المقدار الذي يجب أن يزداد به الدخل من أجل الحفاظ على نفس مستوى المعيشة ) إلا أن له بعض السلبيات:<sup>2</sup>

- لا يأخذ أثر الاحلال ما بين السلع بعين الاعتبار، فإن الأسعار لا تزداد كلها في نفس الوقت أو بنفس المقدار ما يدفع الأفراد إلى خفض من طلبهم على السلع التي ازداد سعرها و الرفع من طلبهم على السلع التي ازداد سعرها بمقدار أقل أو التي انخفض سعرها. يؤدي هذا إلى مبالغة في تقدير تكلفة المعيشية بما أن أوزان السلع عند قياس هذا المؤشر و التي تقابل تلك الخاصة بسنة الأساس لا تتغير في حين أن ميول و توجهات الأفراد قد تغيرت بعد أن قاموا بتوجيه طلبهم نحو السلع التي توافق أصغر سعر نسبي.
- لا يأخذ ظهور السلع الجديدة بعين الاعتبار، علما أن زيادة الخيارات المتاحة لدى الأفراد يقلل من التكلفة المعيشية.
- لا يأخذ التطور التكنولوجي و التغير في نوعية المنتجات بعين الاعتبار خاصة و أن هذه الأخيرة صعبة القياس، ما قد يؤدي إلى مبالغة في تقدير الأسعار<sup>3</sup>.

تتمثل الطريقة الثانية الأكثر استعمالا لقياس التكلفة المعيشية في المكشم الضمني الذي يمثل النسبة بين الناتج الداخلي الخام الإسمي و الناتج الداخلي الخام الحقيقي، أي الناتج الداخلي الخام الجاري بأسعار السنة الجارية و الناتج الداخلي الخام الجاري بأسعار سنة الأساس. يختلف هذا المؤشر عن مؤشر المستوى العام للأسعار فيما يلي:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Dawson G, op-cit , p12.

<sup>2</sup> Mankiw N.G. (2008): Principles of Macroeconomics, South-Western Cengage Learning, sixth edition, p 221.

<sup>3</sup> Jochumzen P.(2010): Essentials of Macroeconomics, Ventus Publishing , p15.

<sup>4</sup> Mankiw N.G, op-cit, p 225.

- يقيس المكش الضمني التغير في أسعار جميع السلع و الخدمات المنتجة محليا بينما يقيس مؤشر المستوى العام للأسعار التغير في أسعار أهم السلع و الخدمات المستهلكة من طرف مستهلك نموذجي. بالتالي فإن الأول لن يأخذ ارتفاع أسعار السلع و الخدمات المنتجة في الخارج و الثاني لن يأخذ بعين الاعتبار التغير في جميع السلع و الخدمات المنتجة محليا.
- عكس مؤشر المستوى العام للأسعار الذي يعتمد على مجموعة أو سلة ثابتة من السلع و الخدمات التي لا تتغير إلا نادرا، فإن المكش الضمني يأخذ بعين الاعتبار التغير في السلع و الخدمات أوتوماتيكيا، ما يسمح بأخذ التفاوت في التغيرات في مختلف الأسعار بعين الاعتبار.

### المطلب الثاني: التضخم المفرط و الانخفاض في المستوى العام للأسعار

يتفق الاقتصاديون على ضرورة التفرقة ما بين التضخم المعتدل، التضخم المفرط Hyperinflation و الانخفاض في المستوى العام للأسعار Deflation ، إذ أن الآثار و السياسة الاقتصادية التي يجب اعتمادها تختلف في كل حالة. سوف نحاول من خلال هذا المطلب تحديد مفهوم و عواقب كل ظاهرة.

#### 1- التضخم المفرط:

هناك أنواع للتضخم و لكل نوع أسباب مختلفة حيث أن العوامل المتسببة في التضخم المعقول تختلف عن تلك المتسببة في التضخم المفرط. يقصد بالتضخم المفرط معدل تضخم يتجاوز 50 بالمئة كل شهر، و تم تسجيل عدة حالات للتضخم المفرط عبر التاريخ. من بين أشهر الأمثلة على التضخم المفرط نذكر حالة الاقتصاد الألماني أين أصبح الأفراد يفضلون حرق الأوراق النقدية لأن قيمتها أقل من قيمة الخشب، معدلات التضخم المرتفعة التي ظهرت بعد الحرب العالمية الأولى و الثانية أو تلك التي عرفها الزيمبابوي خلال الفترة 2007-2009 ، أين كان معدل التضخم يتضاعف يوميا. لا يمكن تفسير التضخم المفرط أو معدلات مرتفعة جدا تقترب منه بالمفاضلة بين معدل التضخم و مكافحة البطالة، ففي حالة معدلات تضخم كهذه، تكون التكلفة مرتفعة جدا مقارنة بتحقيق معدل نمو ضعيف فمن المستبعد أن يبحث متخذو القرار إلى التوصل إلى هذه الحالة. عادة ما تعود هذه المعدلات المرتفعة إلى حاجة السلطات العامة إلى التمويل عن طريق الإصدار النقدي. الشيء الذي قد تلجأ إليه في حالة عدم ثقة الأعوان في إمكانية الحكومة على تسديد ديونها و بالتالي عدم إمكانية تمويل العجز عن طريق اصدار السندات<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Romer D, op-cit, p567.

يظهر التضخم المفرط عندما تفرض الحكومة ضريبة تضخمية كبيرة من أجل سد عجز موازني كبير. و المعبر عنها بتناقص القيمة الحقيقية للنقود لدى الأعوان الاقتصاديين بسبب زيادة معدل التضخم نتيجة تمويل الحكومة للعجز الموازني باللجوء إلى الإصدار النقدي. تلجأ الحكومة إلى حقها في تحقيق إيرادات بالإصدار النقدي أو ما يعرف بـ Seignorage بسبب عدم إمكانية خفض من النفقات أو الرفع من نسبة الضرائب لأسباب قد تكون اقتصادية أم سياسية. إلا أن زيادة العرض النقدي يعني زيادة كمية النقود المتداولة و زيادة الأسعار بنفس النسبة و بالتالي فإن الأعوان الاقتصاديين هم الذين يدفعون ثمن التمويل بالإصدار النقدي بسبب تناقص قيمة الأموال التي بحوزتهم.

يمكن التعبير عن الإيرادات الحكومية اللازمة من أجل تمويل العجز بالتغير في الإصدار النقدي خلال فترة معينة كما يلي:

$$\Delta M \dots (1,6) = \text{الإيرادات}$$

نتحصل على الإيرادات الحقيقية بفضل التقسيم على المستوى العام للأسعار P . و عند الضرب و التقسيم على كمية النقود المتداولة نتحصل على ما يلي:

$$\frac{\Delta M}{M} * \frac{M}{P} \dots (1,7) = \text{الإيرادات الحقيقية}$$

كمية النقود الحقيقية \* معدل نمو الإصدار النقدي = الإيرادات الحقيقية

عند معدلات تضخم مرتفعة يفضل الأفراد اقتناء السلع و الخدمات أو الأصول المالية عوض النقود الورقية، كما أنهم يلجؤون إلى خفض من كمية النقود الحقيقية أي أن التناقص في كمية النقود لديهم تجعل القدرة الشرائية لهذه الأخيرة أقل من لو كان معدل التضخم منخفض. إن التناقص في كمية النقود الحقيقية لدى الأفراد يعني تناقص إيرادات الحكومة الحقيقية ما يدفع هذه الأخيرة إلى الزيادة في الإصدار النقدي و في الضريبة التضخمية، بالطبع هذا يدفع الأفراد إلى الزيادة في خفض في كمية النقود الحقيقية لديهم، و هكذا إلى أن يصل معدل التضخم إلى قيم مرتفعة جدا<sup>1</sup>.

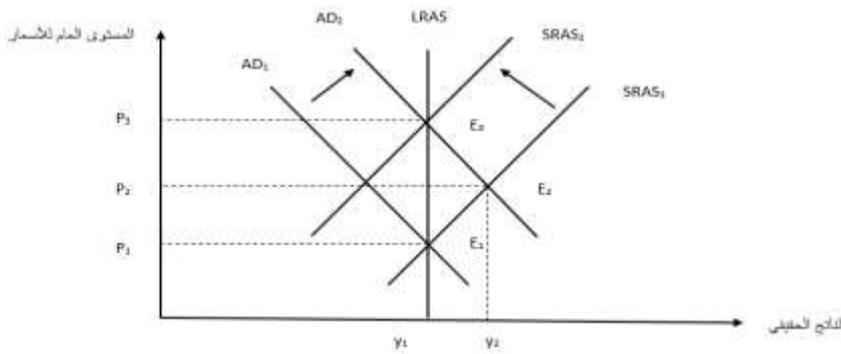
عادة ما يتم التفرقة بين المدى القصير و المدى الطويل من أجل توضيح الفرق بين أثر الزيادة في العرض النقدي في كلتا الحالتين. زيادة عرض النقود لها أثر على المتغيرات الحقيقية في المدى القصير فقط بفضل الزيادة في الطلب الكلي، إلا أن الأسعار و الأجور تتعدل تدريجيا ليعود الاقتصاد إلى حالة توازن عند مستوى

<sup>1</sup> Ray M and Anderson D. (2010): Krugman's macroeconomics for AP, Worth Publishers. P 324-326.

التشغيل الكامل و تعود قيم المتغيرات الحقيقية مثل الناتج و أسعار الفائدة إلى مستواها الأصلي بعد ارتفاع مستوى الأسعار .

كما يوضحه النموذج AS/AD وفق الشكل الموالي فإن الزيادة في العرض النقدي تؤدي إلى تزايد في الطلب الكلي ( ينزاح منحنى الطلب الكلي  $AD_1$  نحو اليمين إلى  $AD_2$  ) فيرتفع كل من الناتج و الأسعار عند نقطة التوازن في المدى القصير  $E_2$  ، تتعدّل الأجور تدريجيا في المدى الطويل و ينتقل منحنى العرض الكلي للمدى القصير  $SRAS_1$  نحو اليسار إلى  $SRAS_2$  ليستقر في نقطة التوازن الكلي للمدى الطويل  $E_3$  ، مع نسبة ارتفاع في الأسعار تكون موافقة لنسبة الزيادة في العرض النقدي .

الشكل (3،1): أثر الزيادة في عرض النقود في المدى القصير و في المدى الطويل



المصدر : Ray M and Anderson D. (2010): Krugman's macroeconomics for AP, Worth Publishers. P 322.

يفترض النموذج الكلاسيكي لمستوى الأسعار the Classical Model of the Price Level أن الكتلة النقدية الحقيقية دائما عند مستواها التوازني و أن التوازن ينتقل مباشرة من  $E_1$  نحو  $E_2$  فلا يوجد بالتالي تفرقة بين المدى الطويل و المدى القصير . يعتبر هنا أن كل من منحنى العرض للمدى الطويل LRAS و منحنى العرض الكلي للمدى القصير عموديين، و لا يَأْثُرُ التغير في عرض النقود على الناتج الحقيقي  $Y$  حتى في المدى القصير . إن هذا الافتراض غير واقعي على العموم عند مستوى تضخم معقول إلا أن النموذج الكلاسيكي للأسعار يتوافق مع حالة التضخم المفرط أين تتعدّل الأجور و الأسعار بسرعة مثل الحالة التي عرفها الزيمبابوي في 2008.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Ray M and Anderson D, op-cit .P 323-322.

## 2- تناقص المستوى العام للأسعار Deflation :

قد يبدو في الأول أن تناقص المستوى العام للأسعار أمر إيجابي، حيث يرى بعض الاقتصاديين مثل ميلتون فريدمان أن تناقص صغير و مستقر و متوقع للأسعار أمر مستحسن، لأنه يؤدي إلى خفض من أسعار الفائدة الاسمية و يقلل بالتالي من تكلفة تآكل الحذاء Shoeleather Cost (التي سوف نتطرق إليها لاحقاً). إلا أنه من النادر أن يكون التناقص في مستوى الأسعار مستقراً أو متوقعاً، إذ أنه يأتي فجأة و له تكلفة هو أيضاً. يتسبب هذا الأخير في تكلفة تغيير القائمة The Menu Cost (التي سيتم شرحها في الجزء الموالي) كما هو الحال بالنسبة لارتفاع المستوى العام للأسعار، إضافة إلى إعادة توزيع الثروة لصالح المقرضين علماً أن الطبقة المقترضة عادة ما تكون أكثر فقراً.<sup>1</sup>

## المطلب الثالث: القيمة المثلى للتضخم.

لطالما عرف التضخم بسمعته السيئة لدى الرأي العام كما أن هناك اتفاق ما بين الاقتصاديين حول ضرورة خفض من هذا الأخير و تحقيق استقرار المستوى العام للأسعار. سوف نحاول من خلال هذا المطلب التعرف على آثار معدل التضخم السلبية التي تدفع السلطات إلى مكافحة هذا الأخير و من ثم سوف نتناول مسألة معدل التضخم الذي يجب استهدافه، هل يجب أن يكون معدوماً أم لا.

## 1- لماذا مكافحة التضخم (الآثار السلبية للتضخم):

عكس ما قد يظهر لنا في بادئ الأمر فإن المشكلة في التزايد في مستوى الأسعار ليس انخفاض القدرة الشرائية للأعوان الاقتصاديين بما أن الارتفاع في المستوى العام للأسعار يقابله ارتفاع في الأجور الاسمية<sup>2</sup> بالتالي، يعتمد الاقتصاديين على مجموعة أخرى من الآثار السلبية من أجل تفسير السمعة السلبية لمعدل التضخم. فيما يلي أهم الآثار السلبية لمعدل التضخم:<sup>3</sup>

- الزيادة المعتبرة في معدل التضخم تدفع الأعوان الاقتصاديين إلى خفض من ممتلكاتهم من النقود و يقومون باستخراج السيولة بوتيرة أكبر و قيم أصغر. تعتبر هذه الجهود كتكلفة للزيادة في معدل التضخم، و عادة ما يتم الإشارة إلى هذه التكلفة بما يعرف ب Shoeleather Cost، و هي

<sup>1</sup> Mankiw N.G, op-cit, p 366.

<sup>2</sup> Mankiw N.G, op-cit, p361.

<sup>3</sup> Romer D, op-cit, p524.

- تعبير عن الوقت الذي يضيعه الأفراد لأنهم مضطرون إلى الذهاب إلى البنك بوتيرة أكبر. لا تكون هذه التكلفة معتبرة في الحالات العادية بل تظهر خاصة عند بلوغ معدل التضخم قيم مرتفعة جدا.
- لا تغير كل المؤسسات أسعارها في نفس الوقت و منه فإن معدل تضخم حتى و إن كان منخفضا يؤدي إلى تفاوتات في الأسعار النسبية ما يؤدي إلى توزيع غير فعال للعوائد.
  - تكون الاقتطاعات الضريبية، حساب الاهتلاكات، الفوائد و العوائد في معظم الدول على شكل اسمي و ليس الحقيقي، بالتالي فإن الزيادة في معدل التضخم له آثار كبيرة على قرارات الاستثمار، الادخار و المفاضلة بين مختلف أنواع الاستثمارات. كما تؤثر الزيادة في العبء الضريبي على الادخار عند زيادة معدل التضخم سلبا على الاستثمار و على النمو في المدى الطويل.
  - تكلفة التغيير في السعر أو ما يعرف عموما بتكلفة تغيير القائمة The Menu Cost، ما يظم تكلفة الأشهر من أجل السعر الجديد مثلا. على غرار تكلفة تآكل الحذاء Shoeleather Cost فإن هذه التكلفة غير مرتفعة في حالة التضخم المعقول إلا أنها تصبح عائقا في حالة التضخم المرتفع جدا<sup>1</sup>.
  - قد يؤدي معدل تضخم حتى و إن كان مستقرا إلى تأثير سلبي على العلاقات بين الأعوان الاقتصاديين في المدى الطويل، مع صعوبة تحديد السعر المناسب من طرف البائعين و المشترين نسبة للأسعار الأخرى ما يؤثر على فعالية الأسواق في المدى الطويل.
  - الزيادة في معدل التضخم حتى و إن كانت منتظمة تدفع الأعوان الاقتصاديين إلى ارتكاب أخطاء عند التخطيط للأجل الطويل. فقد يخطؤون في تحديد العبء الحقيقي لديونهم، احتياجاتهم للادخار أو في تحديد استثماراتهم، لأنهم يخطئون بالقيم الاسمية و ليس الحقيقية. هذا إلى جانب خطر عدم إمكانية تحقيق المشاريع التي يدخرون لها بسبب تناقص القيمة الحقيقية للنقود المدخرة<sup>2</sup>.
  - لا يرى الأعوان الاقتصاديون الجانب السلبي للتضخم من الناحية الاقتصادية فقط، كما أن عدم فهمهم لهذه الظاهرة قد يدفعهم إلى ملاحظة الأثر على الأسعار دون أخذ الأثر على الأجور بعين الاعتبار.
  - يرى بعض الاقتصاديون أن معدل التضخم مرتفع يعني تطاير أكبر و زيادة صعوبة التنبؤ بهذا الأخير. يعود هذا إلى القرارات التي قد تتخذها السلطات النقدية، فإنها عادة ما تتجه نحو محاولة الحفاظ على معدل تضخم منخفض عندما يكون كذلك، ما ينتج عنه معدل تضخم مستقر. إلا أنه لا يوجد اتفاق حول السياسة التي يجب اتباعها عندما يكون هذا الأخير مرتفعا لأن تكلفة ارتفاع طفيف لمعدل التضخم تبدو صغيرة. هذا يعني أن متوسط معدل التضخم له أثر على تباين لهذا

<sup>1</sup> Mankiw N.G, op-cit, p362.

<sup>2</sup> Hagger A.J, op-cit, p15.

الأخير ما يؤدي إلى مجموعة من الآثار السلبية. أولاً بما أنه يتم تحديد قيمة معظم الأصول بالقيمة النقدية وليس الحقيقية فإن زيادة في تطاير معدل التضخم تؤدي إلى زيادة حالة عدم الاستقرار و تناقص في الثروة. ثانياً بما أنه يتم تحديد القروض بالقيمة الاسمية فإن زيادة في تطاير معدل التضخم قد يقلل من قابلية الأعوان الاقتصاديين في الاستثمار خاصة في الأجل الطويل. ثالثاً و أخيراً قد يرى الاعوان الاقتصاديين أن معدل تضخم مرتفع أو غير مستقر هو نتيجة سياسة اقتصادية غير فعالة للسلطات العامة و التي قد لا تتماشى مع احتياجات ذوي رؤوس الأموال ما يؤدي بهم هنا أيضاً إلى خفض من الاستثمار.

- يؤدي ارتفاع غير متوقع لمعدل التضخم و عدم استقرار هذا الأخير إلى إعادة توزيع غير أمثل و غير عادل للدخل. هناك تفضيل مثلاً بين المقرضين و المقترضين. يستفيد المقترضين أكثر في حالة ارتفاع كبير و غير متوقع للتضخم بما أنهم يدفعون ديونهم بوحدة نقدية ذات قيمة أقل، في حين أن المقرضين يستفيدون في حالة انخفاض كبير و غير متوقع لمعدل التضخم بما أنه هناك ارتفاع لقيمة حقوقهم التي يسترجعونها<sup>1</sup>. كما تظهر إعادة التوزيع غير عادلة للدخل في حالة الأفراد الذين يرتفع دخلهم بوتيرة أقل من وتيرة ارتفاع المستوى العام للأسعار مثل المتقاعدين. في حين يستفيد الأفراد الذين تكون وتيرة ارتفاع دخلهم أكبر من وتيرة ارتفاع المستوى العام للأسعار مثل رجال الأعمال<sup>2</sup>. مثال آخر لإعادة التوزيع هي إعادة التوزيع ما بين الأجور و الأرباح. في حالة التضخم الناتج عن الطلب فإن الزيادة في الأسعار (أي الزيادة في الأرباح) تكون قبل استجابة الأجور. أما في حالة التضخم الناتج عن التكاليف فإن الأجور تزداد أولاً و تزداد الأسعار في مرحلة ثانية، ما يعني زيادة نسبة الأجور من الدخل الوطني. علماً أن الأجور لا تزداد بنفس السرعة في جميع القطاعات. يؤدي التضخم إلى إعادة توزيع الثروة أيضاً. تزداد ثروة الأفراد الذين يمتلكون السلع النادرة و المنازل بسبب الارتفاع السريع لأسعار هذه الأخيرة، كما يؤدي التضخم إلى إعادة توزيع الدخل من الأفراد الذين لا يتوقعونه باتجاه الأفراد الذين يتوقعونه. فنتم بالتالي إعادة التوزيع حسب سرعة استجابة المجموعات الاجتماعية<sup>3</sup>.
- ينتج عن زيادة في أسعار السلع المحلية مشاكل في ميزان المدفوعات بسبب انخفاض جاذبية هذه الأخيرة نسبة للسلع الأخرى، فتتخفف الصادرات و ترتفع الواردات مع افتراض ثبات أسعار السلع الأجنبية<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Mankiw N.G, op-cit, p365.

<sup>2</sup> Hagger A.J, op-cit, p15.

<sup>3</sup> Dawson G, op-cit, p55.

<sup>4</sup> Hagger A.J, op-cit, p16.

- تقوم السوق بالتنسيق بين الأعوان عن طريق التغيرات في الأسعار النسبية و التضخم ينتج خلا و يؤثر على انتقال المعلومات حول الأسعار النسبية. حسب ميلتون فريدمان، فإن الزيادة في معدل التضخم يعني زيادة حالة عدم التأكد في الأسواق بسبب الزيادة في التطاير لأن بعض الأسعار تزداد بسرعة أكبر من الأخرى، ما يجعل من الصعب التفرقة ما بين الزيادة في السعر النسبي للسلعة بسبب ندرة هذه الأخيرة أو بسبب زيادة المستوى العام للأسعار، فإن ردة فعل المؤسسات في الحالة الأولى و الثانية ليست نفسها<sup>1</sup>.

## 2- استهداف معدل تضخم موجب أم معدوم؟<sup>2</sup>

عموما هناك توجهان فيما يخص معدل التضخم الذي يجب استهدافه: هناك من يرى أنه يجب مكافحة التضخم إلى غاية انعدامه أو حتى تحقيق تناقص معقول للأسعار و عدم الاهتمام بالأهداف الأخرى من جهة. و من الجهة ثانية هناك من يرى أنه يجب استهداف معدل تضخم موجب منخفض مع الاهتمام بالأهداف الأخرى، لأنه قد يكون لمعدل تضخم معدوم تأثيرا سلبيا.

يستند الاقتصاديون المؤيدون لاستهداف معدل تضخم معدوم إلى التكاليف الخاصة بهذا الأخير، و يرون أنه قد يكون لها آثار سلبية معتبرة و يجب التخلص منها. كما يرون من ناحية أخرى أن التأثير السلبي لسياسة انكماشية التي تهدف إلى خفض معدل التضخم على الناتج و معدل البطالة يكون مؤقتا. في حين تتأقلم توقعات الأفراد (الذين يتميزون بالرشادة) استجابة للسياسة الهادفة لمعدل تضخم معدوم. فلا يوجد مفاضلة بين خفض معدل التضخم و خفض معدل البطالة في المدى الطويل. كمثل على ذلك السياسة الانكماشية التي طبقت في حالة الاقتصاد الأمريكي في الثمانينات و التي سمحت بالخفض من معدل التضخم من 10 بالمئة إلى 4 بالمئة. عرف الاقتصاد الأمريكي في تلك الفترة حالة ركود و ارتفاع كبير لمعدل البطالة إلا أن هذه التكاليف كانت مؤقتة، عكس الأثر الإيجابي لمعدل تضخم المنخفض الذي تم تحقيقه.

أما فيما يخص مؤيدي استهداف معدل تضخم موجب، فإنهم يعتمدون على الحجج التالية<sup>3</sup>:

- الفوائد الخاصة بمعدل تضخم معدوم مقابل معدل تضخم معقول ضئيلة، في حين أن التكاليف قد تكون كبيرة.

<sup>1</sup> Dawson G, op-cit, p127-128.

<sup>2</sup> Romer D, op-cit, p527-526.

<sup>3</sup> Mankiw N.G, op-cit, p525-514.

- التناقص في الدخل الذي يعرفه الأفراد بسبب الركود الناتج عن السياسة الانكماشية لا يتم بطريقة عادلة فإن التناقص في الدخل الكلي يكون خاصة نتيجة زيادة البطالة، حيث أن الأفراد الذين يعانون من تكلفة هذه السياسة هم الأفراد الأكثر فقرا.
- لا يؤدي التناقص في معدل التضخم حتما إلى التحسن في الدخل الحقيقي للأفراد بما أن الزيادة في مستوى الأسعار يتماشى مع زيادة في الأجور الاسمية. بل أن التحسن في الدخل الحقيقي له علاقة بالإنتاجية و ليس السياسة النقدية المتبعة.
- يمكن التخلص من بعض التكاليف الخاصة بمعدل التضخم دون خفض من هذا الأخير. فيمكن إعادة النظر في النظام الضريبي لكي يأخذ معدل التضخم بعين الاعتبار من أجل مواجهة مشكل إعادة التوزيع غير الفعالة للثروة، و يمكن القيام بنفس الشيء بالنسبة للسندات الحكومية و حث الخواص على اتباع نفس المسار.
- لا يمكن بناء مصداقية البنك المركزي بطريقة تجعل سياسة التخفيض من معدل التضخم غير مكلفة.
- حالة الركود التي يعرفها الاقتصاد كنتيجة للسياسة التخفيض من معدل التضخم يمكن أن يكون لها تأثير كبير على الاقتصاد في المدى الطويل. هناك تغير كبير في الاستثمار خلال تلك الفترة و ينخفض مخزون رأس المال بشكل كبير. حتى بعد الخروج من حالة الركود، فإن هذا التناقص يؤدي إلى انتاجية و تحقيق مستوى من الدخل أقل من ذلك الذي كان يمكن تحقيقه دون اللجوء إلى هذه السياسة.
- يرى بعض الاقتصاديون أن التضخم هو الوسيلة التي تسمح للتغيير في مستوى الأجر الحقيقي ليتوافق مع التغيرات في سوق العمل بما أن خفض في الأجور الاسمية لا يقبل بسهولة من طرف العمال.
- يسمح معدل تضخم موجب بتحقيق معدلات فائدة حقيقية سالبة التي قد تكون ضرورية من أجل تنشيط الطلب الكلي و الاقتصاد، حيث أن أسعار الفائدة الاسمية لا يمكنها أن تسقط تحت حد الصفر. معدل تضخم أكبر يسمح بتفادي الوقوع في فخ الحد الأدنى الصفري لمعدلات الفائدة الاسمية. و قد يزيد من مرونة و فعالية السياسة النقدية. هناك من يواجه هذه الفكرة بحجة أن هذه الحالة نادرة، في حين أن ارتفاع معدل التضخم قد تكون له عواقب سلبية ملموسة. من الناحية

الأخرى فإن تحقيق استقرار معدل التضخم عند مستوى أعلى يكون أصعب بسبب صعوبة تثبيت توقعات الأعوان الاقتصاديين<sup>1</sup>.

### المبحث الثاني: السياسة النقدية

تعتبر السياسة النقدية عن مجموع الإجراءات المتخذة من طرف السلطات النقدية من أجل تحقيق أهداف محددة تخدم الاقتصاد العام. من هذا التعريف يظهر لنا أنه يجب تحديد كل من أهداف السياسة النقدية، الأدوات المستعملة من طرف هذه الأخيرة من أجل تحقيق هذه الأهداف و الميكانيزمات أو القنوات التي تعمل هذه السياسة من خلالها. سوف نتطرق إلى هذه النقاط على هذا الترتيب من خلال المطالب الثالث لهذا المبحث.

#### المطلب الأول: أهداف السياسة النقدية

يتطلب تطبيق السياسة النقدية تحديد كل من الأهداف النهائية لهذه الأخيرة، أهدافها الوسيطة، أدواتها التشغيلية و المؤشرات التي يتم الاعتماد عليها. سوف نتطرق إلى كل نقطة بتفصيل أكبر فيما يلي:

#### 1- الأهداف النهائية:

أصبحت معظم البنوك المركزية تركز على هدف استقرار الأسعار إلا أنه يمكن أن يكون لها أهداف موازية<sup>2</sup>:

- **الخفض من معدل البطالة:** و هذا من أجل تقادي الاستغلال غير الأمثل للموارد الاقتصادية و نقص في الإنتاج من جهة و من أجل تجنب العواقب على الأفراد من مشاكل مالية و اجتماعية من جهة ثانية. علما أن الهدف هنا ليس الوصول إلى معدل بطالة معدوم بما أنه هناك ما يعرف بالبطالة الاحتكاكية و التي تخص الأفراد الذين يجبرون عملهم من أجل عمل آخر أو الأفراد الذين يوقفون عملهم من أجل الدراسة مثلا. كما هناك ما يعرف بمعدل البطالة الهيكلية الذي هو ناتج عن عدم توافق الاحتياجات في سوق العمل مع العرض. فلا يمكن للسياسة النقدية أن تعالج هذا النوع من الاختلالات.

<sup>1</sup> Mishkin F et al. (2017) : Monnaie ,banque et marches financiers, Nouveaux horizons, p689.

<sup>2</sup> Frederic Mishkin et al, op-cit, p666.

- **تحقيق النمو الاقتصادي:** يرتبط هذا الهدف بالهدف السابق حيث أن التناقص في معدل البطالة و الاقتراب من التشغيل الكامل يؤدي إلى زيادة الانفاق على المعدات و بالتالي زيادة الناتج و زيادة الإنتاجية.
- **استقرار السوق المالية:** اجتناب الأزمات المالية و الحفاظ على سوق مستقرة يسمح بتوزيع أكثر فعال للموارد الاقتصادية.
- **استقرار أسعار الفائدة:** سعر فائدة غير مستقر ينتج عنه صعوبة اتخاذ القرارات من طرف الأعوان الاقتصاديون و عدم استقرار سوق رؤوس الأموال ما قد يؤدي إلى خسائر كبيرة بالنسبة للمؤسسات المالية.
- **استقرار سوق الصرف:** تحسن قيمة العملة يعني تناقص في تنافسية السلع المحلية، كما أن تدهور قيمة العملة يؤدي إلى ضغوطات تضخمية. بالتالي فإن الحفاظ على استقرار قيمة العملة أمر مهم نظرا لتأثير تقلباتها على متغيرات الاقتصاد الكلي هذا إلى جانب تسهيل هذا الاستقرار للتعامل مع الخارج.

تحدد السلطات النقدية أهدافها من خلال تحديد ما إذا يجب التأكيد على أهداف المدى الطويل أم المدى القصير، و بما أن هناك مفاضلة ما بين هذه الأخيرة فعادة ما تجد نفسها أمام خيار تحقيق هدف استقرار الأسعار، تحقيق النمو أو التأقلم حسب التغيرات الاقتصادية. تختلف المنهجية المتبعة من طرف البنوك المركزية من أجل تحقيق أهدافها، فمنها من يحدد ترتيب لهذه الأهداف مثل ما هو الحال في النظام الأوروبي، نيوزيلاندا و كندا التي لا تبحث عن خفض معدل البطالة إلا بعد تحقيق هدف استقرار الأسعار. و منها من يبحث عن تحقيق الهدفين في آن واحد مثل ما هو الحال بالنسبة للاحتياطي الفيدرالي FED حيث أنها تعطي نفس الأهمية لهدف استقرار الأسعار و هدف خفض معدل البطالة. يظهر في بادئ الأمر أنه لا يوجد اختلاف كبير بين المنهجين بسبب عدم تناقض الهدفين في المدى الطويل، إلا أنه يجب تجنب تفضيل هدف استقرار الأسعار دون أخذ التغيرات الدورية بعين الاعتبار نهائيا. الشيء الذي قد يؤدي إلى تغيرات كبيرة و تطاير في الناتج. من جهة أخرى فإن الاهتمام الكبير بالتغيرات الدورية قد يكون خطر على تحقيق هدف استقرار الأسعار و تحقيق النمو في المدى الطويل.

مصدر المفاضلة ما بين مكافحة التضخم و تحقيق نمو هو أن ارتفاع الأسعار يؤدي إلى زيادة الطلب على الاحتياطات البنكية بسبب زيادة الحاجة إلى السيولة من أجل المعاملات. مع ثبات العرض فإن هذا يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة ما يؤدي بدوره إلى تناقص في الاستثمار و بالتالي تناقص في الطلب الكلي. عادة ما

يتم تحديد استقرار الأسعار كهدف رئيسي بسبب تأثيره على الاقتصاد في المدى الطويل<sup>1</sup>. يعبر ما يعرف بـ The Sacrifice Ratio عن تكلفة خفض معدل التضخم، أي الانخفاض اللازم في الناتج الداخلي الخام من أجل خفض معدل التضخم بواحد بالمئة. كان يعطي هذا المؤشر نتائج توحى إلى أن تكلفة خفض معدل التضخم كبيرة. إلا أن هذا الأخير كان يعتمد على التوقعات المتكيفة Adaptive Expectations التي تعتمد على القيم السابقة لمعدل التضخم من أجل التنبؤ بهذا الأخير. و أظهر المؤشر الجديد الذي يعتمد على التوقعات الرشيدة أن التكلفة هي أقل مما توحى إليه التنبؤات التي تعتمد على التوقعات المتكيفة.<sup>2</sup>

## 2- الأهداف الوسيطة:

إن العلاقة بين الأهداف النهائية للسياسة النقدية و أدوات هذه الأخيرة غير واضحة و غير مباشرة. على عكس الأهداف النهائية للسياسة النقدية فيمكن للبنك المركزي أن يؤثر على الأهداف الوسيطة بطريقة مباشرة، كما أنها تمكن هذا الأخير من الإعلان على توجهاته و استراتيجيته للسياسة النقدية. يسمح هذا بتوجيه توقعات الأعوان الاقتصاديين من جهة، و يسمح له بالالتزام بوضوح بالتحرك إن لم يتم بلوغ هذه الأهداف الوسيطة من جهة ثانية، ما يجعل الأهداف الوسيطة ضمانا لاستقلالية و استمرارية السياسة النقدية.

تستهدف السياسة النقدية بصفة عامة متغيرة أو مجموعة من المتغيرات كأهداف وسيطة للسياسة النقدية، و يشترط توفر ثلاث ميزات أساسية في هذه الأخيرة: أن تكون لها علاقة وطيدة بالهدف النهائي، أن يتمكن البنك المركزي بالتحكم فيها و أن تكون واضحة و سهلة الاستيعاب من طرف الجمهور. تحديد الهدف الذي يجب على السياسة النقدية اتباعه يكون أساسا حسب وجهة نظر متخذي القرار لكيفية عمل السياسة النقدية و الاقتصاد على العموم. فيفضل الكنزيون الاعتماد على سعر الفائدة بما أن تتبع تغيراتها أكثر سهولة من تتبع تغيرات المجمعات النقدية، و نظرا لصعوبة اختيار المجمع النقدي الملائم. في حين يفضل النقديون الاعتماد على القاعدة النقدية كهدف وسيطي بسبب تأثير أسعار الفائدة بالتغيرات في الطلب على النقود<sup>3</sup>.

ابتعدت العديد من البنوك المركزية عن الاعتماد على المجمعات النقدية كأهداف وسيطة. تمثل المجمعات النقدية أهداف وسيطة ملائمة لكن في حالة ما إذا كان هناك علاقة بين هذه الأخيرة و الدخل الاسمي الذي يعبر على كل من الدخل الحقيقي (النمو) وعلى تطور الأسعار (التضخم). غير أن هذه العلاقة ليست دقيقة

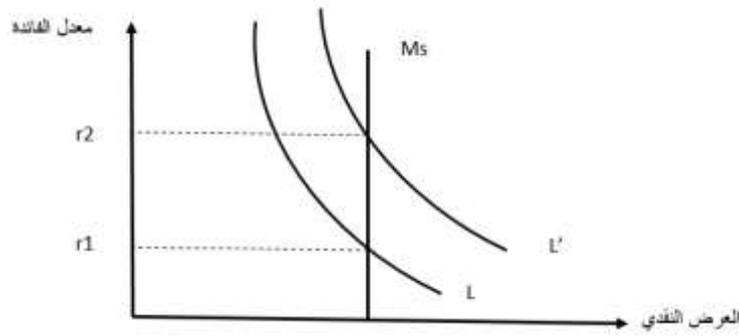
<sup>1</sup> Mishkin F et al, op-cit, p667-668.

<sup>2</sup> Mankiw N.G. (2009): Macroeconomics, Worth Publishers, seventh edition, p451.

<sup>3</sup> وسام ملاك. (2000): النقود و السياسات النقدية الداخلية، دار المنهل اللبناني للطباعة و انشر، ص 194.

ما يجعل آثار السياسة النقدية على أهدافها النهائية غير متوقعة<sup>1</sup>. كما أن ظهور أنواع جديدة لشبه النقود جعل استهداف المجمعات النقدية البسيطة مثل M1 و M2 غير فعال. هذا إلى جانب زيادة تطاير سعر الفائدة ما قد يؤثر سلبا على الاستثمار و النمو في المدى الطويل بسبب حالة عدم اليقين التي يعرفها الأعوان الاقتصاديون، و هذا خاصة في حالة عدم مرونة الطلب على النقود للتغيرات في سعر الفائدة، فإن تغيير صغير في الطلب على النقود الذي يعبر عنه بانتقال منحنى الطلب على الأرصد الحقيقية من L إلى L' يؤدي إلى تغيير كبير في أسعار الفائدة كما يوضحه المنحنى الموالي.

الشكل (4,1): أثر التغير في طلب على النقود غير مرن على سعر الفائدة



المصدر: Shoman J and Wide A. (2009): Economics, Prentice Hall Financial Times, p 576

توجه معظم البنوك المركزية نحو اعتماد سعر الفائدة كهدف وسيطي لا يعني أن هذا لا يتضمن أية عوائق. يكمن المشكل الأساسي عند استهداف سعر الفائدة في مدى حساسية الطلب على القروض للتغيرات في هذا الأخير، حيث أنه يمكن أن تتدخل عوامل أخرى يكون لها تأثير أكبر في تحديد الطلب على القروض ما يخفض من مرونة هذا الأخير للتغيرات في سعر الفائدة. عدم مرونة الطلب على النقود للتغيرات في سعر الفائدة يعني أنه يجب أن يكون هناك ارتفاع كبير في سعر الفائدة من أجل خفض الطلب على النقود ما ينجر عنه مجموعة من الآثار السلبية:

- يدفع الأفراد إلى التوجه نحو الاستهلاك في المدى القصير عوض الزيادة في الاستثمار ما يؤثر سلبا على النمو في المدى الطويل.
- زيادة تكلفة الإنتاج، اقتناء السلع المعمرة مثل العقار و التكلفة المعيشية بصفة عامة.
- قد تجد الحكومة نفسها مجبرة على تسديد معدلات فائدة مرتفعة لمدة طويلة في حالة اصدار السندات من أجل امتصاص السيولة مثلا.

<sup>1</sup> Latreche T. (2012) : Ciblage d'Inflation et conduite de la politique monétaire en Algérie, Les cahiers du CREAD, n°101, p9.

- يشجع ارتفاع أسعار الفائدة المحلية نسبة لأسعار الفائدة الخارجية دخول رؤوس الأموال ما يزيد من صعوبة التحكم في الاقراض.
  - كما أن زيادة دخول رؤوس الأموال يؤدي إلى تحسن قيمة العملة المحلية ما يخفض من تنافسية السلع المحلية نسبة للسلع الأجنبية و يؤثر سلبا على الميزان الجاري.
- عدم الاستقرار و التغيرات غير المتوقعة في الطلب على النقود يجعل عملية تحديد سعر الفائدة الملائم صعبة بما أن السلطات النقدية تحتاج إلى التنبؤ بالطلب على النقود من أجل ذلك. كما أن التغيرات المتكررة لمعدل الفائدة قد يكون له تأثير سلبي على الاستثمار في المدى الطويل. علما أن السبب الرئيسي لعدم استقرار الطلب على النقود هو توقعات الأفراد الذين قد يتوقعون:
- زيادة في أسعار الفائدة و بالتالي تناقص في سعر السندات ما يدفعهم إلى زيادة طلبهم على السيولة مما يرفع من الطلب على النقود.
  - زيادة في سعر الصرف ما يدفعهم إلى زيادة طلبهم على العملة المحلية حتى و إن كان سعر الصرف لا يزال منخفضا و بالتالي يرفع من الطلب على النقود.
  - زيادة في معدل التضخم ما يدفعهم إلى زيادة في طلبهم على السيولة من أجل معاملاتهم اليومية حتى و إن لم يظهر هذا الارتفاع بعد ما يرفع من الطلب على النقود.
  - إن توقع الأفراد انتعاش الاقتصاد فإن المؤسسات ترفع من طلبها على القروض من أجل الاستثمار<sup>1</sup>.

### 3- الأدوات التشغيلية:

تسمح الأدوات التشغيلية للسياسة النقدية بتحديد التوجه العام لهذه الأخيرة سواء كانت انكماشية أو توسعية. و المعبر عنها بمتغيرات تتأثر و تستجيب لتغيرات أدوات السياسة النقدية. تتمثل أنواع الأدوات التشغيلية في: المجمعات التي تقيس نسبة السيولة، معدلات الفائدة و معدل الصرف. ترتبط الأدوات التشغيلية بالأهداف الوسيطة التي لا تتأثر مباشرة بأدوات السياسة النقدية لكنها تتميز بعلاقة أقوى مع الأهداف النهائية. فيما يلي مثال حول العلاقة بين أدوات السياسة النقدية، أدوات التشغيلية، أهدافها الوسيطة و أهدافها النهائية<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> Shoman J and Wide A. (2009): Economics, Prentice Hall Financial Times, p581-589.

<sup>2</sup> Frederic Mishkin et al, op-cit, p697-694.

عمليات السوق المفتوحة (أداة السياسة النقدية) -- القاعدة النقدية (أداة تشغيلية) -- الكتلة النقدية (الهدف الوسيطي) -- تحقيق استقرار الأسعار (هدف نهائي)

لا يمكن الاعتماد على أداتين تشغيليتين في نفس الوقت. فإن اتخاذ كأداة تشغيلية كلا من القاعدة النقدية و معدل ما بين البنوك غير ممكن لأن استهداف الأولي يؤدي إلى فقدان السيطرة على الثانية. في حالة ما اذا بحث البنك المركزي على التحكم في معدل الفائدة من أجل الحفاظ على معدل ينحصر في ظل مجال محدد، فإن ارتفاع للطلب على النقود سواء كان ذلك بسبب الزيادة في المعاملات أو بسبب الزيادة في تفضيل السيولة في الاقتصاد أو توجه الأفراد نحو السيولة، يؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة، ما يوافق انخفاض أسعار السندات، بما أن الأفراد يبحثون عن الزيادة في السيولة لديهم. في هذه الحالة يبحث البنك المركزي عن شراء هذه السندات من أجل تقادي ابتعاد سعر الفائدة عن قيمته المستهدفة. كلما كان الطلب على النقود أكثر مرونة كلما تطلب التحكم في قيمة معدل الفائدة شراء عدد أكبر من السندات. فإن أراد البنك المركزي استهداف قيمة محددة لسعر الفائدة فإن هذا سوف يدفعه إلى التخلي عن التأثير على العرض النقدي. و العكس إن أراد البنك المركزي التأثير على القاعدة النقدية و العرض النقدي، فإن البحث عن تثبيت العرض النقدي يؤدي إلى تطاير في معدل الفائدة فيصعب بالتالي على البنك المركزي استهداف و محاولة تثبيت كلا من القاعدة النقدية و سعر الفائدة بسبب التغير المترامن لكل من القاعدة النقدية و الطلب على النقود<sup>1</sup>.

يمكن حصر معايير اختيار الأدوات التشغيلية في<sup>2</sup>:

- توفر معطيات دقيقة و في وقت قصير من أجل إعطاء فكرة واضحة حول توجه السياسة النقدية.
- إمكانية التحكم في هذه المتغيرة من أجل تصحيح اتجاهها عندما تتحرف عن الهدف.
- علاقتها بالأهداف النهائية.

#### 4- مؤشرات السياسة النقدية:

يقصد بالمؤشرات تلك المتغيرات التي تعبر قيمتها في كل لحظة على التوجه الذي يجب أن تأخذه السلطات النقدية، و هذا من خلال توفير معلومات لهذه الأخيرة لكن دون أن يتسنى لها أن تتحكم فيها.

تتغير المؤشرات التي تتبعها البنوك المركزية حسب أهداف هذه الأخيرة. حسب مؤيدي استهداف الكتلة النقدية، المؤشر المناسب هو القاعدة النقدية، إذ أن التأثير على القاعدة النقدية يسمح بالتأثير على العرض

<sup>1</sup> Vickers D, op-cit, p524-525.

<sup>2</sup> Mishkin F et al, op-cit, p697-694.

النقدي. إلا أنه يجب أخذ بعين الاعتبار أن تأثير البنك المركزي على القاعدة النقدية غير واضح و غير متوقع. كما أن حتى رقابة صارمة على القاعدة النقدية لن يسمح حتما بالتحكم الجيد أو تأثير كبير على العرض النقدي. فالعرض النقدي يتحدد بالمضاعف النقدي و هذا الأخير يتحدد بدوره بعوامل لا يتحكم فيها البنك المركزي بل يتحكم فيها الأفراد و البنوك، مثل رغبة البنوك في الاحتفاظ بفائض في السيولة أو قرارات الأفراد فيما يخص بيع و شراء الأصول المالية. أما فيما يخص الاقتصاديون الذين يفضلون اعتماد معدل الفائدة للمدى الطويل كهدف للسياسة النقدية، فإنهم عادة ما يرون أنه يجب الاعتماد على معدل الفائدة للمدى القصير كمؤشر للتغيرات في السوق المالية و للتوجه الذي يجب أن تأخذه السياسة النقدية. حيث تبحث السلطات النقدية عن التأثير على السوق المالية ( معدل الفائدة) في المدى القصير من أجل التأثير على السوق المالية ( معدل الفائدة) في المدى الطويل و بالتالي على الانفاق النقدي<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية

يمكن تقسيم أدوات السياسة النقدية إلى قسمين: القسم الأول يخص الأدوات المستعملة من أجل التأثير على الاحتياطات النقدية و الجزء الثاني خاص بالأدوات التي تؤثر على نسبة احتياط البنوك لدى البنك المركزي و بالتالي على المضاعف النقدي. يعتمد البنك المركزي في الحالة الأولى على أدوات مثل عمليات السوق المفتوحة و الإقراض للبنوك (أي معدل إعادة الخصم). أما في الحالة الثانية فإن البنك المركزي يلجأ إما إلى التغيير في نسبة الاحتياطي الاجباري أو إلى التغيير في معدل الفائدة الممول لاحتياطات البنوك لدى البنك المركزي (علما أن هذا المعدل ليس متواجد لدى جميع البنوك المركزية فان البنك المركزي الأمريكي مثلا لم يتم تمويل احتياطات البنوك لديه إلا ابتداء من 2008 بعد الأزمة المالية)<sup>2</sup>. تندرج الأدوات التي تم ذكرها سابقا ضمن الأدوات التقليدية للسياسة النقدية حيث قد يلجأ البنك المركزي في حالات خاصة إلى ما يعرف بالأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية. تقسم أدوات السياسة النقدية أيضا إلى أدوات مباشرة و غير مباشرة علما أنه عادة ما تلجأ البلدان النامية إلى الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية مثل عمليات السوق المفتوحة، التسهيلات و الاحتياطي الاجباري. أما فيما يخص البلدان السائرة في طريق النمو فعادة ما تلجأ إلى الأدوات المباشرة للسياسة النقدية.

<sup>1</sup> Vickers D, op-cit, p524-525.

<sup>2</sup> Mankiw N.G, op-cit, p337.

تخضع عملية اختيار أدوات السياسة النقدية إلى ما يعرف بمعيار التناسق و الفعالية<sup>1</sup>:

- حسب معيار التناسق ل **Timbergen** يجب أن يكون عدد أدوات السياسة النقدية على الأقل مساو لعدد أهدافها. كمثال على ذلك لنعتمد بنك مركزي يحدث عن خفض من معدل التضخم عن طريق خفض في العرض النقدي باللجوء إلى رفع أسعار الفائدة. إن رفع أسعار الفائدة يؤدي إلى زيادة دخول رؤوس الأموال بما أن الأسعار المحلية أصبحت أكثر تنافسية من أسعار الفائدة الخارجية ما يؤدي إلى تحسن قيمة العملة المحلية. إلا أن التحسن في قيمة العملة له آثار سلبية على الصادرات بسبب تناقص في تنافسية السلع المحلية، كما أن التحسن في قيمة العملة يشجع تزايد الواردات. إن أراد البنك المركزي خفض من قيمة العملة من أجل مواجهة هذا التناقص في الصادرات باللجوء إلى نفس الأداة التي هي سعر الفائدة فإن عليه الاختيار ما بين احدي الهدفين<sup>2</sup>.
- حسب معيار الفعالية ل **Mundell** يجب استعمال كل أداة من أجل تحقيق الهدف الذي يكون الأكثر فعالية في تحقيقه (نسبة للأدوات الأخرى).

أثر أدوات السياسة النقدية على حدا في حالة تطبيق سياسة توسعية أو انكماشية واضح كما سوف يوضح في الجزء الخاص بكل أداة، إلا أنه يتم استعمال مزيج لهذه الأدوات في بعض الحالات، فيمكن لهذه الأخيرة أن تكون مكملة لبعضها البعض كما يمكن استعمال أحدها من أجل تقادي التأثير المفرط لأداة أخرى. كمثال على ذلك حالة الاقتصاد الأمريكي الذي عرف عجزا في ميزان المدفوعات ما أدى إلى تناقص الايداعات لدى البنوك من طرف الأجانب الذين فضلوا الاستثمار في الذهب، في نفس الوقت فإن الشراء المكثف للأصول المالية من طرف البنك المركزي الأمريكي أدى إلى تناقص أسعار فائدة المدى القصير ما ساهم في زيادة العجز بما أن أسعار الفائدة المحلية أصبحت أقل تنافسية من الأسعار الأجنبية ما أدى إلى هجرة رؤوس الأموال و تناقص الطلب على العملة المحلية. كانت تبحث السلطات النقدية في هذه الحالة على الرفع من أسعار فائدة المدى القصير المحلية من أجل معالجة مشكل هروب رؤوس الأموال لكن دون أن يؤثر هذا سلبا على الانفاق الاستثماري و النشاط الاقتصادي أي خفض من أسعار فائدة المدى الطويل. حيث حاول الاحتياطي الفيدرالي تحقيق هذه الأهداف من خلال عمليات Operation Twist التي تتمثل في شراء سندات المدى القصير و بيع سندات المدى الطويل.

تتغير نوع الأداة المستعملة حسب الحالة الاقتصادية. فإن كان هناك خطر ضعيف لتوجه نحو الركود فإن التوجه نحو أداة عمليات السوق المفتوحة قد يكون كافيا ، أما اذا كان خطر الركود الاقتصادي أكبر فيمكن أن

<sup>1</sup> Gaudroun P.(2006) : Economie Monétaire et Financière, Economica, p349.

<sup>2</sup> Shoman J and Wide A., op-cit, p587.

يتوجه البنك المركزي نحو معدل إعادة الخصم. في حين يتم اللجوء في حالة الركود إلى الاحتياطي الاجباري<sup>1</sup>.  
علما أن أدوات السياسة النقدية لا تسمح بالتحكم الكلي في العرض النقدي و هذا لسببين رئيسيين<sup>2</sup>:

- لا يمكن للبنك المركزي التحكم في سلوك الأفراد و رغبتهم في إيداع أموالهم لدى البنوك، فقد يؤدي تدهور ثقتهم في البنوك مثلا إلى تناقص في الايداعات لدى البنوك، تناقص إمكانية هذه الأخيرة في خلق النقود و بالتالي تناقص في العرض النقدي.
- لا يمكن للبنك المركزي التحكم في سلوك البنوك، التي قد تقرر خفض من الإقراض و الاحتفاظ باحتياطات فائضة حتى و إن اتخذ البنك المركزي إجراءات من أجل الرفع من هذه الأخيرة، بالتالي فإن هذا الارتفاع لا ينعكس على العرض النقدي.

تم تقسم هذا المطب إلى جزئين رئيسيين، جزء خاص بالأدوات التقليدية لأدوات السياسة النقدية و جزء خاص بالأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية:

### 1- الأدوات التقليدية للسياسة النقدية:

تنقسم هذه الأدوات كما ذكر سابقا إلى أدوات مباشرة و أخرى غير مباشرة و أدوات تؤثر على القاعدة النقدية و أخرى على المضاعف النقدي.

#### 1-1- عمليات السوق المفتوحة:

ليس في صالح البنوك أن يكون لها فائض في احتياطاتها، فإن الاحتفاظ بهذا الفائض يمثل تكلفة فرصة بديلة بما أنه كان بإمكانها الحصول على فائدة بإقراضه لبنك آخر. من الناحية الأخرى فإن البنوك مطالبة بنسبة معينة من الاحتياطي الاجباري و عليها أن تتمكن من مواجهة طلب زبائنهم من السيولة عند الحاجة ما يدفعها بالتالي إلى تقادي النقص في احتياطاتها. تقوم هذه البنوك من أجل تقادي النقص و الفائض في احتياطاتها بالإقراض و الاقتراض فيما بينها في السوق ما بين البنوك<sup>3</sup>. تسمح عمليات السوق المفتوحة إما برفع أو

<sup>1</sup> Vickers D, op-cit, p539-541.

<sup>2</sup> Mankiw N.G, op-cit, p339.

<sup>3</sup> Baumol J.W and Blinder A.S.(2009): Macroeconomics Principles and Policy, South-Western Cengage Learning, p265.

بالخض من احتياطات لدى البنوك ما يؤثر بدوره على أسعار الفائدة و على العرض النقدي. يكون هذا التأثير من خلال تدخل البنك المركزي كبائع أو مشتري في السوق النقدية.

يؤدي تدخل البنك المركزي من خلال شراء السندات ( التي عادة ما تكون سندات تصدرها الحكومة<sup>1</sup>) من عند البنوك إلى الزيادة من الفائض في احتياطاتها ما يؤدي بدوره إلى الزيادة في العرض النقدي، و ينعكس هذا الميكانيزم عندما يريد البنك المركزي الرفع من سعر الفائدة.<sup>2</sup> تنخفض أسعار الفائدة عندما يزيد البنك المركزي من طلبه على السندات بسبب زيادة سعرها مع ثبات الفائدة التي يتلقاها المشتري في كل فترة. و يزداد هذا السعر بسبب تناقص عدد السندات المتوفرة في السوق في ظل ثبات الطلب عليها من طرف الخواص<sup>3</sup>. عندما يقوم البنك المركزي بشراء السندات فإن هذا يؤدي إلى بث كمية إضافية من السيولة في الاقتصاد. فإن قام الأفراد بالاحتفاظ بهذه السيولة فإن هذا يؤدي إلى زيادة العرض النقدي بمقدار مكافئ أي أن كل وحدة من النقود تحتفظ على شكل سيولة تؤدي إلى زيادة العرض النقدي بوحدة واحدة. أما إذا احتفظ الأفراد بتلك النقود في البنوك فإن كل وحدة من النقود تحتفظ في البنوك تؤدي إلى زيادة العرض النقدي بأكثر من وحدة واحدة كون هذا الأخير يزيد من كمية النقود التي يمكن للنظام البنكي خلقها.

يتدخل البنك المركزي في السوق من خلال هذه العمليات إما كردة فعل للتغيرات الاقتصادية أو قد تكون كجزء من العمليات التي قد يقوم بها البنك المركزي يوميا من أجل تقادي تناقص أو زيادة كبيرة للاحتياطات البنكية. و هنا يظهر الفرق بين السياسة النقدية الديناميكية و السياسة النقدية الدفاعية. أما في الحالة الأولى فإن مواجهة الاقتصاد لحالة ركود قد يدفع البنك المركزي إلى التدخل من أجل شراء السندات و الرفع من الفائض في الاحتياطات البنكية بهدف الرفع من القروض الممنوحة من طرف البنوك و بالتالي الزيادة في العرض النقدي. تسمح عملية شراء السندات بالرفع في القاعدة النقدية ما يؤدي إلى ارتفاع أكبر في العرض النقدي من خلال المضاعف النقدي. كما أن هذه العملية تؤدي إلى خفض من معدل الفائدة كما ذكر سابقا، ما يسمح بتنشيط الاستثمار. أما فيما يخص الحالة الثانية فيتدخل البنك المركزي كبائع أو مشتري في السوق النقدية من أجل تصحيح انخفاض أو ارتفاع غير مرغوب فيه في الاحتياطات البنكية في ظل عمليات دفاعية يومية.

تأثير هذه الأداة (نوع معدل الفائدة الذي يتأثر) له علاقة بنوع السندات التي يشتريها أو يبيعهها البنك المركزي، سواء كانت تخص المدى الطويل أو المدى القصير. عادة ما يتم التعامل مع السندات المدى القصير، لكن ليس في كل الحالات فإن البنك المركزي قد يلجأ إلى السندات المدى الطويل أو المتوسط. إن العلاقة بين

<sup>1</sup> Shoman J and Wide A, op-cit, p50.

<sup>2</sup> Baumol J.W and Blinder A.S, op-cit, p267.

<sup>3</sup> Mankiw N.G, op-cit, p337.

معدلات الفائدة المدى الطويل و معدلات الفائدة المدى القصير ليست ثابتة أو أوتوماتيكية إلا أنه عادة ما يؤدي التغير في أسعار الفائدة المدى القصير إلى تغير مكافئ في معدلات الفائدة المدى الطويل<sup>1</sup>.

تعتبر هذه الأداة أهم الأدوات المستعملة خاصة في الاقتصاديات النامية. تختلف أنواع عمليات السوق المفتوحة من بلد إلى آخر، حيث أن الخاصية المشتركة ما بينها هي أنها تتم حسب قوانين السوق. في النظام الأوروبي مثلا هناك نوعان من عمليات السوق المفتوحة<sup>2</sup>:

- عمليات إعادة التمويل التي تتمثل عادة في شراء أوراق مالية بطريقة مؤقتة ( فإن البائع يحول الأوراق المالية إلى المشتري الذي يعطيه بالمقابل قيمة معينة من النقود المركزية ثم يعيد البائع شراء الأوراق المالية بعد مدة و يرجع قيمة النقود التي تم اقراضها إضافة إلى الفوائد) . هناك عمليات إعادة التمويل الرئيسية و عمليات إعادة التمويل للأجل الطويل و هي تختلف من حيث الدورية و مدة الاستحقاق. إضافة إلى عمليات هيكلية تهدف إلى تحقيق أثر دائم على عرض النقود المركزية.
- عمليات التحكم الدقيق Fine Tuning Operations : تستعمل هذه الأداة عادة من أجل حل مشكل ابتعاد قيمة العوامل الخارجية ( التي تتمثل في التغير في ميزانية البنك المركزي الذي لا يكون راجع إلى التغييرات في السياسة النقدية) عن قيمتها المقدره من طرف البنك المركزي. تستعمل هذه الأداة خاصة في فترة نهاية تشكيل الاحتياطي الاجباري التي قد يظهر فيها اختلال في توازن السيولة.

قد يلجأ البنك المركزي في بعض الحالات إلى التغيير من نسبة السندات للأجل القصير بالنسبة لسندات الأجل الطويل التي يقوم بإصدارها ما يؤثر على السيولة في النظام البنكي وبالتالي على كمية القروض الممنوحة. ما يتم الإشارة إليه في بعض المراجع بأداة التمويل<sup>3</sup>.

تتميز أداة عمليات السوق المفتوحة بمجموعة من الجوانب الإيجابية نذكر من بينها:

- يتحكم البنك المركزي كليا في هذه الأداة، حيث أنه هو الذي يختار متى يلجأ إليها و قيمة العمليات.
- مرونة هذه الأداة تسمح بالتحكم الدقيق في معدل السيولة في حالة عدم توافق تنبؤات البنك المركزي مع القيم الفعلية و عدم توافق سعر الفائدة ما بين البنوك مع سعر الفائدة الموجه، علما أن الإجراءات الادارية الخاصة بهذه الأداة ليست معرقله عادة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Vickers D, op-cit, p526-531.

<sup>2</sup> Mishkin F et al, op-cit, p641-634.

<sup>3</sup> Shoman J and Wide A, op-cit, p578.

<sup>4</sup> Mishkin F et al, op-cit, p641-634.

- من بين ميزات هذه الأداة هي أنها تسمح بتغيير في العرض النقدي دون تغيير في قوانين النظام البنكي<sup>1</sup>.

إلا أنه عند اللجوء إلى هذه الأداة يمكن مواجهة بعض المشاكل. فاستعمالها من أجل تطبيق كلا من سياسة ديناميكية (مواجهة التغيرات الاقتصادية و الأزمات المحتملة) و سياسة دفاعية (نقادي الانخفاض أو الارتفاع المفرط في الاحتياطات البنكية) قد يؤدي إلى إعطاء إشارات غير مرغوبة للأسواق المالية و الأفراد مثل ردة فعل مفرطة لزيادة في دخول العملة التي قد تؤدي إلى توقع الأفراد أن الاقتصاد يتوجه نحو حالة الركود ما يحثهم على خفض من الانفاق و الاقتراض و بالتالي عدم الاستفادة من التوسع في العرض النقدي. من ناحية أخرى فإن استعمال هذه الأداة إلى جانب أدوات أخرى للسياسة النقدية قد يؤدي إلى غموض أكثر حول توجهات هذه الأخيرة. قد تستعمل هذه الأداة إلى جانب الاحتياطي الاجباري الذي يعتبر كأداة قوية لها تأثير معتبر على الاحتياطات البنكية لكن لها نقص في الدقة، اللجوء إليها قد يؤدي إلى انخفاض مفرط في الاحتياطات البنكية في حالة الرفع من الاحتياطي الاجباري مثلا، ومنه ضرورة اللجوء إلى عمليات السوق المفتوحة في الاتجاه المعاكس أي في ظل سياسة توسعية من أجل نقادي ذلك. يمكن لهذه الأداة أن تستعمل أيضا إلى جانب معدل إعادة الخصم الذي قد يستعمل في ظل سياسة خفض من معدل التضخم مثلا من أجل الرفع من تكلفة الاقتراض إلا أن استعمال هذه الأداة أيضا في ظل سياسة دفاعية قد يزيد في الغموض حول توجهات السياسة النقدية بما أنه يمكن أن تستعمل في الاتجاه المعاكس لأداة معدل إعادة الخصم<sup>2</sup>. سلوك الأفراد و توقعاتهم قد تقلل من فعالية أداة عمليات السوق المفتوحة. فسياسة نقدية انكماشية على شكل بيع سندات مثلا يكون لها تأثير على توقعات المشترين الذين يتوقعون زيادة في أسعار الفائدة و انخفاض في أسعار السندات في المستقبل، ما يدفعهم إلى تجنب شراء السندات أو حتى إلى بيع السندات التي يمتلكونها قبل الانخفاض الكبير في الأسعار ما قد يدفع السلطات النقدية إلى زيادة أكبر و أسرع في أسعار الفائدة. أما في حالة سياسة نقدية توسعية و محاولة شراء السندات فإن الأفراد قد لا يتحمسون إلى البيع إن كان الاقتصاد في حالة الركود بل يتجهون نحو الادخار عوض الاستهلاك. كما ان حالة الركود قد تدفع البنوك إلى الاحتفاظ بالفائض في السيولة في حالة عدم تمكن الزبائن من تسديد ديونهم و هذا على حساب الزيادة في الإقراض<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Mankiw N.G, op-cit, p337.

<sup>2</sup> Vickers D, op-cit, p526-531.

<sup>3</sup> Shoman J and Wide A, op-cit, 589-581.

## 1-2- معدل إعادة الخصم:

يتمثل معدل إعادة الخصم في معدل الفائدة الذي تدفعه البنوك من أجل الاقتراض من البنك المركزي، حيث يسمح اقراض هذا الأخير للبنوك بالتأثير على الاحتياطات البنكية. تلجأ البنوك إلى البنك المركزي من أجل تلبية حاجاتها سواء كان هذا من أجل تحصيل الاحتياطي الاجباري، تلبية الطلب على السيولة، زيادة القروض الممنوحة أو غير ذلك. كلما كان هذا المعدل مرتفعا كلما تناقصت رغبة البنوك في التوجه نحو الاقتراض من البنك المركزي. من الناحية الثانية كلما زادت القروض التي يوجهها البنك المركزي للبنوك كلما زادت الاحتياطات البنكية و كلما زادت إمكانية هذه البنوك في خلق النقود.<sup>1</sup> إن زيادة معدل إعادة الخصم و زيادة تكلفة الاقتراض من عند البنك المركزي يعني تغيير الودائع لدى البنوك و بالتالي تغيير في القاعدة النقدية.<sup>2</sup> عكس الأداة السابقة فإن البنوك هي التي تتوجه إلى البنك المركزي في هذه الحالة، ما يجعل هذا الأخير غير قادر على التحكم في وقت تغيير و إلى أي حد تتغير الاحتياطات البنكية. فانه لن يكون أي تغيير في الاحتياطات البنكية طالما لم تستجيب البنوك للتغيرات في معدل إعادة الخصم.<sup>3</sup>

قد لا تكون ردة فعل البنوك إثر خفض من هذا المعدل تلك التي ينتظرها البنك المركزي، مثل ما كان الحال بالنسبة لحالة الاقتصاد الأمريكي بعد الأزمة المالية ل 2007. قام النظام الفدرالي في تلك الفترة بالخفض من هذا المعدل بهدف الرفع من الاحتياطات البنكية و تنشيط الإقراض، إلا أن البنوك تجاهلت هذا الانخفاض، ما يبين أن العلاقة بين معدل إعادة الخصم و الاحتياطات البنكية قد تكون ضعيفة<sup>4</sup>. كما أن الانخفاض في سعر إعادة الخصم يكون دليل على توجه السلطات العامة نحو سياسة توسعية لأنها ترى أن هذه الأخيرة ضرورية حسب الحالة الاقتصادية السائدة. مثلما هو الحال بالنسبة لعمليات السوق المفتوحة فقد يكون للتغيير في هذه الأداة آثار غير مرغوبة على توقعات الأعوان الاقتصاديون، الذين قد يتوقعون في حالة خفض من هذا المعدل أن الاقتصاد يتوجه نحو الركود ما يؤدي بهم إلى خفض عوض الزيادة في الاستثمار<sup>5</sup>.

حتى و إن تقوم معظم البنوك المركزية بتوفير سيولة إضافية للبنوك عند الحاجة، فإنها لا تستعمل دائما نفس أدوات إعادة التمويل. تلجأ البنوك المركزية في بعض الحالات إلى التغيير من سعر إعادة الخصم كما ذكر سابقا و استغلال العلاقة العكسية ما بين هذا الأخير و رغبة البنوك في اللجوء إلى البنك المركزي من أجل إعادة التمويل، و بالتالي بالقاعدة النقدية، قدرة البنوك في منح القروض و أخيرا بالعرض النقدي. من ناحية أخرى

<sup>1</sup> Mankiw N.G, op-cit, p337.

<sup>2</sup> Abel A.B and Bernanke B.S. (2001): Macroeconomics, Denise Clinton, p536.

<sup>3</sup> Vickers D, op-cit, p531-534.

<sup>4</sup> Baumol J.W and Blinder A.S, op-cit, p270

<sup>5</sup> Vickers D, op-cit, p531-534.

هناك بعض الاختلافات من بلد لآخر. تقوم بعض البنوك المركزية مثل البنك المركزي الأوروبي بتفريق بين معدلي فائدة، أحدهما يطبق على كمية النقود التي يريد البنك المركزي اقراضها، و آخر أعلى في حالة لجوء البنوك إلى البنك المركزي كآخر مقرض عند مواجهتهم حالة نقص في السيولة. فهناك نوعان من التسهيلات الدائمة: تسهيلات الإقراض التي تحدد سقف لمعدل الفائدة ما بين البنوك و تسهيلات الإيداع التي يحدد حد أدنى لمعدل الفائدة ما بين البنوك. يسمح هذا للبنك المركزي بتحديد مجال تطور سعر الفائدة ما بين البنوك. تسمح التسهيلات الدائمة في النظام الأوروبي بتقديم قروض لمدة 24 ساعة أو بتمويل ودائع لمدة 24 ساعة. لا يتجاوز معدل الفائدة ما بين البنوك المعدل الخاص بالتسهيلات الإقراض لأنه في تلك الحالة تلجأ البنوك إلى البنك المركزي و تبتعد عن السوق ما بين البنوك و نفس الشيء بالنسبة لمعدل الفائدة الخاص بتسهيلات الإيداع فعند انخفاض معدل الفائدة ما بين البنوك تحت هذا الأخير تفضل البنوك اللجوء إلى البنك المركزي<sup>1</sup>.

كما قد تكون عملية إعادة التمويل عن طريق الإقراض المباشر Straight Loans ، أو عن طريق الاحتفاظ بمعدلات تحت معدلات السوق ما يشجع البنوك إلى التوجه نحو البنك المركزي من أجل الاقتراض أو إعادة بيع السندات، بالتالي فإن البنك المركزي يؤثر على القاعدة النقدية عن طريق التغيير من كمية النقود المتوفرة عند هذه الأسعار الفائدة المنخفضة، عكس أداة معدل إعادة الخصم فإن التأثير هنا يكون على كمية النقود المتوفرة و ليس على معدل الفائدة<sup>2</sup>. كمثال على هذا الميكانيزم Term Auction Facility الذي طبق في حالة الاقتصاد الأمريكي. حيث أن البنك المركزي في هذه الحالة يقوم بتحديد مقدار النقود التي يتم اقراضها بينما تقوم البنوك بتحديد سعر الإقراض عكس ما هو الحال في حالة إعادة الخصم. يقوم البنك المركزي بالإعلان عن رغبته في اقراض بمقدار معين ثم تقوم البنوك باقتراح معدلاتها و البنك الذي يقترح أكبر معدل يتحصل على القرض. كلما زاد البنك المركزي من الكمية القروض الممنوحة عن طريق هذا الميكانيزم كلما زاد العرض النقدي. لا يلجأ البنك المركزي إلى هذه الأداة فقط من أجل تلبية حاجات البنوك من القروض في الظروف العادية فقط بل يستعملها أيضا من أجل مواجهة الأزمات المالية مثل الأزمة المالية التي بدأت بالبنوك الأمريكية بسبب عدم تمكن الأفراد من تسديد ديونهم العقارية<sup>3</sup>.

لا تكفي المعلومات حول التغيير في معدل إعادة الخصم من أجل تحديد رغبة البنوك في الاقتراض من البنك المركزي بل يجب أخذ تكلفة الاقتراض من مصادر أخرى بعين الاعتبار بما أن البنوك تقوم بمقارنة تكلفة الاقتراض من مصادر مختلفة قبل اتخاذ قرارها<sup>4</sup>. عادة ما تلجأ البنوك إلى الاقتراض من البنك المركزي في فترات

<sup>1</sup> Mishkin F et al, op-cit, p641-644

<sup>2</sup> Shoman J and Wide A, op-cit, p576.

<sup>3</sup> Mankiw N.G, op-cit, p338.

<sup>4</sup> Vickers D, op-cit, p531-534.

ارتفاع سعر الفائدة. قد يدفع هذا البنك المركزي كما كان الحال بالنسبة للاحتياطي الفيدرالي إلى محاولة الاقتراب من معدلات السوق عوض محاولة التأثير عليها و توجيه السوق. كما أنه من المحتمل في حالة معدلات فائدة مرتفعة أن يكون معدل إعادة الخصم أقل من معدل المدى القصير ما قد يدفع البنوك إلى التوجه نحو اشباع حاجتها في التمويل عن طريق اقتناء الأصول المالية لأن هذه الأخيرة تسمح لها بالحصول على مقدار أكبر من التمويل.

### 1-3- الاحتياطي الاجباري:

يجبر البنك المركزي البنوك على الاحتفاظ بجزء من ودائعها على شكل احتياطي اجباري الذي يحدد الحد الأدنى لاحتياطيات البنوك. في حين تسمح الأدوات مثل معدل إعادة الخصم في التأثير على الاحتياطيات البنكية فإن الأدوات المتمثلة في الاحتياطي الاجباري و المعدل الذي يمول به البنك المركزي هذا الاحتياط تسمح بالتأثير على نسبة الاحتياطيات إلى الودائع و بالتالي على المضاعف النقدي. أي أنه يؤثر على كمية النقود التي يمكن للنظام البنكي خلقها انطاقا من وحدة نقدية واحدة. يقلل ارتفاع الاحتياطي الاجباري من إمكانية البنوك في الإقراض و يخفض بالتالي من العرض النقدي . العكس في حالة الخفض من الاحتياطي الاجباري، في هذه الحالة تتحسن قدرة البنوك في الإقراض و يرتفع العرض النقدي<sup>1</sup>. من الجهة الأخرى فإن الخفض من الاحتياطي الاجباري يؤدي إلى انخفاض الطلب على الاحتياطيات البنكية ما يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة ما بين البنوك.<sup>2</sup> أما فيما يخص معدل تمويل الاحتياطي الاجباري لدى البنك المركزي فإنه لا يطبق من طرف جميع البنوك المركزية، و يعتمد على نفس الميكانيزم عند تأثيره على العرض النقدي. الخفض ( الرفع ) من هذا المعدل يؤدي إلى تناقص ( زيادة ) رغبة البنوك في الاحتفاظ باحتياطياتها لدى البنك المركزي، ما يؤدي بدوره إلى الرفع ( الخفض ) من المضاعف النقدي و بالتالي الرفع ( الخفض ) من العرض النقدي<sup>3</sup>.

لا يتم تطبيق هذا الاجراء بنفس الطريقة لدى جميع البنوك المركزية فهو قد يأتي على عدة أشكال. يطلب البنك المركزي في أبسط أشكال هذا الاجراء من البنوك بالاحتفاظ بنسبة من ايداعاتها لديه على شكل سيولة. أو قد يطلب من البنوك بالاحتفاظ بنسبة من نوع معين من الودائع على شكل سيولة<sup>4</sup>. كانت تستعمل هذه الأداة في السابق من أجل التحكم في الإصدار النقدي إلا أنها لم تصبح تستعمل لهذا الغرض في الاقتصاديات النامية.

<sup>1</sup> Mankiw N.G, op-cit, p39.

<sup>2</sup> Baumol J.W and Blinder A.S, op-cit, p270.

<sup>3</sup> Mankiw N.G, op-cit, p339.

<sup>4</sup> Shoman J and Wide A, op-cit, p574.

تؤثر هذه الأداة على الحاجة الهيكلية للنقود المركزية و تحدد منحى الطلب على هذه الأخيرة. في منطقة اليورو مثلا يؤثر الاحتياطي الاجباري أساسا على مرونة الطلب لمعدلات الفائدة و يسمح بالتقليل من تطاير هذه الأخيرة. تسمح هذه الأداة بالحفاظ على حالة حاجة البنوك إلى اللجوء إلى البنك المركزي من أجل إعادة التمويل و منه تسهيل عملية التأثير على أسعار الفائدة عن طريق الأدوات الأخرى.

لا تؤدي الاحتياطات الاجبارية إلى انتقال منحى الطلب على النقود المركزية نحو اليمين أو الشمال فقط بل تؤثر على ميل هذا الأخير أيضا. حيث يكون منحى الطلب عموديا أكثر في نهاية الفترة اللازمة من أجل تحصيل الاحتياطي الاجباري، أين يصبح الطلب على النقود المركزية أقل حساسية للتغيرات في سعر الفائدة ما بين البنوك. بالتالي ففي حالة ابتعاد قيمة العوامل الخارجية عن تلك المتوقعة فإن الاختلاف بين معدل الفائدة الموجه و معدل الفائدة ما بين البنوك لا يكون كبيرا و قد لا يحتاج البنك المركزي إلى التدخل. عكس ذلك ففي باقي الفترة يكون منحى الطلب على النقود المركزية أكثر أفقية و الطلب على النقود أكثر حساسية للتغيرات في معدل الفائدة بالتالي فإن صدمة خارجية قد تؤدي إلى ابتعاد كبير لمعدل الفائدة ما بين البنوك عن المعدل الموجه ما قد يدفع البنك المركزي إلى التدخل<sup>1</sup>.

لهذه الأداة مجموعة من الجوانب السلبية مثل صعوبة التنبؤ بأثرها بسبب التطاير في المضاعف النقدي الذي يحدد مدى تأثير العرض النقدي إثر التغيرات في القاعدة النقدية. كما أن التغيير المكرر في الاحتياطي الاجباري قد يعيق بعض البنوك التي قد تجد نفسها في حالة نقص في السيولة و تعجز بالتالي على الإقراض. أما إذا كانت البنوك في حالة فائض في السيولة فإن هذه الأداة تصبح غير فعالة<sup>2</sup>. من ناحية أخرى فإن تأثير الاحتياطي الاجباري يكون كبير جدا و تغيير صغير في نسبة هذا الأخير قد يؤدي إلى امتصاص أو تسريح كمية معتبرة من الاحتياطات، كما أن هذا التأثير مباشر و عام على كل النظام البنكي.

لا يمكن للبنك المركزي أن يتحكم في سلوك هذه البنوك كليا و قد تتخذ هذه الأخيرة قرارات لا تخدم الانتقال الفعال لآثار السياسة النقدية. في حالة الرفع من نسبة الاحتياط الاجباري مثلا قد تجد البنوك نفسها مجبرة على بيع أصولها المالية ما يؤثر على سعر هذه الأخيرة في السوق إلى جانب ارتفاع أسعار الفائدة. يدفع هذا الارتفاع البنوك إلى التوجه نحو مصادر مكلفة أكثر، و تنتقل هذه الأخيرة إلى مصادر ذات عائد أكبر مما يؤدي إلى تزايد نسبة الخطر في استثمارها<sup>3</sup>. هناك بعض العواقب غير المرغوبة التي قد تدفع البنوك إلى تجنب بيع السندات و تعويضها بالقروض في امتلاكاتها. من بينها التناقص في سعر ثاني الأصول الأكثر سيولة لدى

<sup>1</sup> Mishkin F et al, op-cit, p647-649.

<sup>2</sup> Mankiw N.G, op-cit, p339

<sup>3</sup> Vickers D , op-cit, p536.

البنوك، كما أن البيع المكثف لهذه السندات يؤدي إلى انخفاض قيمتها السوقية. لكن من الناحية الأخرى فإن معظم السندات التي تمتلكها البنوك هي سندات الأجل القصير ما يجعل قيمتها السوقية لا تتخضع كثيرا، كما قد ترى البنوك أنه من المستحسن التخلص من هذه السندات في حالة الانخفاض الكبير لقيمتها في السوق. من الظاهر أن الإعاقات التي ذكرت سابقا لا تمنع البنوك من بيع السندات من أجل الزيادة في القروض و بالتالي عرقلة فعالية السياسة النقدية. من الناحية الأخرى فإن هذا الأثر غير واضح فينتج عن بيع السندات من طرف البنوك ارتفاع سعر الفائدة و امتصاص السيولة ما يخفض من الانفاق العام، كما أن الانخفاض في السيولة لدى البنوك تدفع هذه الأخيرة إلى التشديد في شروطها من أجل منح القروض ما يخفف في نهاية الأمر من تأثير الارتفاع في القروض على الانفاق العام. عدم شمولية هذا الاجراء قد يكون له أيضا أثرا سلبيا على فعاليته. الرفع من نسبة الاحتياطي الاجباري قد لا تكون له النتيجة المنتظرة بسبب إمكانية تحصل البنوك التي يطبق عليها هذا الاجراء على التمويل من طرف البنوك الأخرى و إمكانية انتقال الأفراد نحو البنوك الأجنبية ما يعرف بالاختلال في الوساطة Disintermediation. أخيرا قد ينجم عن تطبيق سياسة نقدية توسعية في فترات الركود أو التناقص في النشاط الاقتصادي من تمكين البنوك من تشكيل فائض في الاحتياطات يمكنها من شراء كمية معتبرة من السندات في ظل تناقص الطلب على القروض. تقوم هذه البنوك في فترات الانتعاش و الراج الاقتصادي من مواجهة السياسة النقدية الانكماشية من خلال بيع هذه السندات<sup>1</sup>.

#### 1-4- التحكم في القروض الانتقائي Selective Credit Controls:

تسمح أدوات التحكم في القروض (المذكورة سابقا) على العموم في كمية القروض الممنوحة و هذا إما من خلال التحكم في القاعدة النقدية أم من خلال التحكم في الاحتياطات البنكية. لكن يمكن للبنك المركزي أن يتدخل من أجل التحكم في شروط الاقتراض الخاصة بنوع معين من القروض و هذا من أجل توجيه القروض في النظام البنكي. و كمثال على هذه الإجراءات: تأطير معدل الفائدة الخاص بقروض معينة، المدة اللازمة من أجل إعادة تسديد القرض، الحد الأدنى للدفعة المقدمة من أجل القرض<sup>2</sup>.

يسمح التحكم في القروض بالتأثير على كل من الناتج و التضخم عن طريق التأثير على معدلات الفائدة، إلا أنه يمكنه أن يؤدي إلى توسع نقدي بسبب إحلال في الأصول. كما أن هذا التأثير ينعدم عندما يكون المنحني

<sup>1</sup> Boreham G et al (1968): Money And Banking Analysis And Policy in a Canadian Contexte, Holt, p 590-595.

<sup>2</sup> Vickers D, op-cit, p543.

المعبر التوازن في السوق النقدية LM عموديا. أي عندما لا يتجاوب الطلب مع التغير في سعر الفائدة<sup>1</sup>. لهذا يجب الدمج بين كل من التحكم في القروض و التحكم في النقد<sup>2</sup>.

كمثال آخر للتحكم المباشر للقروض حالة التحكم بالقروض الممنوحة من أجل اقتناء الأصول المالية ما يعرف ب Margin Requirements. الهدف من هذه الإجراءات عادة هو مكافحة ظاهرة المضاربة. و كمثال على هذه الإجراءات تحديد النسبة القصوى من قيمة الأوراق المالية التي يمكن تقديمها كضمان من أجل الحصول على القروض الذي طبق في حالة الاقتصاد الأمريكي. في نهاية الأمر فإن هذه الإجراءات مثل تلك الخاصة بالتحكم في القروض بصفة عامة انتقدت لأنها لم تتمكن من التحكم في مجمل القروض التي يوفرها القطاع المالي بقدر ما أدت إلى إعادة توزيع القروض ما بين الاستعمالات المختلفة.

بصفة عامة لا يحث العديد من الاقتصاديين على التوجه نحو التحكم في القروض الانتقائي لأنها تعيق عملية توزيع القروض حسب التنافسية، إلى جانب امكانية استعمال الأفراد القروض لغاية تختلف على تلك التي منح لهم القرض على أساسها في بداية الأمر.

## 2- الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية:

تستعمل هذه الأدوات في حالة الصدمات و الأزمات مالية أين يفقد النظام البنكي قدرته على التوزيع الفعال للموارد الاقتصادية، وعادة ما يتم اللجوء إلى الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية من أجل تقادي حالة ركود وشيك. تتجه السلطات النقدية إلى هذه الأخيرة على حساب الأدوات التقليدية لثلاث أسباب:

- عدم أو نقص في فعالية قنوات انتقال السياسة النقدية التي لا تسمح بتحقيق الأهداف المسطرة.
- انخفاض كبير لمعدل الفائدة الموجه و اقترابه من الحد الأدنى الصفري.
- الضغوطات على البنوك من أجل تحقيق متطلبات الاحتياطي الاجباري يؤدي إلى حالة تعرقل السوق ما بين البنوك و عدم اقتراض البنوك فيما بينها.

<sup>1</sup>تومي صالح (2009): مبادئ التحليل الاقتصادي الكلي، دار أسامة للطباعة و التوزيع، ص 202.

<sup>2</sup> Monnet E. (2012) : Politique monétaire et politique du crédit en France pendant les trente Glorieuses 1945-1973, thèse pour obtenir le titre de Docteur en sciences économiques, Ecole d'économie de Paris, p176.

يكون تأثير الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية عبر القنوات التالية:

- شراء الأوراق المالية في السوق المفتوحة يزيد من كمية النقود نسبة لباقي الأصول المالية لدى الأعوان الاقتصاديين. ردة فعل الأعوان من أجل إعادة التوازن تدفع بعوائد الأصول غير النقدية نحو الانخفاض. إلا أنه في حالة معدلات فائدة معدومة فإن خاصية النقود تقترب من خاصية سندات الخزينة للمدى القصير. تعرف هذه القناة بالقناة الواسعة لتوازن المحافظ.
- قناة الميزانية: عندما يشتري البنك المركزي سندات في السوق المفتوحة فإن هذا الأخير يعوض الضريبة المباشرة بضريبة تضخمية التي تكون تكلفتها منخفضة من حيث التناقص في النشاط الاقتصادي في حالة الانكماش.
- قناة الإشارة و تسيير توقعات الأفراد. يمكن أن تكون هذه الإشارة على شكل التزام بتثبيت الاحتياطات عند مستوى يفوت ذلك اللازم من أجل الحصول على معدل فائدة معدوم في المدى القصير، و هذا إلى غاية تحقق شروط محددة.

تتخصر هذه الأدوات ضمن السياسة النقدية غير التقليدية في نوعين:

- سياسة نقدية غير تقليدية للكميات لا تهدف إلى الوصول إلى معدل فائدة معين و ليست مقيدة بتغيير العوامل الخارجية، بل تبحث عن تمويل جزء خاص من الأعوان الاقتصاديين من خلال التغيير في ميزانية البنك المركزي و التأثير على احتياطات البنوك لديه.
- سياسة نقدية غير تقليدية للأسعار التي تهدف إلى التأثير على أسعار الفائدة و توقعات الأفراد<sup>1</sup>.

## 2-1- توفير السيولة:

قد تعجز البنوك على الحصول على التمويل في حالة أزمة ما يدفع البنك المركزي إلى لعب دوره كآخر مقرض. قام النظام الفيدرالي في هذا السياق بتسهيل اللجوء إلى إعادة الخصم بعد ظهور الأزمة المالية في أوت 2007، و هذا من خلال خفض من الفرق بين معدل إعادة الخصم و معدلها الموجه الرئيسي. كما لجأ أيضا إلى (TAF) (Term Auction Facility) التي تعتبر كتسهيل مؤقتة للتمويل، أين منحت قروض ضمانية بمعدل محدد من خلال المزادات التنافسية. و أخيرا لجأ إلى منح قروض لبنوك الاستثمار من أجل تشجيع شراء أوراق تجارية و أوراق مالية المدعومة برهون العقارية أو نواع أخرى من الأصول المالية. إلى جانب تخفيف قواعد الضمانات، من أجل زيادة السيولة لدى البنوك.

<sup>1</sup> Drumetz F et Pfister C. (2010) : Politique Monétaire, De Boeck, p199-201.

## 2-2- التيسير الكمي Quantitative Easing و تيسير القروض Credit Easing:

تشبه هذه الأدوات أداة عمليات السوق المفتوحة إلا أنها تتم بكميات أكبر بكثير. يلجأ إليها البنك المركزي في حالة فشل أو عدم إمكانية اللجوء إلى الأدوات التقليدية. مثل ما كان عليه الحال إثر الأزمة المالية لأوت 2007، أين اضطرت العديد من البنوك المركزية إلى خفض من معدلات الفائدة بنسب كبيرة و غير اعتيادية إلى أن اقتربت المعدلات الفائدة الاسمية من الصفر. بما أن هذه الأخيرة لا يمكنها أن تتعدى الحد الصفري اضطرت البنوك المركزية إلى استعمال أدوات غير تقليدية.

يقصد بالتيسير الكمي (QE) تدخل البنك المركزي في السوق النقدية كمشتري للأصول المالية بعدة أنواعها، و الهدف من هذه الإجراءات هو ضخ كمية كبيرة من السيولة في الاقتصاد و الزيادة في الكتلة النقدية من خلال خلق القروض، من أجل تحفيز الطلب الكلي و إعادة تنشيط الاقتصاد<sup>1</sup>. أما تيسير القروض فتتمثل العملية التي يقوم من خلالها البنك المركزي بتجاوز البنوك و الإقراض للمؤسسات بصفة مباشرة، و هذا من خلال شراء أوراق مالية خاصة و عمومية.

يقوم البنك المركزي سواء من خلال تيسير القروض أو التيسير الكمي بتضخيم ميزانيته من خلال خلق الاحتياطات. قد يكون هذا من خلال شراء أصول التي قد تكون على شكل قروض للبنوك أو أوراق مالية، كما يمكنه أن يتعامل مع البنوك أو طرف آخر. تؤدي عمليات الشراء هذه إلى خلق الاحتياطات لأن هذه العمليات تنتهي بتعبئة حسابات البنوك لدى البنك المركزي.

تختلف الجوانب الإيجابية و السلبية لكل أداة حسب الظروف التي يعمل فيها البنك المركزي. يمكن تطبيق التيسير الكمي دون مدة تأخير و يكون ذو فعالية أكبر في حالة ما إذا كانت البنوك تلعب دورا كبيرا في تمويل الاقتصاد. في حين أن تيسير القروض يأخذ وقت أكبر عند تطبيقه و هذا لأن البنك المركزي لا يمتلك دائما المهارات التقنية من أجل تقدير نسبة الخطر التي قد يواجهها عند شراء الأوراق المالية الخاصة، و يعمل في بعض الحالات مع وزارة المالية من أجل حل هذا المشكل. كما أنه يجب تحديد نوع الأصول التي يجب شراءها، فإن شراء الأصول العامة لا تتحمل خطرا كبيرا. لكن الأثر على معدل الفائدة الخاص بها يكون ضعيفا لأن الطلب عليها يكون كبيرا عند وجود أزمة. شراء الأوراق المالية الخاصة من الناحية الثانية يتحمل مقدار أكبر من الخطر. من الناحية الأخرى فيكون تيسير القروض ذو فعالية أكبر في حالة تطور سوق الأوراق المالية الخاصة و في حالة عدم تمكن النظام البنكي من أداء دوره كوسيط<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Shoman J and Wide A, op-cit, p588.

<sup>2</sup> Drumetz F et Pfister C, op-cit, p201-203.

يستوجب اللجوء إلى هذه السياسة تحديد استراتيجيتها واضحة وشفافة من أجل الرجوع إلى الحالة العادية للسوق النقدية حيث أن خفض من ميزانية البنك المركزي يجب أن يكون تدريجياً من أجل تفادي تغيرات غير مرغوبة في حركة رؤوس الأموال<sup>1</sup>، و مجموعة أخرى من الجوانب السلبية التي سوف يتم التطرق إليها لاحقاً. يقترح بعض الاقتصاديين في هذا الصدد خفض من إعادة تمويل البنوك من طرف البنك المركزي تدريجياً بالموازاة مع تسديد هذه الأخيرة للسندات التي تمتلكها<sup>2</sup>.

### 2-3- الالتزامات الخاصة بالقرارات المستقبلية:

يمكن للبنك المركزي أن يؤثر على معدلات الفائدة في المدى الطويل حتى إن لم يتمكن من التحكم في المعدلات في المدى القصير و هذا من خلال التحكم في التوقعات حول تطور هذه الأخيرة. حسب النظرية الاقتصادية فإن معدل الفائدة في المدى الطويل هو عبارة عن متوسط لمعدلات الفائدة في المدى القصير المتوقعة. بالتالي فإن تعهد البنك المركزي بالحفاظ على معدلات فائدة قصيرة الأجل قريبة من الصفر يدفع المستثمرين إلى إعادة النظر في توقعاتهم نحو الانخفاض و يؤدي إلى خفض من المعدلات الفائدة في المدى الطويل.

هناك نوعان من الالتزامات، الالتزامات المشروطة و الالتزامات غير المشروطة، حيث يقصد بالشرط هنا الظروف الاقتصادية الاستثنائية. من جهة قد يكون للالتزام بدون شرط أثر أكبر لكن من الناحية الأخرى فإن تغيير الحالة الاقتصادية قد لا يؤدي إلى التخلص منه رغم وجود ذلك<sup>3</sup>.

تعرف هذه السياسة أيضاً بسياسة نقدية غير تقليدية للأسعار. ينص البنك المركزي على أنه سوف يرفع من معدلات الفائدة تدريجياً فقط، و هذا حتى في حالة ابتعاد معدل التضخم عن الهدف. بهذه الطريقة، يوجه البنك المركزي التوقعات حول التضخم المستقبلي نحو الأعلى ما يخفض من معدلات الفائدة المدى الطويل و المتوسط المستقبلية.

يؤدي تطبيق ما يعرف بسياسة Twist ( torsion ) التي تهدف إلى خفض من معدلات فائدة المدى الطويل لتصل النسب تحت تلك الخاصة بمعدلات فائدة المدى القصير بحيث ينعكس منحنى المردودية ليصبح تنازلياً و يصبح التمويل في المدى القصير أكثر تكلفة من التمويل في المدى الطويل. يعبر منحنى المردودية عن العلاقة بين معدلات الفائدة للمدى الطويل و معدلات الفائدة للمدى القصير، و تعطي فكرة على توجه المستثمرين

<sup>1</sup> 81e Rapport annuel BRI, p60.

<sup>2</sup> Shoman J and Wide A, op-cit, p588.

<sup>3</sup> Mishkin F et al, op-cit, p668-669.

في سوق رؤوس الأموال و فكرة على تطورات المستقبلية للاقتصاد. قد يكون لهذا المنحنى عدة أشكال حيث أن العلاقة بين معدلات الفائدة المدى الطويل و المدى القصير تتغير مع مرور الوقت. يكون هذا المنحنى في غالب الأحيان ( في الحالة العادية) متصاعدا ، إذ أن المردودية تتزايد مع تزايد مدة التسبيب The Duration of the Placement. منحنى حاد أكثر يعبر عن تزايد لمعدل التضخم المتوقع و منحني مقعر أكثر عند آجال الاستحقاق القصيرة تعبر عن اقتراب تطبيق سياسة نقدية توسعية التي تتبع بعدل فائدة مرتفع أكثر بالنسبة لتواريخ الاستحقاق الأطول بما أن التوسع النقدي يؤدي في المدى الطويل إلى ارتفاع الأسعار<sup>1</sup>.

من أجل نتائج مرضية لسياسة نقدية غير تقليدية للأسعار يرى العديد من الاقتصاديين أنه يجب تعزيز مصداقية البنك المركزي من خلال الاعتماد على قاعدة نقدية إلى جانب الإعلان على الاحتفاظ بمعدل فائدة يساوي أو يقارب الصفر و بالتالي طمأنة الأفراد حول عدم تغيير البنك المركزي لعوده و البحث عن خفض من معدل التضخم عند الخروج من فخ مصيدة السيولة. قد تكون هذه القاعدة على شكل تحديد هدف و مسار واضح للمستوى العام للأسعار إلى جانب إمكانية استهداف معدل الصرف.

لا ينصح الاقتصاديين للتوجه نحو الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية بسهولة لأنها تعتبر مكلفة و تتضمن مجموعة من المخاطر. من بين المشاكل التي يمكن مواجهتها عند تطبيق هذه السياسة:

- عدم فهم الأفراد للإجراءات المتخذة من طرف البنك المركزي و هذا خاصة عند تطبيق هذه السياسة لما لا يقترب معدل الفائدة من الصفر.
- يمكن للأفراد أن يعتبرون أن التوسع في القاعدة النقدية كدليل على توسع سريع في العرض النقدي و القروض بفضل المضاعف النقدي، و بالتالي زيادة في الأسعار، و هذا حتى إن كان البنك المركزي لا يبحث عن تحقيق معدل فائدة توازني و أن عرض الاحتياطات البنكية في هذه الحالة ليست متغيرة داخلية.
- عندما تكون البنوك متأكدة من أن البنك المركزي سيوفر لها الاحتياطات اللازمة من أجل تسيير حسابها الجاري عند هذا الأخير من جراء الزيادة الكبيرة في خلق الاحتياطات في ظل هذه السياسة، فإنها لا تقوم بأي مجهود من أجل الرجوع إلى الحالة العادية للسوق كما أنها قد تبتعد عن السوق ما بين البنوك.
- توجه البنك المركزي نحو اتخاذ الكثير من المخاطر بطريقة تجعله تسيء باستقلاليتها المالية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Ruimy M. (2004) : Economie Monétaire, Ellipses, p106.

<sup>2</sup> Drumetz F et Pfister C, op-cit p204-208.

- خلق القروض قد يكون قليلا في المدى القصير غير أن استرجاع الثقة قد يأخذ وقتا. كما أن الزيادة في الكتلة النقدية في شكلها الضيق قد لا تظهر بسبب التناقص في سرعة تداول النقود.
- استخدام هذه الأداة لمدة طويلة قد يؤدي إلى زيادة مفرطة في الكتلة النقدية و بالتالي زيادة في معدل التضخم<sup>1</sup>.
- زيادة في خطر عدم التسديد بسبب زيادة نسبة الأوراق المالية ذو جودة أقل.
- ارتفاع معدل فائدة الأجل الطويل يؤدي إلى خسارة البنك المركزي عندما يبحث هذا الأخير على التنازل على سندات.
- امتلاك البنك المركزي لكمية معتبرة من العملة الصعبة يجعله عرضة لخطر خسارة كبير في حالة تحسن قيمة العملة المحلية.
- قد يجد البنك المركزي نفسه في حالة تكون فيها إيراداته من الأصول المالية أقل من التكاليف (التي قد تكون في إطار تمويل الاحتياطات البنكية، أو الفوائد التي يتم دفعها عند إصدار السندات في إطار سياسة استرجاع السيولة التي قد تأتي لاحقا).
- اتهام البنك المركزي بتفضيل بعض القطاعات و المؤسسات المالية و هذا حتى و إن كان لإنقاذ هذه الأخيرة أثر على النظام المالي ككل.
- يؤثر استعمال الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية سلبيا على مصداقية البنك المركزي من خلال التغيير من توقعات الأفراد<sup>2</sup>.

### المطلب الثالث: قنوات انتقال السياسة النقدية

تمثل قنوات انتقال السياسة النقدية العلاقات الخاصة التي تنتقل من خلالها آثار السياسة النقدية على الاقتصاد و على المستوى العام للأسعار.

#### 1- قناة سعر الفائدة:

تعتبر قناة سعر الفائدة القناة الأساسية لانتقال السياسة النقدية، حيث تعتمد قنوات أخرى على هذه الأخيرة. هناك مفاضلة بين الاحتفاظ على النقود على شكل سيولة، استثمارها أو إيداعها في البنوك، و هذا يعود إلى

<sup>1</sup> Shoman J and Wide A, op-cit, p588.

<sup>2</sup> 81e Rapport annuel BRI, op-cit, p58.

تكلفة الفرصة البديلة التي تتمثل في إمكانية الحصول على الفائدة. يؤدي ارتفاع في سعر الفائدة على حسب هذه القناة إلى تناقص في الاستثمار ما يعني تناقص في المنتوجية، الناتج و من ثم العرض الكلي. من ناحية أخرى يؤدي ارتفاع معدل الفائدة إلى إعادة توزيع الثروة من المقترضين إلى المقرضين. و يؤدي إلى إحلال محل رأس المال المادي عوامل إنتاج أخرى مثل رأس المال البشري، و بالتالي تناقص في الاستثمار. ترجع دراسة آثار التغيير في معدل الفائدة إلى دراسة سلوك و نفقات الأعوان الاقتصاديين. يؤدي تناقص غير منتظر لمعدل الفائدة في المدى القصير إلى ثلاث آثار مختلفة:

- **أثر الإحلال:** التغيير في معدل الفائدة يدفع الأعوان الاقتصاديين إلى إعادة النظر في ميولهم سواء نحو الاستهلاك الحالي من جهة أو الادخار و الاستهلاك في المستقبل من جهة ثانية. ارتفاع في معدل الفائدة مثلاً يزيد من تكلفة الاقتراض فيبتعد الأفراد من الاستهلاك الحالي و يتوجهون نحو الادخار الذي يكون ذو مردودية أكبر.
- **أثر الدخل:** الزيادة في معدلات الفائدة الحقيقية تزيد من الدخل المتاح لدى العائلات التي تمتلك استثمارات مالية ذات مداخيل بمعدلات متغيرة.
- **أثر الثروة:** زيادة أسعار الفائدة تؤدي إلى تناقص في قيمة الأصول المالية و بالتالي تناقص في ثروة الأفراد الذين يخفضون من استهلاكهم<sup>1</sup>.

يؤدي التغيير في سعر الفائدة الموجه إلى تغيير في باقي معدلات الفائدة لأن معدلات الفائدة القصيرة الأجل (أي تلك التي تقابل مدة استحقاق أقل من سنة) تتجه عموماً في نفس الاتجاه و هذا لأنها في تنافس لأن المستثمرين يتجهون نحو معدل الفائدة الأكثر ارتفاعاً. فليس من صالح أي بائع أن يعرض معدل فائدة أكبر أو أقل بكثير من المعدل المتوسط. معدلات الفائدة القصيرة الأجل هي التي تحدد الطلب على النقود لأن الطلب على النقود قائم على المفاضلة بين الاحتفاظ بهذه الأخيرة من أجل تسهيل المعاملات أو إيداعها من أجل الحصول على الفائدة. أما فيما يخص معدلات الفائدة الطويلة الأجل (التي تقابل مدة استحقاق أكبر من سنة) فإنها لا تتغير مع معدلات الفائدة القصيرة الأجل بل تعبر عن متوسط التوقعات حول معدلات الفائدة القصيرة الأجل<sup>2</sup>. قد يبتعد المستثمرون عن الأوراق المالية الطويلة الأجل لصالح الأوراق المالية القصيرة الأجل حتى و إن كانت لهذه الأخيرة معدل فائدة أقل و يعود هذا إلى توقعات الأفراد حول التغييرات المستقبلية لمعدلات الفائدة القصيرة الأجل ، فإن استثمار في أوراق مالية في الأجل القصير يسمح لهم بإعادة الاستثمار في الفترة الموالية

<sup>1</sup> Ruimy M, op-cit, p118.

<sup>2</sup> Ray M and Anderson D, op-cit, p270.

بمعدل فائدة أكبر في حالة ارتفاع هذا الأخير. العكس إن توقع المستثمرين أن معدلات فائدة المدى القصير سوف تتناقص فقد يتجون نحو الأصول المالية طويلة الأجل حتى وإن كان معدل الفائدة الخاص بها أقل من معدل فائدة الأجل القصير و منه فإن معدلات الفائدة طويلة الأجل تعبر عن متوسط التوقعات حول معدل فائدة المدى القصير، فإن ارتفع معدل المدى الطويل فوق معدل المدى القصير فإن هذا يعني أنه هناك توقع لارتفاع معدل فائدة المدى القصير<sup>1</sup>. حسب نظرية التوقعات الرشيدة فإن الأفراد يستعملون كل المعلومات المتوفرة من أجل القيام بتوقعاتهم فهم يعلمون أن معدل فائدة المدى الطويل يحدد بتغيرات معدل الفائدة المدى القصير بالتالي فإن توقعات الخاصة بمعدل فائدة المدى الطويل تكون دالة لمعدل الفائدة المستقبلي المتوقع<sup>2</sup>. كما يمكن القول أن معدلات فائدة المدى الطويل تستجيب للاستجابة المفرطة للأعوان الاقتصاديين للتغيرات في معدلات الفائدة المدى القصير<sup>3</sup>.

عادة ما تتدخل السلطات النقدية في السوق من خلال شراء السندات ذات مدة استحقاق قصيرة من أجل التأثير على معدلات المدى القصير. في حالة ما إذا كان هناك إحلال كامل ما بين معدلات فائدة المدى القصير و معدلات فائدة المدى الطويل فإن تأثير السلطات النقدية على معدلات المدى القصير يكون له أثر على معدلات المدى الطويل (كما تقرر عليه نظرية التوقعات). أما في حالة عدم وجود إحلال كامل فإن آثار السياسة النقدية يكون أساسا على معدلات المدى القصير<sup>4</sup>.

## 2- قناة القرض:

تهتم هذه القناة بعرض القروض من طرف البنوك عوض الطلب على النقود من طرف الأعوان الاقتصاديين عكس ما هو الحال بالنسبة لقناة سعر الفائدة. كما تسمح هذه الأخيرة بتفسير العلاقة المعقدة ما بين سعر الفائدة في السوق و تكلفة التمويل لدى المؤسسات و تبحث عن دراسة طريقة ترجمة التغيرات في سعر الفائدة في السوق إلى تكلفة الاقراض من طرف البنوك<sup>5</sup>.

تنقسم قناة القرض إلى قسمين: القناة الضيقة للقرض و القناة الواسعة للقرض. تطبيق سياسة نقدية انكماشية من خلال الرفع من الاحتياطي الاجباري مثلا يدفع البنوك إلى الرفع من معدل الفائدة على القروض الجديدة أو

<sup>1</sup>Krugman P et Wells R. (2009) : Macroéconomie, Edition de Boeck, p728.

<sup>2</sup> Ruimy M, op-cit, p112.

<sup>3</sup> Gaudroun P, op-cit, p299.

<sup>4</sup> Ruimy M, op-cit, p121.

<sup>5</sup>Bellando R and Pollin J-P. (1996) : Le canal du crédit en France depuis la déréglementation financière: quelques tests exploratoires, Sciences Po University Press, Revue économique, p 733-734.

الخفض من القروض الممنوحة، ما يؤثر بدوره على قرارات الاستثمار، الطلب الكلي و معدل التضخم. يعبر هذا الميكانيزم على ما يعرف بالقناة الضيقة للقرض، و هي تعتمد على فرضية الاحلال غير التام للقروض البنكية. فلا يمكن للبنوك أن تلجأ إلى بيع أوراق مالية في حالة سياسة نقدية انكماشية بما أنها مطالبة بحد أدنى من الأوراق المالية من اجل تلبية متطلبات الزبائن. أما فيما يخص القناة الواسعة للقرض فإنها تعتمد على فكرة الاحلال غير التام ما بين الاقتراض الداخلي و الاقتراض الخارجي بسبب عيوب في سوق القروض التي ترجع إلى تكلفة الحصول على المعلومات بسبب عدم تناسق المعلومات Information Asymmetry (أي أن المقترضون يمتلكون معلومات إضافية حول مشاريعهم الاستثمارية و حالتهم المالية نسبة للمقرضين). عادة ما تكون تكلفة الاقتراض الخارجي أكبر من تكلفة الاقتراض الداخلي، و يتناقص هذا الفرق في التكلفة عند تحسن الثروة الصافية للمقرض<sup>1</sup>. توضح النقاط التالية ميكانيزم تأثير هذه القناة:

- قد تؤدي السياسة النقدية إلى تغيير في قيمة الضمانات المطلوبة من أجل الحصول على القروض. في حالة ارتفاع أسعار الفائدة مثلاً، تنخفض قيمة الأصول المالية التي قد تعتبر كضمانات. انخفاض قيمة هذه الأخيرة يعني زيادة الخطر ما يدفع البنوك إلى زيادة أسعار الفائدة أو إلى خفض من القروض الممنوحة. يؤدي هذا بدوره إلى خفض في الاستثمار، الطلب الكلي و معدل التضخم.
- زيادة في معدلات الفائدة في السوق قد تؤدي زيادة أكبر في هذه الأخيرة بسبب زيادة الخطر المعنوي. فإن زيادة معدل الفائدة يعني زيادة منح القروض لأفراد الذين يحتملون خطر أكبر لعدم التسديد. بما أنه ليس بإمكان البنوك تحديد هذه الأفراد بدقة فإن هذا يدفعها إلى الرفع من تكلفة الإقراض<sup>2</sup>، ما يخفض من الطلب الكلي و معدل التضخم.
- يمكن لهذه القناة أن تعمل أيضاً بموجب الفرق ما بين المداخيل و النفقات في الميزانية. عند تطبيق سياسة نقدية توسعية مثلاً و خفض معدلات الفائدة، فهذا يؤدي إلى تحسن حالة المؤسسات و نسبة السيولة المتوفرة لديها، تناقص خطر الانتقاء العكسي و الخطر المعنوي و بالتالي زيادة كمية القروض الممنوحة<sup>3</sup>، و بالتالي زيادة الاستثمار، الطلب الكلي و معدل التضخم.
- يمكن تطبيق التحليل الخاص بهذه القناة على استهلاك الخواص فيما يخص السلع المعمرة و العقار. عندما يكتسب الخواص قيمة عالية من الأصول المالية نسبة لديونهم، فإن توقعاتهم لمواجهة صعوبات مالية تكون منخفضة، ما يؤدي بهم إلى زيادة استهلاكهم فيما يخص السلع المعمرة و العقار<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Demarolle. A et quinet. A. (1996) : Economie des taux d'Intérêt, Presses Universitaires de France, p219.

<sup>2</sup> Bellando R and Pollin J-P, op-cit , p 733-734.

<sup>3</sup> Mishkin F et al, op-cit,p837-840.

<sup>4</sup>Gaudroun P, op-cit,p100-111.

- تتجه البنوك في الفترات الطويلة لثبات معدلات الفائدة عند مستويات منخفضة إلى تقبل أكبر للخطر. هناك من يدرج هذا الميكانيزم ضمن ما يعرف بقناة المخاطرة. يمكن تفسير سلوك البنوك المتمثل في الميل إلى تقبل الخطر برغبة هذه الأخيرة في رفع عائدها. كما أن قيمة الأصول المالية، و بالتالي الضمانات، تزداد بسبب تناقص معدلات الفائدة. إلا أن الفترات التي تتميز بمعدلات فائدة منخفضة قد تجعل البنوك تقلل من حذرهما ضانة أن هذه الحالة سوف تستمر، فتخطأ بالتالي في توقعاتها و تمنح قروض تتميز بالخطر أكثر مما يلزم<sup>1</sup>.

### 3- قناة سعر الصرف:

إن أهمية الدور الذي يلعبه سعر الصرف كقناة لنقل السياسة النقدية يرتبط بطبيعة اقتصاد البلد المعني و مدى افتتاحة. إن تأثير سعر الصرف يكون متعلق بتغيرات سعر الفائدة و هذا حسب مرحلتين، فإن تطبيق سياسة نقدية توسعية مثلاً يؤدي إلى:

- انخفاض معدل الفائدة كما تم توضيحه سابقاً، و من ثم تصبح أسعار الفائدة الخارجية أكثر جاذبية، و منه يحدث خروج لرؤوس الأموال و بالتالي تدهور قيمة العملة. مع العلم أن هناك عدة عوامل تحدد سعر الصرف إلى جانب السياسة النقدية.
- التغير في سعر الصرف له أثر على قيمة الواردات و الصادرات ما يؤدي إلى زيادة في صافي الصادرات و منه الناتج، إلى جانب تأثير قيمة الواردات على التضخم الداخلي. كما أن تغير سعر الصرف يؤثر على الميزانيات المالية و غير المالية خاصة في الدول الغير متقدمة أين معظم الديون تكون بالعملات الصعبة.

هناك عدة محددات لمدى تأثير هذه القناة من بينها<sup>2</sup> :

- **مصادقية السياسة النقدية:** إن تمكنت السلطات النقدية من الحفاظ على معدل تضخم منخفض فإن الأفراد سوف يتوقعون أن يكون الأثر السلبي لسعر الصرف مؤقتاً و أن يكون أثر سعر الصرف على الأسعار غير مباشر.

<sup>1</sup> Paligorova T et Jesus A. Sierra Jimenez (2012) : La politique monétaire et le canal de la prise de risque, éclairage apporté par le comportement de prêteur des banques, Revue de la Banque du Canada, p25-28.

<sup>2</sup>Jebali S et al, Taux de change et inflation : une analyse en modèle VAR du canal du taux de change : cas de la Tunisie, p4.

- **حالة الاقتصاد:** يسهل على المؤسسات الرفع في الأسعار من أجل تغطية الزيادة في التكاليف الناتجة عن تدهور قيمة العملة في حالة انتعاش، أما في حالة الانكماش فإن هذه الأخيرة لا تزيد في الأسعار بنفس مقدار الزيادة في التكاليف.
- **مدى تفتح الاقتصاد لباقي العالم:** من جهة درجة تفتح كبيرة تعني حساسية الاقتصاد أكبر للتغيرات في قيمة العملة. من الناحية الثانية فحسب نظرية المصادقية يمكن أن تكون هناك علاقة عكسية ما بين درجة التفتح و التضخم (البحث عن تحقيق المصادقية تؤدي إلى معدل تضخم أقل في الاقتصاديات الأكثر تفتحاً).
- **نظام الصرف:** يسمح نظام صرف مرن بمواجهة الصدمات الخارجية بفعالية أكبر و تحقيق استقلالية أكبر للسياسة النقدية. في حين أن نظام سعر صرف ثابت يكون أكثر عرضة لزيادة تطاير حركة رؤوس أموال، و البحث عن تحقيق استقرار الأسعار تكون تكلفته تطاير أكبر في مستوى الناتج.

#### 4- قناة تقييم الأسهم:

تظهر هذه القناة من خلال نظرية الاستثمار ل **Tobin** و من خلال أثر الثروة على الاستهلاك. حسب نظرية **Tobin** تأثير السياسة النقدية على الاقتصاد يكون من خلال آثارها على تقييم الأسهم، و تفترض هذه النظرية أسواق فعالة و أن تتضمن القيمة الأساسية للمؤسسة في البورصة كل المعلومات المتوفرة. يمثل معامل **Tobin** ل  $Q$  النسبة ما بين قيمة المؤسسات في البورصة و تكلفة تجديد رأس المال. عندما تكون قيمة  $Q$  أكبر من الواحد فمن صالح المؤسسة الاستثمار في مشاريع جديدة و إصدار سندات التي سوف يكون عددها قليل مقارنة بما هو الحال عندما تكون قيمتها في البورصة مرتفعة. أما عندما تكون قيمة  $Q$  أصغر من الواحد فمن صالح المؤسسة في هذه الحالة شراء رأس مال جاهز و شراء مؤسسات التي انخفضت قيمتها في السوق.

أما فيما يخص قناة الثروة فحسب نظرية دورة الحياة ل **Modigliani (1971)** فإن الأعوان الاقتصاديين يحاولون تثبيت استهلاكهم عبر الزمن، فمجملة الثروات التي يمتلكونها خلال حياتهم هي التي تحدد استهلاكهم و ليس دخلهم الحالي فقط<sup>1</sup>. حيث أن هذه الثروات تتمثل في رأس المال المادي، رأس المال البشري ورأس المال المالي. عند زيادة أسعار الأصول نتيجة سياسة تهدف إلى تخفيض أسعار الفائدة مثلاً، فإن هذا يؤدي إلى زيادة الثروة الكلية للمستهلكين ما يؤدي إلى زيادة الاستهلاك<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Mishkin F et al, op- cit, p834.

<sup>2</sup> Philon D. (2000) : La monnaie et ses mécanismes ,Edition la découverte p100.

تقدير أثر الثروة ليس أمرا سهلا نظرا للأسباب التالية:<sup>1</sup>

- إن الميل الحدي للاستهلاك من الثروة يتغير حسب المميزات العامة للأصل مثل نسبة السيولة، و البيئة المؤسساتية مثل النظام الضريبي.
- توقعات الأعوان فيما يخص سعر الأصل، فإذا كانوا يتوقعون أن يكون التغيير في السعر مؤقت سوف يكون التأثير ضعيف.

### 5- قناة انتقال المعلومات:

التغيير في بعض المتغيرات من طرف السلطات النقدية توضح التوجهات المستقبلية لهذه الأخيرة. تخص هذه القناة تأثير إعلانات البنك المركزي على توقعات الأعوان الاقتصاديين و قراراتهم الاستهلاكية و الاستثمارية. حيث يقوم الأعوان الاقتصاديين بتنبؤاتهم اعتمادا على إعلانات البنك المركزي و انطلاقا من تقديرات هذا الأخير لأهم مؤشرات الاقتصاد مثل الناتج الداخلي الخام و معدل التضخم. ترتكز أهمية هذه القناة على عاملين أساسيين: أثر التوقعات المستقبلية على الوضع الاقتصادي الحالي و قدرة السوق على أن تجعل أي شك حول نوايا السلطات النقدية يتحول إلى عواقب ملموسة.

عادة ما تستعمل السلطات النقدية المتغيرات الممثلة لأهدافها النهائية من أجل توضيح توجهاتها. ابتداء من السبعينات، كانت المجمعات النقدية المتمثلة في الأهداف الوسيطة تلعب دورا إلا أنها أصبحت تتميز بعدم الدقة في الوقت الحالي ما أدى إلى التخلي عنها. تمثل معدلات الفائدة على المدى القصير أهم الأدوات المستعملة حاليا، حيث تمثل التغيرات الطفيفة لها إشارات موجهة للسوق تبين التوجهات الحالية للسلطات النقدية (مكافحة التضخم، تحقيق نمو اقتصادي...).<sup>2</sup>

ملاحظة تأثير هذه الاعلانات أمر صعب، فمن الصعب تمييزه عن الأثر الرجعي Feed back و عن أثر Overshooting Effect، أي ردة فعل من طرف الأعوان الاقتصاديين تكون أكبر من تلك المنتظرة. تظهر ردة فعل الاعوان الاقتصاديين من خلال معدلات الفائدة للمدى الطويل، التي تعبر عن معدل للتنبؤات حول معدلات الفائدة للمدى القصير المستقبلية. فإن رأى الأعوان الاقتصاديين أن أثر السياسة النقدية لن يكون كافيا في المدى القصير و المتوسط فإنهم لن يغيروا من تنبؤاتهم و لن يكون هناك تغيير في معدلات الفائدة للمدى الطويل. في

<sup>1</sup> Gaudroun P, op-cit ,p105.

<sup>2</sup> Philon D.,op-cit, p103-104.

حين أنهم إذا رأوا أن هذه السياسة سوف يكون لها أثر فإن سياسة خفض معدلات الفائدة في المدى القصير قد يتبعها زيادة في المدى الطويل<sup>1</sup>.

### المبحث الثالث: فعالية السياسة النقدية

تحديد السياسة النقدية الأكثر فعالية ليس أمرا واضحا. فبغض النظر عن تغير النتائج الخاصة بفعالية هذه الأخيرة حسب البيئة التي تطبق فيها و مميزات الاقتصاد المعني. فإنه لا يوجد اتفاق ما بين الاقتصاديون فيما يخص فعالية أو حتى في نوع السياسة الي يجب اعتمادها، و هذا بسبب اختلاف وجهات النظر و الفرضيات حول تفسير علاقات الاقتصاد الكلي. سوف نحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى فعالية السياسة النقدية حسب التيارات الاقتصادية المختلفة في المطلب الأول، ثم نتناول وجهات النظر المختلفة حول اتباع سياسة نقدية على شكل قاعدة في المطلب الثاني و أخيرا علاقة السياسة النقدية بالسياسة المالية و الأسواق المالية في المطلب الأخير.

#### المطلب الأول: فعالية السياسة النقدية حسب التيارات الاقتصادية المختلفة

تختلف وجهات النظر حول تأثير التغيرات النقدية على الاقتصاد الكلي، و عرفت نماذج الاقتصاد الكلي المفسرة لتأثير السياسات الاقتصادية بشكل عام و السياسة النقدية على وجه الخصوص عدة تطورات و تغيرات. ما أدى إلى اختلاف النتائج الخاصة بفعالية السياسة النقدية من عدمها مع اختلاف التيار و الفرضيات المعتمدة من أجل شرح العلاقات الاقتصادية.

يعتمد التيار الكلاسيكي على ثلاث فرضيات أساسية هي أولا مرونة الأجور، الأسعار و أسعار الفائدة. ثانيا أن هذه المرونة تسمح بتحقيق التشغيل التام. و أخيرا أن العرض يخلق الطلب الخاص به. حسب هذا التيار لا تؤثر السياسة النقدية على الاقتصاد الحقيقي. بل تؤثر على المتغيرات الاسمية مثل سعر الفائدة، المستوى العام للأسعار و الأجور<sup>2</sup>.

أما فيما يخص التيار الكنزري فإنه يعتمد على أربع فرضيات أساسية هي: أولا لزوجة الأسعار نحو الأسفل و مرونتها نحو الأعلى. ثانيا لا يمكن للأسعار أن تكون مرنة لحد تجعل الأجور الحقيقية لا تتغير، ثالثا الزيادة

<sup>1</sup> Gaudroun P, op-cit , p328.

<sup>2</sup>Kebe S.(1996): The Role of Monetary and Fiscal Policies as Determinants of Economic Activity, Employment, and Price Level in France: A VAR Investigation; A Dissertation Submitted in Partial Fulfillment of the Requirement for the Doctor of Philosophy Degree; Department of Economics in the Graduate School Southern Illinois University at Carbondale; p10.

في الأجور دائما أصغر من الزيادة في الأسعار بسبب الوهم النقدي و أخيرا الطلب هو الذي يحدد العرض. يعتبر عرض النقود عند الكنزيين، و عند النقديين الذين سوف يتم التكلم عنهم لاحقا، متغيرة خارجية. أي أنها لا تتأثر بمتغيرات مثل سعر الفائدة، الأجور و الأسعار، أو بالأحرى أنه لا يوجد متغيرة لها تأثير الكبير على هذه الأخيرة عوض السلطات النقدية. يرى الكنزيون بالتالي أنه يمكن استعمال السياسة النقدية من أجل تحقيق أهداف خاصة بالنتاج، البطالة و الأسعار و تثبيت سعر الفائدة. لكنهم يفضلون الاعتماد على السياسة المالية التي تعتبر أكثر فعالية مقارنة بالسياسة النقدية بالنسبة لهم. و هذا لأن السياسة النقدية تؤثر على الطلب الكلي من خلال أسعار الفائدة لكن هذه الأخيرة تفقد فعاليتها عندما تصل إلى ما يعرف بفخ السيولة<sup>1</sup>.

سمح ظهور منحنى فيليبس بالانتقال من نموذج يكون تحليل الاقتصاد فيه ستاتيكي إلى نموذج يسمح بالتحليل الديناميكي. تم بالتالي تطوير النموذج الكنزي الأساسي، من خلال تطوير منحنى فيليبس في بداية الستينات و اظهار أهمية معدل التضخم في تحديد الدخل الاسمي. يظهر هذا النموذج الذي يلعب فيه تأثير الأجور الاسمية على الأسعار دورا مهما، لأنه في حالة صدمة نقدية دائمة كلما كان ارتفاع الأسعار أكبر من الارتفاع في الدخل الاسمي كلما انخفضت البطالة. في هذا التحليل الفترة الأولى تكون فيها البطالة منخفضة و معدل نمو الدخل الاسمي أكبر من معدل نمو الأسعار. ما يرفع من الدخل الحقيقي و بالتالي البطالة في الفترة الموالية  $t_1$ . يصل معدل التضخم إلى قيمته في المدى الطويل في الفترة  $t_2$ . في الفترة  $t_3$  هناك تناقص في معدل التضخم. بما أن معدل نمو الدخل الاسمي أكبر من هذا الأخير فنهاك زيادة لمعدل البطالة ليعود إلى قيمته الأصلية. مما سبق يظهر أن معدل التضخم و معدل البطالة يتحركان في اتجاهين متعاكسين، ثم يرتفعان معا من الفترة المبدئية  $t_0$  إلى الفترة  $t_1$ ، أما من الفترة  $t_1$  إلى الفترة  $t_3$  و في المدى الطويل فيتجهان في اتجاه معاكس مجددا. تبين هذه التغيرات أن هذا النموذج يسمح بتفسير حالات الركود التضخمي، و نستنتج منه أن صدمة نقدية دائمة تؤثر على معدل التضخم فقط في المدى الطويل و ليس على معدل البطالة. لكن تبقى السياسة النقدية فعالة في المدى القصير. و يمكن خفض من معدل البطالة بتكلفة زيادة تطاير معدل التضخم<sup>2</sup>.

أما فيما يخص فعالية السياسة النقدية في حالة اقتصاد مفتوح فإنها تختلف حسب نظام الصرف المعتمد و مدى تأثير الأجور الاسمية على الأسعار. في حالة سعر صرف مرن و تأثير تام مع افتراض حركة تامة لرؤوس الأموال، فإن أثر سياسة نقدية توسعية يكون على المتغيرات الاسمية فقط و تكون بالتالي غير فعالة في خفض من معدل البطالة بل تؤدي فقط إلى الارتفاع الأسعار. تبحث السلطات النقدية عن توجيه سعر الفائدة من أجل الرفع من الطلب الكلي. يؤدي هذا إلى تدهور في قيمة العملة و في القدرة الشرائية للأفراد ما يظهر في الدخل الاسمي بما أن التأثير تام، فإن الزيادة في سعر الصرف تؤدي إلى زيادة في الأجر الاسمي. زيادة التكاليف نتيجة زيادة الأجر الاسمي تؤدي إلى انتقال منحنى العرض عكس اتجاه انتقال منحنى الطلب. يرتفع

<sup>1</sup>Kebe S, op-cit, p18.

<sup>2</sup>Bec F et al (2000) : Analyse Macroéconomique, Editions la Découverte & Syros, Paris, p88-102.

سعر البيع بسبب ارتفاع التكاليف إلى جانب الزيادة في الطلب. إلا أن هذه الزيادة في الأسعار الموافقة للزيادة في سعر الصرف تخفض من تنافسية السلع المحلية ما يخفف من الطلب على هذه الأخيرة الذي يرجع إلى قيمته لما قبل تطبيق هذه السياسة. من الناحية الأخرى تطبيق نفس السياسة في حالة عدم وجود تأثير مع ثبات باقي الفرضيات يكون له نتائج مختلفة تماما بما أن هذه السياسة تصبح فعالة في خفض معدل البطالة و الرفع في الناتج في المدى القصير. يمكن تفسير هذا بسبب عدم تغير تكاليف الإنتاج و العرض الكلي لأن الأجر الاسمي لم يتبع التغيرات في سعر الصرف و القدرة الشرائية. أما في المدى الطويل فإن المؤسسات ترفع من سعرها عند زيادة الطلب ما يؤثر سلبا على تنافسية السلع المحلية بعد تحسنها. في حالة سعر صرف ثابت من الناحية الأخرى فإن الكتلة النقدية هي التي تتغير من أجل الحفاظ على التوازن في ميزان المدفوعات و مواجهة التغيرات في سوق الصرف. كما هو الحال بالنسبة لحالة سعر الصرف المرن فإنه ليس لسياسة تخفيض قيمة العملة أثر على المتغيرات الحقيقية عندما يكون هناك تأثير تام و تسترجع فعاليتها في خفض معدل البطالة عندما يكون هناك تأثير<sup>1</sup>.

يتفق النقديون مع الكنزيين حول العوامل المؤثرة على الانفاق الكلي، الناتج و الأسعار، و يفترض كلاهما أن عرض النقود متغيرة خارجية. لكن عكس الكنزيون الذين يؤكدون على فعالية السياسة المالية فإن النقديون يؤمنون بقدرة العرض النقدي في اجراء تغيرات مهمة على الأسعار، الناتج و البطالة. يرون بالتالي أنه على العرض النقدي أن يكون الأداة الأساسية للسياسة النقدية. يختلف التيارين أيضا فيما يخص مسألة قنوات تأثير السياسة النقدية، فيعتبر النقديون أن العرض النقدي يؤثر على الانفاق في كل الأسواق بطريقة متزامنة و أن العلاقة بين عرض النقود و كل من الأسعار الناتج و العمالة قوية و مباشرة<sup>2</sup>. من ناحية أخرى فحسب النموذج الكنزي السابق البطالة لا ارادية و الأجر الاسمي يتحدد تدريجيا من فترة للفترة المالية. لكن النقديون لا يوافقون وجهة النظر هذه. حسب هذا التيار ابتعاد معدل البطالة عن معدل البطالة الطبيعي يكون بسبب الخيار الذي يقوم به العمال حسب قيمة الأجر الحقيقي الذي يتوقعونه. بحيث أن عارضي العمل لا يمتلكون المعلومة الخاصة بالأجر الحقيقي لعدم توفرهم على المعلومات اللازمة حول المستوى العام للأسعار، ما أدى إلى ظهور معادلة فيليبس المدعومة بالتوقعات.

أظهرت دراسة فيليبس الأصلية العلاقة السلبية ما بين معدل البطالة و معدل الأجور الاسمية. ربط بعد ذلك العديد من الدراسات معدل البطالة بالأجور الحقيقية و من ثم معدل التضخم كما ذكر سابقا. إلا أن تلك العلاقة لم تسمح بتفسير حالة الركود التضخمي التي تعبر عن حالة يكون فيها كل من معدل التضخم و معدل البطالة مرتفعان، بل تم تفسيره باختلاف ما بين منحني فيليبس في المدى القصير و منحني فيليبس في المدى الطويل بسبب التأخر في الاستجابة للتغيرات الغير المتوقعة في الأجور و في قيمة النقود الاسمية و بالتالي

<sup>1</sup> Bec F et al, op-cit, p206-195.

<sup>2</sup> Kebe S, op-cit, p18-21.

الحقيقية في ظل عدم مرونة سوق العمل. تم تفسير الاختلاف في منحني فيليبس ما بين المدى القصير و المدى الطويل بما يعرف بنظرية معدل البطالة الطبيعي الذي يأخذ بعين الاعتبار العوامل الحقيقية و ليس النقدية مثل مرونة السوق و مدى التنافسية في السوق. و تربط ما بين ابتعاد معدل البطالة عن معدله الطبيعي بابتعاد معدل التضخم عن المعدل المتوقع. ما سمح بظهور منحني فيلبس المدعم بالتوقعات Augmented Philips Curve . و التي يمكن التعبير عنها كالآتي:

$$(\pi_t - \pi_t^e) = -\beta(u_t - u_t^*) + e_t, \beta > 0 \dots (1,8)$$

$\pi_t$  : معدل التضخم.

$\pi_t^e$  : معدل التضخم المتوقع.

$u_t$  : معدل البطالة.

$u_t^*$  : معدل البطالة الطبيعي.

عندما يكون معدل التضخم المتوقع أكبر من معدل التضخم الفعلي فإن هذا يؤدي إلى معدل بطالة أكبر من معدل البطالة الطبيعي في المدى الطويل<sup>1</sup>.

حسب نموذج فريدمان، فإن عدم تناسق المعلومات Information Asymmetry هو الذي يؤدي إلى ظهور المفاضلة ما بين معدل البطالة و التضخم. تم الاعتماد في هذا النموذج على توقعات المتكيفة كما يلي:

$$\pi_t^e - \pi_{t-1}^e = \beta(\pi_{t-1} - \pi_{t-1}^e) \dots (1,9)$$

- لما  $\beta=0$  فإن التوقعات ثابتة  $\pi_t^e = \pi_{t-1}^e$  و بما أن التوقعات لا تتغير فإن السياسات الاقتصادية لها أثر دائم على معدل البطالة.

- لما  $\beta=1$  فإن التوقعات لا تأخذ بعين الاعتبار إلا القيمة السابقة لمعدل التضخم.

- أما لما  $0 < \beta < 1$  فإن  $\beta$  يحدد سرعة تقارب التوقعات و كلما كان  $\beta$  مرتفعا كلما كان تأقلم التوقعات إثر الخطأ سريعا.

كما أنه حسب هذا النموذج النقدي فلا يوجد مفاضلة ما بين معدل البطالة و معدل التضخم في المدى الطويل و ليس للسياسة النقدية أي أثر على معدل البطالة بل يظهر أثر الصدمة النقدية على الأسعار فقط. تأثير صدمة نقدية دائمة له نفس التأثير كما في حالة نموذج كنزي بأجر إسمي محدد مسبقا و تأشير تام على

<sup>1</sup> Akbari.A. D. (2014): Phillips Curve and Monetary Policy Evaluation of an Expectations-Augmented Phillips Curve in Sweden 1997-2011, School of Economics and Management Department of Economics Lund University, p10-14.

المستوى العام للأسعار. تؤدي الزيادة في الطلب نتيجة الزيادة في معدل نمو العرض النقدي إلى خفض من البطالة و هذا طالما كان التزايد في معدل التضخم أكبر من التزايد في التضخم المتوقع. ثم الانخفاض في الطلب الكلي يؤدي إلى ارتفاع في كل من البطالة و التضخم. أما في المدى الطويل فإن الزيادة في الطلب تؤدي إلى زيادة الأسعار لكن هذا الارتفاع متوقع منه فلا يوجد تأثير على الناتج. و يعود معدل البطالة بعد انخفاضه في المدى القصير إلى معدل البطالة الطبيعي<sup>1</sup>.

أما تطبيق سياسة انكماشية فإنه يؤدي إلى تناقص في معدل التضخم و ارتفاع معدل البطالة. و بما أن التناقص في معدل التضخم الفعلي دائما أسرع من التناقص في معدل التضخم المتوقع فمن المستحسن أن تلجأ السلطات النقدية إلى الإعلان عن سياستها من أجل توجيه توقعات الأفراد. حسب فريدمان بما أن السلطات النقدية لا تتوفر لديها كل المعلومات حول الاقتصاد فعلى السياسة النقدية التأكيد على هدف استقرار الأسعار في المدى الطويل مع تفادي التغيرات و الابتعاد الكبير لمعدل البطالة عن معدله الطبيعي، و ليس تصحيح التوجه العام للاقتصاد<sup>2</sup>.

عكس النقديون الذين يعتبرون أن تأثير التغيرات النقدية على التضخم ضعيف و أن التأثير الأساسي يكون على مستوى الناتج. فإن أصحاب مدرسة الدورة الاقتصادية الحقيقية (RBC (Real Business Cycle يرون أن التأثير الأساسي يكون على معدل التضخم و أن التأثير على مستوى الناتج يكون ضعيفا<sup>3</sup>. ظهرت هذه المدرسة في بداية الثمانينات و سمحت بتطوير نموذج (Dynamic Stochastic Gneral Equilibrium DSGE Model) الذي يسمح بتوفير أسس الاقتصاد الجزئي من أجل تفسير علاقات الاقتصاد الكلي. و يؤكد على التغيرات التكنولوجية كأهم عامل مفسر للتغيرات الاقتصادية، و إمكانية تفسيرها دون المتغيرات النقدية. إلا أنه انتقد بسبب اعتماده المفرط على عامل التغيرات التكنولوجية إلى جانب عدم اتفاق النتائج التجريبية الخاصة بهذه النماذج بما تم ملاحظته فيما يخص حيادية النقود.

يعتبر النموذج IS-LM المدعم بمنحنى فيليبس هو النموذج الشائع في الستينات و بداية سبعينات. يعتمد هذا النموذج أساسا على وجهة النظر الكنزوية و اعتبر أن لصدمة الطلب و التعديل التدريجي للأجور و الأسعار دور أساسي في التأثير على تغيرات المدى القصير. لكن له أيضا بعض ميزات التيار الكلاسيكي مثل حيادية النقود في المدى الطويل لذي عرف أيضا على أنه Neo-Classical Synthesis من طرف Samuelson. تم انتقاد هذا النموذج مع ظهور التوقعات الرشيدة في بداية السبعينات و هذا خاصة بسبب نقصه في أسس الاقتصاد الجزئي خاصة فيما يخص منحني فيليبس و ضعفه في تقييم السياسات الاقتصادية، ما يعرف بانتقاد لوكاس. كما أن عدم تمكن سياسات إدارة الطلب من تحقيق التشغيل التام أدى إلى إعادة النظر في هذا النموذج<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Bec F et al, op-cit, p104-109.

<sup>2</sup> Bec F et al, op-cit, p110.

<sup>3</sup> Tao Zha (1997): Identifying Monetary Policy: A Primer, Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review, p26.

<sup>4</sup> Ali Malik H.(2004): Four Essays on the Theory of Monetary Policy, A Thesis Submitted to the School of Graduate Studies In Partial Fulfillment of the Requirements For the Degree of Doctor of Philosophy, McMaster University, Canada, p1-5.

ظهر التيار الكلاسيكي الجديد الذي يعرف أيضا بتيار التوقعات الرشيدة ابتداء من السبعينات عندما انتقد مجموعة من الاقتصاديون أهمهم **Barro et Lucas** التيارين الكنزي و النقدي و اهتموا بالسلوك الرشيد لدى الأفراد. انتقدوا النماذج السابقة لأنها كانت تعتبر أن الأفراد يشكلون توقعاتهم اعتمادا على القيم السابقة ما يعني بالنسبة للكلاسيك الجدد أن الأفراد لا يستعملون في هذه الحالة كل المعلومات المتوفرة من أجل تعظيم منفعتهم. يعتمد هذا التيار على فرضيتين أساسيتين هما أن الأفراد يتميزون بالرشادة و يستعملون كل المعلومات المتوفرة من أجل تشكيل توقعاتهم. و أن كل الأجور و الأسعار مرنة تماما بالنسبة للتوقعات في تغيرات الأسعار. يتم استنتاج من هذه الفرضيات ما يلي: السياسات متوقعة مثل الزيادة المتوقعة في العرض النقدي ليس لها أي تأثير على الناتج و معدل البطالة. السياسات غير المتوقعة مثل الزيادة غير المتوقعة في العرض النقدي لها تأثير على الناتج لكن هذا التأثير له تكلفة. سياسة نقدية توسعية ليس لها أي آثار إيجابية و يمكن أن يكون لها آثار سلبية و تؤدي إلى تناقض في الناتج مرفوق بزيادة في الأسعار. فحسب هذا التيار يمكن للأفراد من خلال ملاحظاتهم من توقع السياسات التي سوف تطبق و آثارها، و في حالة تطبيق سياسة غير متوقعة يؤدي هذا إلى خلل في السلوك الاقتصادي للأفراد. كما أنهم يرون أنه لا يمكن مفاجئة الأفراد في كل حالة لأن هذا يعني تطبيق سياسة عشوائية تماما و غير فعالة.

أما حسب تيار **The Post Keynesian View** فإن التغيرات في الانفاق الكلي ليس لها أثر كبير على الأسعار، الناتج و معدل البطالة. و تكلفة اليد العاملة تتأثر بعوامل سوسيوولوجية و سياسية مثل تأثير عمل الاتحادات النقابية. و بما أن هذه العوامل هي المحدد الرئيسي لمعدل التضخم فإن التأثير على الانفاق الكلي من أجل خفض معدل التضخم لن يكون فعالا و يمكن أن يزيد من معدل البطالة. و يرون أن سياسة الدخل هي أحسن سياسة من أجل مكافحة التضخم. عكس التيارات السابقة يرى هذا التيار أن العرض النقدي هو متغيرة داخلية، و العديد من الاقتصاديين الذين ينتمون لهذا التيار لا يؤيدون اللجوء إلى سياسة نقدية و يرون أن السلطات النقدية مضطرة إلى مواكبة التغيرات في الناتج و الدخل. صحيح أنه يمكن للبنك المركزي أن يتدخل في حالة التوسع الاقتصادي من خلال الرفع من أسعار الفائدة و التأثير بالتالي على العرض النقدي. إلا أن زيادة أسعار الفائدة و انخفاض أسعار الأصول المالية و تدهور حالة محافظ المؤسسات المالية قد يجعل هذه المؤسسات و المؤسسات غير المالية و المقترضين في حالة حرجة، ما قد ينتج عنه أزمة مالية. في هذه الحالة تجد السلطات النقدية نفسها مجبرة على التخفيف من الضغوطات على أسعار الفائدة. من الناحية الأخرى يعبر الاقتصاديون التابعين لهذا التيار أن علاقة السببية تكون من الناتج نحو الكتلة النقدية و ليس العكس. بالتالي فحتى إن كان نمو العرض النقدي يؤدي إلى التضخم فإن عوامل مثل سعر البترول أو الأجور تؤدي إلى زيادة العرض النقدي<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Kebe S, op-cit, p22-34.

يعطي (2001)<sup>1</sup> João Sicsú فكرة عن فعالية السياسة النقدية حسب وجهة نظر بعض الكنزيين الجدد Post Keynesians و وجهة نظرهم المختلفة فيما يخص مصداقية البنك المركزي. يركز هذا المقال على مجموعة فقط من الكنزيين الجدد حيث أنه لا يوجد اتفاق فيما بينهم حول فعالية السياسة النقدية في تأثيرها على المتغيرات الحقيقية في المدى الطويل. في حين يربط أصحاب وجهة النظر التقليدية فكرة مصداقية البنك المركزي بمشكلة التباين الزمني التي يتم تفاديها من خلال تطبيق قاعدة سياسة نقدية تستهدف معدل تضخم يقترب من الصفر. من جهتهم لا يؤمنون الكنزيين الجدد بضرورة التخلي عن مرونة السياسة النقدية من أجل تحقيق مصداقية هذه الأخيرة. و هم يرون أنه من أجل سياسة نقدية فعالة و ذو مصداقية يجب توفر الشروط التالية:

- أن تكون الأهداف واضحة من أجل ألا يكون هناك استعمال متناقض لأدوات السياسة النقدية أو أن يكون هناك تناقض ما بين السياسة النقدية و باقي السياسات الاقتصادية. حيث أن التنسيق ما بين أدوات السياسة النقدية المختلفة و بين هذه الأخيرة و السياسات أخرى أمر ضروري و كلما كانت الأهداف واضحة كلما كان هذا التنسيق أسهل. كما أن الأسواق المالية و المؤسسات ترى أن سياسة النقدية تتميز بهذه الخاصية كسياسة فعالة. ما يجعلهم يتخذون قرارات تتماشى مع الأهداف المسطرة. إن كان التنسيق مع السياسات الأخرى أمر محبوب إلا أنه يجب تفادي تبعية السياسة النقدية لهذه الأخيرة. ففي هذه الحالة يتوقع الأعوان الاقتصاديون زيادة لمعدل التضخم، لأنهم يتوقعون أن السياسات التي تهدف إلى خفض من معدل البطالة تتم عبر ميكانيزمات ترفع من معدل التضخم ما يزيد من حالة عدم اليقين و يعيق الاستثمار و ينتج سياسة ليست ذو مصداقية وغير فعالة.
- استعمال أدوات ملائمة، فهم يفضلون عمليات السوق المفتوحة على معدل إعادة الخصم و الاحتياطي الاجباري، لأنهم يرون أن الأدوات الأخرى لا تسمحان حتما بتمويل الاستثمار بل قد ينتج عن استعمالها زيادة الاحتياطات البنكية. كما أن هذه الأدوات تؤثر على نسبة القروض القصيرة الأجل الممنوحة من طرف البنوك و بالتالي على إنتاجية المؤسسات. أما فيما يخص أداة عمليات السوق المفتوحة فهي تؤثر على معدل الفائدة و على قرارات الاستثمار.
- بعث إشارات واضحة للأسواق المالية و المؤسسات من أجل ردة فعل تكون متناسقة مع أهداف السلطات النقدية. ما لا يتماشى مع وجهة النظر التقليدية التي ترى أنه يجب الغش و مفاجئة الأعوان الاقتصاديين من أجل أن تكون السياسة فعالة. فهم يرون بالعكس أن سياسة غير فعالة و غير ملائمة قد تؤثر على التوقعات المستقبلية للأفراد و يجعل من الصعب تطبيق سياسة فعالة في المستقبل.

<sup>1</sup>João Sicsú (2001): Credible Monetary Policy: A Post Keynesian Approach, Journal of Post Keynesian Economics.

هذه المجموعة من الكنزيون الجدد لا يؤمنون بحيادية النقود بل يرون أن السياسة النقدية قد تكون فعالة في خفض من معدل البطالة و التأثير على المتغيرات الحقيقية في المدى الطويل بشرط تحقق مصداقية هذه الأخيرة بالمفهوم الذي ذكر سابقاً<sup>1</sup>.

عرفت نهاية التسعينيات توجه نحو اتفاق جديد سمح بظهور ما يعرف بالنموذج النيوكلاسيكي الجديد The New Neo-Classical Synthesis Model أو بالنموذج الكنزي الجديد The New Keynesian Model الذي يدمج ما بين الفرضيات الكنزوية و نموذج RBC و يسمح بالتنسيق ما بين النيوكنزيين و تيار RBC اللذان يعتمدان كلاهما على أساس الاقتصاد الجزئي<sup>2</sup>. يعتمد هذا النموذج على التوقعات الرشيدة و لزوجة أو عدم مرونة الأسعار. بحيث يكون للسياسة النقدية آثار مؤقتة على مستوى الناتج في المدى القصير و آثار دائمة على مستوى الأسعار في المدى الطويل<sup>3</sup>. حسب هذا النموذج تجعل لزوجة أو عدم مرونة الأسعار الطلب الكلي محددا مهما للنشاط الاقتصادي في المدى القصير، و للسياسة النقدية تأثير كبير على نشاط الاقتصاد الحقيقي. كما يرون أن على السياسة النقدية تحقيق استقرار الأسعار من أجل الحفاظ على الناتج عند مستوى الناتج الكامن. يطالبون من الناحية الأخرى باستهداف معدل تضخم يقترب من الصفر، و يعتبرون أن سياسة استهداف تضخم فعالة تعتمد على مصداقية السياسة النقدية و التزام السلطات النقدية بتحقيق أهدافها<sup>4</sup>. بالتالي فحسب التوافق الجديد فإن التضخم في المدى الطويل يتحدد بالفائض في الطلب، أما صدمات العرض فهي عشوائية يميل متوسطها نحو الصفر و لها أثر دائم على معدل التضخم. كما أنه هناك اتفاق حول فعالية سعر الفائدة كأداة للسياسة النقدية، حيث يسمح هذا الأخير بالتأثير على سعر الفائدة الحقيقي عبر التوقعات التضخمية. يبين المنحنى (5,1) تأثير سياسة نقدية انكماشية تهدف إلى خفض من معدل التضخم حيث يتدخل البنك المركزي بالرفع من معدل الفائدة الاسمي ما يؤدي إلى<sup>5</sup>:

1- ارتفاع معدل الفائدة الحقيقي و الحفاظ من معدل التضخم.

2- بما أنه هناك مفاضلة ما بين معدل التضخم و الناتج في المدى القصير حسب معادلة فيليبس،

فإن ارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى خفض من الناتج و الطلب الكلي ما يعبر عنه بالانتقال

على مستوى منحنى PC من النقطة B إلى النقطة C.

<sup>1</sup> João Sicsú, op-cit, p672-681.

<sup>2</sup> Goodfriend M and Robert G. King (1997): The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy, NBER Macroeconomics Annual, p255-256.

<sup>3</sup> ALI MALIK H, op-cit, p1-5.

<sup>4</sup> Goodfriend M and Robert G. King, op-cit, p255-280.

<sup>5</sup> Marius-Corneliu Marinaş, Two Different Views On Monetary Policy Impact: The New Consensus and Post-Keynesian Economics, Academy of Economic Studies, Bucharest, p1-2.

3- انخفاض الناتج يؤدي إلى ظهور فجوة انكماشية ( تم افتراض أن الاقتصاد كان مبدئياً عند مستوى التشغيل الكامل) ما يؤدي إلى انخفاض في التضخم المتوقع. ما يؤدي إلى انتقال منحنى فيليبس إلى الأسفل.

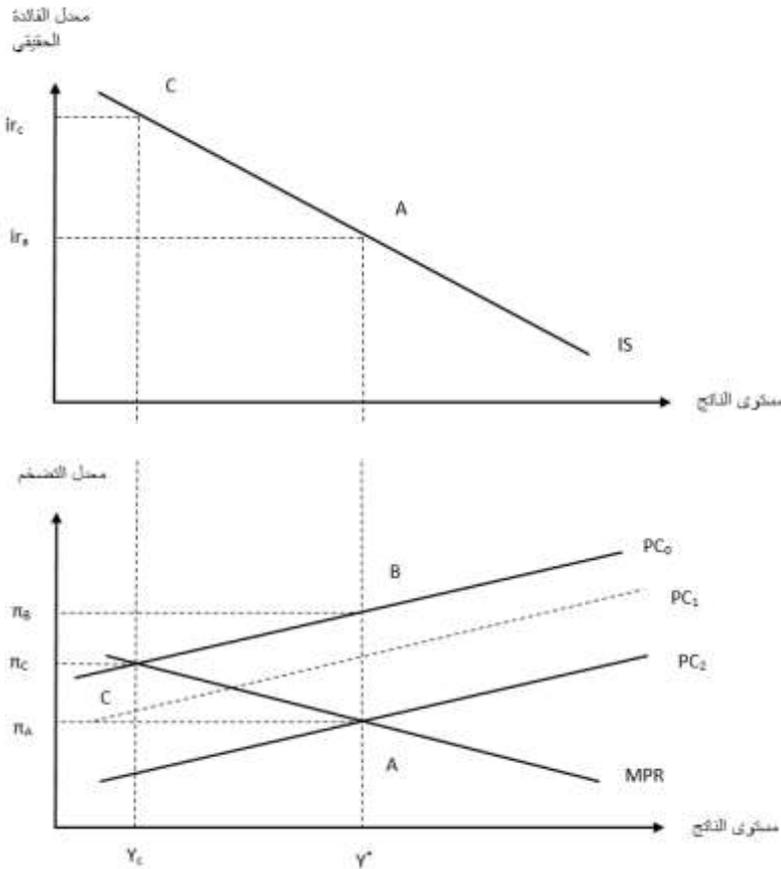
$$\Delta\pi = \beta\Delta Y$$

$$\pi - \pi^e = \beta(Y - Y^*)$$

$$\pi_t^e = \beta(Y_t - Y^*) + \pi_t \dots (1,10)$$

4- يؤدي انخفاض معدل التضخم إلى انخفاض معدل الفائدة الاسمي، لأن السلطات النقدية تستجيب إلى التغيرات في الناتج و معدل التضخم عبر منحنى القاعدة النقدية MPR. حيث يعبر MPR عن معدل الفائدة الاسمي الذي تختاره السلطات النقدية استجابة للتغيرات في الناتج و معدل التضخم و ابتعادهما عن القيم المستهدفة. ما يعبر عنه بانتقال من C إلى A على مستوى منحنى MPR.

الشكل (5,1): أثر الزيادة في عرض النقود في المدى القصير و في المدى الطويل.



المصدر: Marius-Corneliu Marinaş, Two Different Views On Monetary Policy Impact: The New Consensus and Post-Keynesian Economics, Academy of Economic Studies, Bucharest,p2.

حسب مؤيدي وجهة النظر هذه و هذا الاتفاق، و حسب النموذج المقترح من طرف McCallum

(2001):<sup>1</sup>

- النقود حيادية في المدى الطويل و لا يوجد مفاضلة ما بين التضخم و خفض معدل البطالة.
- تؤدي صدمات السياسات الاقتصادية إلى تغيير في الطلب الكلي و ابتعاد الناتج عن مستوى الناتج الكامن.
- للتوقعات التضخمية تأثير كبير على معدل التضخم، ما يؤدي إلى انتقال منحني فليبس في المدى القصير و التأثير بالتالي على الناتج و معدل التضخم ما يدفع السلطات النقدية إلى الاستجابة إلى هذه التغيرات.
- سعر الفائدة متغيرة خارجية بالنسبة لعرض النقود و متغيرة داخلية بالنسبة لمعدل التضخم و الناتج ما يبين الاختلاف مع تحليل السوق النقدية في النموذج IS-LM.

إلا أنه وجهت بعض الانتقادات من طرف The Pot-Keynesian لهذا الاتفاق الذي يعرف بوجهة النظر

التقليدية :

- العلاقة ما بين معدل الفائدة و الاستثمار ليست خطية. فانه لا يكون هناك حتما تأثير على معدل فائدة المدى الطويل، و بالتالي على الاقتصاد الحقيقي. كما أن العلاقة السلبية ما بين معدل الفائدة و الاستثمار ليست دائما محققة وقد تصبح أداة سعر الفائدة غير فعالة عندما يكون الاقتصاد في حالة مصيدة السيولة.
- لا يوجد حيادية النقود في المدى الطويل و إنه يمكن أن يكون للتغير في الطلب الكلي تأثير على البطالة و النمو في المدى الطويل. يرى بعض الكنزيين أنه لا يوجد حتى مفاضلة ما بين التضخم و البطالة في المدى القصير لأنهم يعتبرون أن منحني العرض الكلي يكون أفقي في المدى القصير.
- تأثير السياسة النقدية يكون بفترات تأخير، و السلطات النقدية لا تتمكن دائما بتقدير معدل التضخم بفعالية، كما أن الزيادة في معدل التضخم قد تكون من جانب التكاليف الذي ليس للسلطات النقدية تأثير كبير عليه.

يرى البعض أنه لا توجد حتما علاقة موجبة ما بين معدل التضخم و الناتج و أن التغير في هذا الأخير لا يؤدي إلى ضغوطات تضخمية إلا عند مستويات مرتفعة لها و التي تقترب من مستوى التشغيل الكامل. من

<sup>1</sup> Marius-Corneliu Marinaş, op-cit, p3.

الناحية الثانية فإن معدل التضخم لا ينخفض إلا عند مستويات منخفضة جداً لمستوى الناتج. حسب هذا النموذج فإنه يمكن تطبيق سياسة نقدية توسعية دون أي أثر سلبي على معدل التضخم إن كان الناتج تحت مستوى التشغيل الكامل. كما أن تطبيق سياسة نقدية انكماشية غير ضروري و قد يؤدي إلى خسارة كبيرة في معدل النمو<sup>1</sup>.

انتقد النموذج IS-LM أولاً لعدة أسباب من بينها عدم مرونة الأسعار فأتى، النموذج AS-AD ليصحح هذه النقائص. ثم انتقد هذا الأخير بدوره لعدة أسباب من بينها عدم ظهور معدل التضخم في النموذج و هذا رغم أهميته الواضحة بالنسبة للسياسات النقدية الحالية. أدت هذه الانتقادات إلى ظهور الاتفاق الجديد لنموذج الاقتصاد الكلي الذي ذكر سابقاً<sup>2</sup>. يعرض **David Romer (2000)** نموذجاً بديلاً للنموذج AS-AD الذي انتقده لمجموعة من الأسباب من بينها أنه لا يوجد لديه أساس الاقتصاد الجزئي، لا يؤخذ التوقعات بعين الاعتبار و أنه لا يتوافق مع سلوك البنوك المركزية حالياً و هذا حتى إن كان هذا الأخير أداة فعالة من أجل فهم و عرض التغيرات في السياسات الاقتصادية بشكل مبسط. يؤكد **Romer** على أن النموذج الذي يقترحه أقرب إلى الواقع. تتمثل فرضيته الأساسية في أن البنك المركزي يتبع قاعدة لسعر الفائدة الحقيقي و ليس العرض النقدي، بل أنه يتحكم في هذا الأخير من أجل توجيه سعر الفائدة الحقيقي. من بين الدراسات التي اهتمت بفعالية السياسات الاقتصادية في ظل هذا النموذج دراسة **Seyed Ehsan Alavi et al (2016)**<sup>4</sup> الذين درسوا فعالية كل من السياسة النقدية و السياسة المالية في إيران باستعمال نموذج IS-MP-AS المقترح من طرف **Romer** كبديل للنموذج IS-LM-AS، بحيث أظهرت النتائج فعالية السياسة النقدية.

### المطلب الثاني: فعالية السياسة النقدية على شكل قاعدة

تم تقسيم هذا المطلب إلى جزئيين. خصص الجزء الأول لتحديد مفهوم السياسة النقدية على شكل قاعدة و الجزء الثاني يهتم بفعالية هذه الأخيرة من خلال تبين حجج كل من مؤيدي و معارضي تطبيقها.

<sup>1</sup> Marius-Corneliu Marinaş, op-cit,p4-5.

<sup>2</sup> Goux J-F. (2012): Peut-on se passer de IS-LM-FE ?, Développements récents en économie et finances internationales, p180-183.

<sup>3</sup> Romer D. (2000): Keynesian Macroeconomics without the LM Curve, Journal of Economic Perspectives, N°2.

<sup>4</sup> Seyed Ehsan Alavi et al (2016): An Analysis of the efficiency of the monetary and fiscal policies in Iran economy using IS – MP – AS model, Procedia Economics and Finance.

## 1- مفهوم السياسة النقدية على شكل قاعدة:

يقصد بسياسة على شكل قاعدة تلك السياسة التي يقوم فيها البنك المركزي بالإعلان عن توجهاته و الإجراءات التي سوف يتخذها حسب مختلف السيناريوهات مسبقاً، في حين أنه يحدد سياسته حسب التغيرات في النشاط الاقتصادي عندما لا يكون مقيداً بسياسة على شكل قاعدة. قد تكون القاعدة التي تعتمد عليها السياسة النقدية نشيطة أم لا. القاعدة التي تنص على زيادة ثابتة لنمو العرض النقدي مثلاً هي قاعدة غير نشيطة، في حين تعتبر قاعدة لنمو العرض النقدي تأخذ بعين الاعتبار التطور في معدل البطالة قاعدة نشيطة. تختلف درجة تعقد القواعد النقدية و عدد المتغيرات التي يتم ادراجها لكن يتم التعبير على قنوات انتقال السياسة النقدية دائماً بنفس الطريقة<sup>1</sup>. عادة ما تكون القاعدة المثلى معقدة لأنها تحتوي على جميع المتغيرات التي تأثر على المتغيرات الهدف. إلا أن للقواعد البسيطة مجموعة من الجوانب الإيجابية لأنها تسمح بإيصال إشارات واضحة للأعوان الاقتصاديين و تعزيز مصداقية البنك المركزي<sup>2</sup>.

يرى العديد من الاقتصاديون على رأسهم فريدمان أنه يجب إتباع سياسة نقدية تتمثل في تحقيق معدل ثابت لنمو الكتلة النقدية و عدم الاهتمام بتحقيق الاستقرار الاقتصادي. إلا أن مؤشرات النقدية التي يمكن للبنك المركزي أن يؤثر عليها مباشرة مثل القاعدة النقدية ليس لها علاقة مباشرة بالطلب الكلي. أما فيما يخص المؤشرات التي لها علاقة أقوى بالطلب الكلي مثل M2 فإنه يصعب على البنك المركزي التحكم فيها. هذا إلى جانب ضعف العلاقة بين المؤشرات النقدية و الطلب الكلي في العديد من الدول. أفضل مثال على ذلك هو حالة اقتصاد المملكة المتحدة الذي عرف فيه تطبيق هذه السياسة فشلاً كبيراً، ما تم تفسيره بما يعرف بقانون Goodhart الذي ينص على أن العلاقات الإحصائية تتلاشى مع الوقت إن كانت هناك محاولة للتحكم فيها. بالتالي فإن التدخل من أجل استغلال العلاقة بين M3 و التضخم من أجل التأثير على هذا الأخير أدى إلى تغيير سلوك الأعوان الاقتصاديين و تدهور هذه العلاقة. أدت هذه العوائق إلى انتقال العديد من البنوك المركزية إلى استهداف معدل الفائدة الاسمي للمدى القصير<sup>3</sup>. لعل أشهر قواعد سعر الفائدة التي تبحث عن تفسير سلوك البنك المركزي هي قاعدة تايلور. قام J.Taylor باقتراح قاعدته المشهورة في 1993 يكون معدل الفائدة الاسمي للمدى القصير حسبها دالة معدل الفائدة التوازني، الفرق بين معدل التضخم و معدل التضخم المستهدف و الفرق بين الإنتاج الحقيقي و الإنتاج الكامن.

$$i_t = i^* + \alpha(\pi_t - \pi^*) + \beta(y_t - y^*) \dots (1,11)$$

<sup>1</sup> Mankiw N.G. (2009), op-cit, p453.

<sup>2</sup> Gaudroun P, op-cit, p340.

<sup>3</sup> Romer D, op-cit, p543.

$$i^* = r^* + \pi^* \dots (1,12)$$

$i_t$  يمثل معدل الفائدة المستهدف،  $i^*$  معدل الفائدة التوازني،  $r^*$  معدل الفائدة الحقيقي،  $(\pi_t - \pi^*)$  الفجوة التضخمية،  $(y_t - y^*)$  فجوة الناتج.  $\alpha$  و  $\beta > 0$  تقيس مدى استجابة السياسة النقدية لانحراف معدل التضخم و الإنتاج.

قام العديد من الاقتصاديين بتقديم إضافات لهذه القاعدة. من بين هذه الإضافات ادراج متغيرة معدل الفائدة المؤخر من أجل خفض من تطاير الإنتاج، معدل التضخم و معدل الفائدة. أو إضافة متغيرة سعر الصرف أو التنبؤ بمعدل التضخم (أو التضخم المتوقع)<sup>1</sup>.

هناك نوع آخر من القواعد التي يمكن الاعتماد عليها و التي تخص استهداف الناتج الداخلي الخام الاسمي. يتدخل البنك المركزي من أجل التغيير من العرض النقدي و التأثير على الطلب الكلي و الحفاظ على هدفها للناتج الداخلي الخام الاسمي الذي يتم الإعلان عليه مسبقا. عكس القواعد المستوحاة من قاعدة فريدمان تسمح هذه القواعد بالتأقلم في حالة التغير في سرعة تداول النقود ما يؤدي حسب العديد من الاقتصاديين إلى استقرار أكبر في الناتج و الأسعار<sup>2</sup>. تتمثل قاعدة **McCallum** التي تخص القاعدة النقدية في تعديل البنك المركزي للنقود المركزية على حسب ابتعاد معدل نمو الناتج الداخلي الخام الاسمي عن هدفه و استجابة للتنبؤ في التغيرات في سرعة تداول القاعدة النقدية. المشكل مع هذه القاعدة هو أن استهداف الناتج الداخلي الخام قد يؤدي على التباس حول توجهات السلطات النقدية و أن استعمال القاعدة النقدية قد يؤدي إلى زيادة تطاير معدل فائدة المدى القصير<sup>3</sup>.

كل القواعد السابقة تستهدف متغيرات اسمية، حيث أنه لا ينصح الاقتصاديين باستهداف متغيرات حقيقية مثل الناتج الحقيقي أو معدل البطالة، ففي الحالة الثانية مثلا استهداف معدل بطالة تحت معدل البطالة الطبيعي يؤدي إلى تسارع في معدل التضخم و استهداف معدل بطالة فوق المعدل الطبيعي إلى التسارع في التناقص في الأسعار.

أخيرا قامت العديد من البنوك المركزية بالتوجه إلى سياسة استهداف التضخم، أين يبحث البنك المركزي على تحقيق هدف المسطر مسبقا لمعدل التضخم عن طريق التغيير من العرض النقدي. يسمح هذا النوع من القواعد مثل النوع السابق بمواجهة مشكل التغير في سرعة تداول النقود إضافة إلى كون هدف استقرار معدل التضخم يفهم بسهولة أكبر من طرف الأفراد<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Gaudroun P, op-cit, p341.

<sup>2</sup> Mankiw N.G. (2009), op-cit, p457.

<sup>3</sup> Gaudroun P, op-cit, p341.

<sup>4</sup> Mankiw N.G. (2009), op-cit, p457.

## 2- فعالية السياسة النقدية على شكل قاعدة:

يتفق الاقتصاديون عموماً سواء كانوا كلاسيك أم كنزيون على حيادية النقود في المدى الطويل و بالتالي على ضرورة التأكيد على هدف استقرار الأسعار. في حين أنهم لا يتفقون حول تأثير هذه الأخيرة على المتغيرات الحقيقية في المدى القصير. لا يوجد اتفاق ما بين الاقتصاديين حول ما إذا يجب على متخذي القرار التدخل من جراء سياسة نقدية ملائمة و تصحيح التوجه العام للاقتصاد. يرى البعض مثل الكنزيون أن هذا التدخل ضروري من أجل تحقيق استقرار الاقتصاد و تقادي الازمات الاقتصادية، في حين يرى البعض الآخر مثل ميلتون فريدمان أن قدرات متخذي القرار محدودة بل أن هذا التدخل قد يكون له آثار سلبية، و أن الحالة الطبيعية للاقتصاد هي حالة الاستقرار و أنه يجب تقادي المساس بهذا الاستقرار<sup>1</sup>. يعتمد مؤيدي اتباع سياسة نقدية غير معلنة أو سياسة نشيطة (أي السياسة التي ليست على شكل قاعدة) على مجموعة من الحجج تنحصر عموماً فيما يلي<sup>2</sup>:

- تعطي سياسة نشيطة للبنك المركزي حرية أكبر من أجل التدخل حسب التغيرات في المؤشرات الاقتصادية.
  - ليس هناك اتفاق حول الشكل الأمثل للقاعدة التي يجب على السياسة النقدية اتباعها رغم الدراسات العديدة التي أجريت في هذا المجال.
  - هناك خطر التأثير السياسي على قرارات البنك المركزي لكنه ليس حتمي.
  - لا يمكن لأي قاعدة أخذ كل الصعوبات و الأزمات التي قد يواجهها الاقتصاد بعين الاعتبار.
  - تم مشاهدة حالات لفعالية السياسة النقدية لم تتبع أية قاعدة، مثل ما هو الحال بالنسبة للاقتصاد الأمريكي أين تمكن النظام الفيدرالي من الحفاظ على معدل تضخم منخفض.
- من الناحية الأخرى يرى مؤيدو اتباع السياسة النقدية على شكل قاعدة أنه يجب تقييد السلطات النقدية من أجل سياسة أكثر فعالية لعدة أسباب. تنحصر أهمها فيما يلي:
- تأثير التغيرات في عرض النقود على الاقتصاد الحقيقي مؤقتة و تأثير هذه الأخيرة في المدى الطويل يكون أساساً على المستوى العام للأسعار.
  - مجال تأثير السياسة النقدية في المدى القصير ضعيف. إذ يتحصل البنك المركزي على المعلومات الخاصة بالاقتصاد بتأخر، بالتالي لا يمكنه تحديد ما إذا كان الاقتصاد في حالة انتعاش أم في حالة انكماش بدقة. من جهة أخرى فإنه من الصعب تحديد الفترة التي تأخذها السياسة النقدية من أجل التأثير على الاقتصاد و مدى تأثيرها. كما يؤكد فريدمان على أن هذه الفترات ليست طويلة فحسب بل أنها

<sup>1</sup> Mankiw N.G. (2009), op-cit, p446.

<sup>2</sup> Abel A.B and Bernanke B.S, op-cit, p544.

متغيرة و ليست ثابتة<sup>1</sup>. يعني هذا التأخر أن السياسة الهادفة إلى تحقيق الاستقرار في بداية الأمر قد تؤدي في نهاية الحال إلى حالة عدم الاستقرار. كما أن بعض الاختلالات و الاضطرابات قد تكون مؤقتة، و الاستجابة إلى انخفاض مؤقت في النشاط الاقتصادي قد يؤدي إلى ظهور آثار السياسة التوسعية في فترة يكون فيها الاقتصاد بدأ في الانتعاش أي تجاوز القيم المتوقعة و ارتفاع لمعدل التضخم. تقسم فترات التأخير هذه إلى نوعين: فترات التأخير من أجل تطبيق السياسة الملائمة بعد فهم و تحليل الوضع الاقتصادي و التي تعرف بفترات التأخير الداخلية، و فترات التأخير اللازمة من أجل ظهور آثار هذه السياسة و التي تعرف بفترات التأخير الخارجية. تعتبر فترات التأخير الداخلية الخاصة بالسياسة النقدية أقصر بكثير نسبة لفترات التأخير الخاصة بالسياسة المالية بما أن السلطات النقدية تتحلّى بمرونة أكبر في اتخاذ قراراتها، أما فيما يخص فترات التأخير الخارجية فإنها طويلة نسبياً في حالة السياسة النقدية و هذا لأن الأدوات المتاحة لدى السلطات النقدية ليس لها تأثير مباشر على أهدافها النهائية بل تمر عبر قنوات انتقال.

- صعوبة التنبؤ: وجود فترات تأخير لظهور أثر السياسات الاقتصادية يبين ضرورة التنبؤ بحالة الاقتصاد المستقبلية. عادة ما يتم اللجوء من أجل القيام بهذه التنبؤات إلى النماذج الاقتصادية التي دقة تنبؤاتها مرهونة بمدى صحة الفرضيات الخاصة ببناء النموذج و المتغيرات الخارجية. كما يمكن الاعتماد على بعض المؤشرات التي تعرف بـ Leading Indicators و التي تغيراتها تعطي فكرة على توجه الاقتصاد على العموم<sup>2</sup>. يرى بعض الاقتصاديين أن التنبؤات التي يتم الاعتماد عليها من أجل تحديد توجهات السياسة النقدية التي لا تكون على شكل قاعدة غير موثوقة مهما كانت طريقة التقدير، و أن هذا النوع من السياسة النقدية يؤدي حتماً إلى حالة عدم استقرار الاقتصاد الكلي و تزايد في حالة عدم اليقين. من بين الدراسات في هذا المجال الدراسة التي قام بها (1993)<sup>3</sup> Karl Brunner and Allan H. Meltzer التي تتمثل في دراسة مقارنة بين القواعد النقدية، السياسات النقدية التي ليست على شكل قاعدة و التي تعتمد على التنبؤات، القواعد التي تستهدف معدل نمو GNP بالاعتماد على التنبؤات، القواعد التي تعتمد على مشاهدات سابقة و قواعد سعر الصرف الثابت و المرن. أظهرت النتائج أن اتباع قواعد النقدية تعتمد على المشاهدات السابقة و الاعتماد على نظام صرف مرن يقلل من حالة عدم اليقين.
- انتقاد لوكاس: الذي أكد على أهمية توقعات الأعوان الاقتصاديين الذين يتخذون قراراتهم طبقاً للتغيرات في السياسات الاقتصادية، كما أنه يرى أنه على الاقتصاديين أن يكونوا حذرين عند تقديم إرشادات أو

<sup>1</sup> Abel A.B and Bernanke B.S, op-cit, p522-527.

<sup>2</sup> Mankiw N.G. (2009), op-cit, p446.

<sup>3</sup> Brunner K and Meltzer A.H. (1993): Money and the Economy: Issues in monetary Analysis, Edited by Giovanna Nicodano, p189-223.

نصائح فيما يخص السياسات التي يجب اتباعها بما أن الاقتصاد علم جديد نسبيا و أنهم لا يمتلكون كل المعلومات المتعلقة بسير الاقتصاد و سلوك الأعوان الاقتصاديين.

أخيرا تعتبر أهم حجة لاعتماد سياسة نقدية على شكل قاعدة إلى جانب الأسباب المذكورة سابقا تلك التي تخص استقلالية و مصداقية البنك المركزي و مشكلة عدم التناسق الديناميكي Dynamic-Inconsistency Problem. هناك جانب آخر يدفع إلى التوجه نحو السياسة على شكل قاعدة و هذا حتى إن كان البنك المركزي على دراية تامة بقنوات انتقال السياسة النقدية و هي أن هذه السياسة تحسن من مصداقية البنك المركزي. تظهر علاقة مصداقية البنك المركزي بنوع السياسة النقدية بافتراض حالة الاقتصاد عند التوازن، مع كل من معدل التضخم و معدل نمو العرض النقدي مستقران و متساويان، و أن البنك المركزي يبحث عن القضاء على التضخم دون الزيادة في معدل البطالة. فيعلن هذا الأخير عن ارادته في تثبيت العرض النقدي إذا قامت المؤسسات بتثبيت الأسعار و عدم رفعها. في هذه الحالة لا يتغير عرض النقود الحقيقي و يبقى الاقتصاد عند مستوى التشغيل الكامل (عدم انتقال منحنى LM الخاص بالتوازن في السوق النقدية)، أما في حالة زيادة الأسعار من طرف المؤسسات فإن البنك المركزي سوف يبقي عرض النقود ثابتا ما يؤدي إلى انتقال منحنى LM نحو الأعلى و انخفاض عرض النقود الحقيقي ما يؤدي إلى ارتفاع معدل البطالة إلى جانب ارتفاع الأسعار. إلا أن إمكانية تثبيت عرض النقود من طرف البنك المركزي غير واقعية بما أن هذا الأخير يبحث عن تجنب حالة الركود. بالتالي فإن المؤسسات لن تتأثر بهذا التهديد و سوف تزيد في الأسعار. كما أن البنك المركزي يبحث عن خفض من معدل البطالة أي أنه قد يبحث عن رفع العرض النقدي حتى إن قامت المؤسسات بتثبيت الأسعار.

استقلالية البنك المركزي لا يمكنها أن تكون تامة و هناك دائما خطر أن يكون هناك تأثير من طرف السلطات السياسية<sup>1</sup>. تم التطرق لأول مرة<sup>2</sup> إلى مسألة استقلالية البنك المركزي في الدراسة النظرية ل **Kydland and Prescott**<sup>3</sup> (1977). تم التوصل من خلال هذه الدراسة إلى نتيجة أنه من الأفضل الاعتماد على سياسة نقدية على شكل قاعدة لأن الأفراد يعتمدون عند اتخاذ قراراتهم على توقعاتهم حول السياسة النقدية التي سوف يتبعها البنك المركزي. أظهرت هذه الدراسة أيضا أن اتباع سياسة نقدية ليست على شكل قاعدة قد يؤدي إلى نتائج ملائمة لكنها ليست أمثلية، و قد تؤدي إلى حالة عدم الاستقرار الاقتصادي. يتم اقتراح اعتماد قواعد نقدية

<sup>1</sup> Mankiw N.G. (2009), op-cit, p452-454.

<sup>2</sup> Zouhair Chrigui et al (2011): Central Bank independence and inflation: Evidence from emerging countries, Journal of Policy Modeling, p454.

<sup>3</sup> Kydland F.E and Prescott E.C (1977): Rules Rather than Discretion: the inconsistency of Optimal Plans, The Journal of Political Economy.

بسيطة من أجل أن يكون ابتعاد البنك المركزي عن الهدف المسطر أكثر وضوحاً كما يتم اقتراح الابتعاد عن هذه القاعدة في الحالات طارئة فقط.

تتعلق مسألة استقلالية البنك المركزي بمشكلة عدم التناسق الديناميكي، قد يظهر في بادئ الأمر أن السياسة النقدية غير المعلنة (أي ليست على شكل قاعدة) أحسن أو أكثر فعالية من السياسة على شكل قاعدة بما أن هذه الأخيرة أكثر مرونة وتعطي حرية أكبر للسلطات النقدية من أجل مواجهة التغيرات والأزمات التي قد يعرفها الاقتصاد. إلا أن اتباع سياسة غير معلنة قد يؤدي إلى ظهور مشكل ما يعرف بمشكلة عدم التناسق الديناميكي. يقصد بمشكلة عدم التناسق الديناميكي عدم توافق الأهداف في المدى القصير مع الأهداف في المدى الطويل<sup>1</sup>. قد يكون متخذي القرار انتهازيين و يبحثون عن تطبيق سياسة ترضي الرأي العام في فترة الانتخابات على حساب صحة الاقتصاد في المدى الطويل. هذا إلى جانب عدم امتلاك السياسيين المعلومات الكافية من أجل اتخاذ القرارات اللازمة وقد يتجهون نحو تقديم حلول بسيطة يفهمها الرأي العام لمشاكل معقدة. سياسة نقدية غير معلنة توسعية قد لا تؤدي إلى النتائج المرغوبة بسبب توقعات الأعوان الذين يؤخذون بعين الاعتبار الارتفاع في الأسعار الناجم هذه السياسة.

من الحلول المقترحة من أجل مواجهة هذا المشكل هو اجبار السلطات النقدية على التخلي على إمكانية التحكم في السياسة النقدية. إلا أنه في ظل الحجج التي ذكرت سابقاً والتي منها عدم وجود أية قاعدة تتمكن من أخذ بعين الاعتبار كل الحالات والأزمات التي قد يعرفها الاقتصاد، إلى جانب تسجيل معدلات تضخم منخفضة في عدة حالات في ظل تطبيق سياسة نقدية غير مقيدة. فإن هذا يوحي إلى أنه يمكن تفادي مشكلة عدم التناسق الديناميكي دون تطبيق سياسة نقدية على شكل قاعدة. في هذا السياق يجدر الإشارة إلى مجموعة من التقنيات الأخرى التي يمكن اللجوء إليها من أجل تفادي هذا المشكل، ألا وهي:

- الاعتماد على السمعة من أجل توجيه توقعات الأعوان بفعالية أكبر. فإن تصرفات وقرارات التي يتخذها متخذ القرار تعطي معلومات للأعوان الاقتصاديين حول توجهاته، ميوله نحو تحقيقه معدل تضخم منخفض أم تحقيق نمو أو مدى اهتمامه بتكاليف عدم الوفاء بالعهد و اتباع السياسة التي يتم النص عليها إلى غير ذلك.
- اختيار متخذي قرار لهم ميول نحو مكافحة التضخم، ما يدفع الأعوان الاقتصاديين من خفض من توقعاتهم التضخمية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Mishkin F et al, op-cit, p665.

<sup>2</sup> Romer D, op-cit , p558.

لا يؤمن النقديون بقدرة البنك المركزي على الالتزام بقراراته و هم أول من نادى بالاعتماد على سياسة نقدية على شكل قاعدة على رأسهم ميلتون فريدمان، فهم ينادون بإجبار البنك المركزي على اتباع مجموعة من القواعد ميكانيكية و نشرها للرأي العام. كما يرون أن هذه القاعدة يجب أن تكون بسيطة لا تحتوي على الكثير من الشروط و أن تخص متغيرة يمكن أن يتحكم فيها البنك المركزي. عادة ما تتمثل هذه المتغيرة في عرض النقود<sup>1</sup>. يرى ميلتون فريدمان أن قاعدة تحديد معدل نمو ثابت للكتلة النقدية هي أحسن خيار، و هذا لسهولة التحكم في عرض النقود من طرف البنك المركزي. تسمح هذه السياسة بالخفض من التقلبات في الدورة الاقتصادية بأكثر فعالية من السياسة النقدية غير المعلنة. أما فيما يخص كيفية الانتقال من سياسة إلى أخرى فإنه يرى أن هذا الانتقال يجب أن يكون تدريجياً، و يطالب بفترة انتقالية يقوم فيها البنك المركزي بخفض معدل نمو النقود إلى أن يصل إلى معدل نمو يتماشى مع معدل تضخم يقترب من الصفر. عند الوصول إلى هذا المعدل على البنك المركزي أن يتفادى الانحراف من هذا المسار حتى و إن كان هذا الأخير يرى إمكانية التدخل في حالة الأزمات الاقتصادية الكبيرة.

### المطلب الثالث: علاقة السياسة النقدية بالسياسة المالية و بالسوق المالية.

عادة ما تكون المعلومات الخاصة بفعالية أدوات السياسة النقدية و قنوات انتقال هذه الأخيرة غير كاف، بما أن فعاليتها تتأثر أيضاً بعوامل خارجية مثل القرارات الخاصة بالسياسة المالية و التطورات في السوق المالية.

#### 1- السياسة النقدية و السياسة المالية:

تظهر أهمية التنسيق ما بين السياسة النقدية و السياسة المالية من خلال آثار هذه الأخيرة على الاستقرار الاقتصادي و الأسعار. ما يجعلها تؤثر على المناخ الذي تطبق فيه السياسة النقدية. حيث أن الاقتطاعات الضريبية و الإعانات في ظل السياسة المالية تعيد تشكيل و تؤدي إلى تغيرات في الدخل المتاح لدى الأفراد في المدى القصير. أما في المدى الطويل فإن للسياسة المالية أثر على قدرة الحكومة على تسديد ديونها و على النمو الاقتصادي<sup>2</sup>.

يعتبر الإصدار النقدي إجراء تضخيميا و عادة ما يتم تفضيل إصدار السندات من أجل التمويل<sup>3</sup>. للسندات الحكومية أهمية كبيرة في السوق لأنها تتحمل خطر أقل من سندات القطاع الخاص، كما أن العائد الخاص بها

<sup>1</sup> Abel A.B and Bernanke B.S, op-cit, p550-553.

<sup>2</sup> Gaudroun P, op-cit, p350.

<sup>3</sup> Shoman J and Wide A, op-cit, p575.

يعتبر كمرجع لتحديد سعر باقي الأدوات. يسمح سوق سندات متطور بتمويل العجز في الميزانية دون آثار تضخمية، إلا أن هذا الاجراء قد يؤدي بدوره إلى مزاحمة القطاع الخاص في الإقراض و الاستثمار بما أنه على الحكومة اقتراح أسعار فائدة أكبر من أجل بيع سنداتها. من الناحية الثانية فإن اللجوء إلى الاستدانة قد يؤدي إلى عرقلة السياسة النقدية، و لجوء البنك المركزي إلى الاستدانة في ظل سياسته النقدية له آثار على سوق السندات الحكومية. إن سندات الخزينة الأجل القصير على وجه الخصوص لها آثار على فعالية السياسة النقدية فكلما كانت مدة الاستحقاق قصيرة كلما زادت سيولتها و كلما زاد تأثيرها على قنوات انتقال السياسة النقدية. لما تقوم البنوك بالرفع من ممتلكاتها من السندات الحكومية فإن هذا يؤدي إلى مزاحمة منح القروض للقطاع الخاص. يمكن للبنوك أن تستعمل هذه السندات كمخزون للسيولة، بالتالي فإن التنسيق بين السياسة النقدية و السياسة المالية أمر مهم فإن حاجة الحكومة للاستدانة لا تتماشى دائما مع حاجة السوق للسيولة و مع سياسة السوق المفتوحة للبنك المركزي<sup>1</sup>.

## 2- السياسة النقدية و سوق الأسهم:

هناك تأثير متبادل بين سوق الأسهم و قرارات البنك المركزي. حتى و إن كانت سوق الأسهم تعرف بتطير كبير فإنها تعطي إشارات حول توجه الاقتصاد على العموم، و يهتم البنك المركزي بالتطورات في هذه السوق لأن لها تأثير على الطلب الكلي. يزيد ارتفاع أسعار الأسهم على سبيل المثال من ثروة الأفراد و بالتالي من الطلب الكلي، كما أن هذ الزيادة تدفع بالمؤسسات إلى التوجه أكثر نحو التمويل بإصدار السندات ما يزيد في الاستثمار. يبحث البنك المركزي على تحقيق استقرار الطلب الكلي لأن هذا الاستقرار يعني استقرار الناتج و الأسعار، فقد يقوم هذا الأخير بمواجهة التحسن في أسعار الأسهم الذي له أثر موجب على الطلب الكلي بسياسة نقدية انكماشية من خلال الزيادة في معدل الفائدة و خفض من العرض النقدي. من الناحية الأخرى فإن السوق النقدية تتأثر أيضا بقرارات البنك المركزي بما أن هذا الأخير له أثر على أسعار الفائدة و الاقتصاد على العموم. فارتفاع أسعار الفائدة مثلا يجعل الأفراد يتوجهون نحو شراء السندات على حساب الأسهم، كما أنه هناك تناقص في عوائد المؤسسات بسبب تناقص الطلب الكلي نتيجة السياسة الانكماشية المطبقة من طرف البنك المركزي، ما ينقص أيضا من الطلب على الأسهم<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Vajs S. (2014) : le rôle des banques centrales dans la stabilité macroéconomique et financière, Emission de dette publique : questions pouvant intéresser les banque centrales, Bis Papers n°76, p31-38.

<sup>2</sup> Mankiw N.G, op-cit, p471.

تعطي الأزمة المالية ل 2008 فكرة جيدة حول مدى التأثير السلبي و انتشار الأزمات المالية، كما تبين أن استقرار معدل النمو و معدل التضخم لا يسمح حتما بتفادي الأزمات المالية بل أنه قد يدفع لأخذ المزيد من المخاطر، و أن مشكلة الحد الأدنى الصرفي لمعدلات الفائدة مشكل عويص قد يدفع البنوك المركزية إلى استعمال أدوات غير تقليدية للسياسة النقدية و أن التكلفة قد تكون كبيرة حيث أن إعادة تنشيط الاقتصاد يكون صعب و يدفع الحكومات إلى مستويات عالية من المديونية ما قد ينتهي إلى حالة عدم إمكانية التسديد<sup>1</sup>.

تدفع هذه التجربة الاقتصاديون و متخذي القرار إلى الاهتمام أكثر باستقرار الأسواق المالية، و بظاهرة الفقاعات المالية، التي تعرف على أنها ارتفاعات متواصلة للأسعار تؤدي إلى ابتعاد كبير عن قيمها الأساسية Fundamental Values. حيث يقصد بالقيمة الأساسية لأصل مالي مجموع العوائد الحالية و المستقبلية المحينة Actualised. قد يبتعد سعر الأصل المالي عن هذه القيمة بسبب إعادة نظر الأعوان الاقتصاديين في توقعاتهم في الحالات العادية إلا أنه عادة ما يعود إليها في المدى الطويل<sup>2</sup>. هناك نوعان من الفقاعات المالية<sup>3</sup>:

- الفقاعات الناتجة عن القروض: إن زيادة كبيرة للقروض قد تؤدي إلى فقاعة لأسعار الأصول. إن القروض تسمح باقتناء الأصول ما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها، يؤدي هذا بدوره إلى زيادة القروض من أجل اقتناء هذه الأخيرة بفضل زيادة قيمة الضمانات ما يسهل عملية الحصول على القروض أو بسبب زيادة موارد المؤسسات المالية التي ترفع من القروض الممنوحة فتؤدي الطلب على هذه الأصول إلى ارتفاع سعرها مجددا و هكذا.
- الفقاعات الناتجة عن التوقعات الايجابية فوق اللازم: إن آثار هذا النوع أقل خطورة من النوع الأول. قد يكون نتيجة انتقال غير فعال للمعلومات، حيث أن إشارة حول تحسن في السوق يؤدي بالأفراد إلى اجراء توقعات غير معقولة حول التزايد في العوائد المستقبلية و تقدير ناقص للخطر ما قد يؤدي بهم إلى الاستثمار المفرط<sup>4</sup>.

إن التنبؤ بالفقاعات التي أساسها الزيادة في القروض أسهل من التنبؤ بالنوع الثاني. كما أن الفقاعات التي أساسها الزيادة في القروض تعتبر أخطر و لها تأثير سلبي أكبر عند انفجارها، بالتالي، فهناك من يرى أن الحل قد يكمن في مكافحة النوع الأول. الارتفاع السريع لسعر الأصول بالموازاة مع تزايد كبير للقروض الممنوحة قد يؤدي إلى خلل في السوق المالية ما قد يدفع إلى تشكل فقاعة. معدلات فائدة منخفضة جدا تؤدي إلى ارتفاع المخاطرة من طرف المؤسسات المالية من أجل زيادة معدلات المردودية في ظل ضعف معدلات الفائدة، و وجود

<sup>1</sup> Mishkin F et al, op-cit, p687.

<sup>2</sup> Piriou J-P. (2000) : Analyse Macro économique 2, Edition la découverte et Spod, p262.

<sup>3</sup> Mishkin F et al, op-cit, p691.

<sup>4</sup> Gaudroun P, op-cit, p292.

قناة المخاطرة للسياسة النقدية يدفع بالسلطات النقدية إلى الاهتمام أكثر بالزيادة الكبيرة للقروض The Credit Boom. يرى بالتالي مؤيدو مكافحة الفقاعات المالية أنه لا يمكن للسياسة النقدية أن تتجاهل إمكانية تشكل هذه الأخيرة و تأثير التغيرات في أسعار الأصول المالية على الانفاق العام و معدل التضخم. لكن لا يوجد اتفاق حول كيفية التعامل مع هذه الفقاعات، فمن ناحية أخرى يرى بعض الأخصائيين مثل ما هو الحال بالنسبة ل Greenspan أنه لا يجب فقح الفقاعات المالية (أي رجوع الأسعار إلى قيم معقولة) بل يجب التعامل مع آثارها لاحقاً حسب الحجج التالية:

- إمكانية ارتكاب خطأ في تقدير وقت انفجار هذه الفقاعات مرتفع جداً، فإن لم يتمكن المتعاملين في الأسواق المالية التوقع بها فلا يمكن للبنوك المركزية فعل ذلك.
- استعمال الأدوات المالية التقليدية في حالة الفقاعات المالية غير فعال فإن ارتفاع معدلات الفائدة قد يؤدي إلى انفجار أكبر لهذه الأخيرة هذا بسبب توقعات زيادة مردودية هذه الأوراق المالية الخاصة بالأصول التي يرتفع سعرها.
- قد تؤثر هذه الفقاعات على مجموعة محدودة من أسعار الأصول في حين أن أثر السياسة النقدية يكون عاماً.
- الإجراءات المتخذة من أجل فقح هذه الفقاعات (الزيادة الكبيرة لمعدل الفائدة) قد تعود سلباً على الاقتصاد و تؤدي إلى ركود اقتصاد.
- سياسة نقدية انكماشية ملائمة بعد انفجار الفقاعة المالية قد تسمح بالخفض من آثارها السلبية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Mishkin F et al, op-cit, p693-690.

## خلاصة الفصل

يتبين لنا من خلال هذا الفصل أن فعالية السياسة النقدية في تحقيق هدف استقرار الأسعار لا تكون واضحة بل تتغير هذه الأخيرة حسب عدة عوامل. فهناك اختلاف ما بين الاقتصاديين و متخذي القرار في الأهداف التي يجب اتباعها، معدل التضخم الذي يجب استهدافه، و طبيعة السياسة و الأدوات التي يجب استعمالها. من بين العوامل التي تلعب دورا في تحديد فعالية السياسة النقدية من عدمها. تلك التي تخص مصداقية البنك المركزي و أثر توقعات الأعوان على السير الحسن للسياسة النقدية من جهة. و تلك التي تخص المناخ الاقتصادي الذي قد يعرقل بعض أدوات السياسة النقدية و يدفع إلى تفضيل استعمال البعض الآخر من جهة أخرى. و كمثال على ذلك عدم فعالية أداة عمليات السوق المفتوحة في حالة العديد من الاقتصاديات السائرة في طريق النمو. و عدم فعالية أداة معدل الفائدة الموجه في حالة اقتصاد يعرف فائض في السيولة كما هو الحال بالنسبة للاقتصاد الجزائري. من الناحية الأخرى فإن عدم وجود اتفاق حول السياسة النقدية التي يجب اتباعها يعود إلى عدم وجود اتفاق حول التفسير النظري للعلاقات التي تسيّر الاقتصاد وبالتالي حول كيفية تأثير السياسة النقدية حتى إن كان التوجه العام نحو الاتفاق ما بين التيار النيوكونزي و تيار الدورة الاقتصادية الحقيقية RBC، و التوصل إلى نتيجة أن للسياسة النقدية تأثير كبير على نشاط الاقتصاد الحقيقي و أن عليها تحقيق استقرار الأسعار من أجل الحفاظ على الناتج في مستوى الناتج الكامن. كما يطالبون باستهداف معدل تضخم يقترب من الصفر، و يعتبرون أن سياسة استهداف التضخم فعالة تعتمد على مصداقية السياسة النقدية و التزام السلطات النقدية بتحقيق أهدافها. حتى إن كان هناك توجه عام للبنوك المركزية حول التأكيد على هدف استقرار الأسعار كهدف رئيسي للسياسة النقدية، إلا أنه هناك من لا يزال يؤكد على منافع ما تقدمه سياسة نقدية غير معلنة خاصة من حيث المرونة، و السؤال حول دور العوامل المذكورة سابقا في فعالية أدوات السياسة النقدية يبقى مطروحا و تختلف الإجابة مع اختلاف الاقتصاد المدروس.

# الفصل الثاني:

تطور السياسة النقدية في

الجزائر و النظام البنكي

الجزائري

## تمهيد الفصل

تمثل السياسة النقدية أحد أهم مكونات السياسة الاقتصادية وعادة ما ينسب لها هدف استقرار الأسعار من بين الأهداف الرئيسية الأربعة للمربع السحري لكالدور. إلا أن طبيعة السياسة النقدية، فعاليتها، الأدوات المستعملة والأهداف المسطرة عادة ما تكون مرهونة بالظروف الاقتصادية للبلد المعني. لذلك فإن اللجوء إلى بعض الأدوات وتطبيق سياسة معينة قد يتطلب وجود ظروف ملائمة وتحقق شروط خاصة. عند مقارنة الاختلافات بين خصوصيات البلدان النامية و البلدان السائرة في طريق النمو، على سبيل المثال، يتضح لنا أن استعمال بعض الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية قد يواجه بعض العراقيل، هذا إن لم يغلق المجال كلياً أمام إمكانية استعمال هذه الأخيرة في حالة البلدان التي تنتمي إلى المجموعة الثانية والتي عادة ما تتميز بسوق نقدية غير فعالة. كما أن تطبيق سياسة استهداف التضخم التي عرفت نجاحاً كبيراً بعدما طبقت لأول مرة في نيوزيلاندا في التسعينات، قد لا تتماشى مع مميزات جميع الدول.

للاقتصاد الجزائري على غرار الاقتصاديات الأخرى خصوصيات تميزه كما عرف منذ الاستقلال مجموعة من التغيرات الهيكلية، منها الإصلاحات الخاصة بالنظام النقدي والبنكي والتغيرات في حالة السيولة في السوق النقدية.

سوف نحاول في هذا الفصل التطرق إلى أهم هذه التغيرات من خلال دراسة تطور النظام البنكي و النقدي الجزائري في المبحث الأول و من ثم دراسة تطور السياسة النقدية و أهم المؤشرات النقدية في المبحث الثاني و الثالث.

## المبحث الأول: تطور النظام البنكي و النقدي الجزائري

تختلف طبيعة أدوات السياسة النقدية المستعملة حسب تطور السوق النقدية و المالية. عادة ما يتم اللجوء إلى مزيج من الأدوات المباشرة و غير المباشرة للسياسة النقدية، لكن تم ملاحظة وجود ميول أكبر إما نحو النوع الأول أو الثاني ما بين الاقتصاديات المتطورة و الاقتصاديات السائرة في طريق النمو. تتجه الاقتصاديات التي تتميز بسوق مالية متطورة، و التي يتم فيها التمويل أساسا عن طريق البورصة و السندات أو غيرها من الأدوات المالية، نحو أدوات غير مباشرة للسياسة النقدية. في حين أن التمويل في الدول السائرة في طريق النمو عادة ما يكون عن طريق الاقتراض البنكي، و الأدوات المستعملة في هذه الحالة عموما تكون غير مباشرة. يؤكد هذا الارتباط الكبير ما بين فعالية السياسة النقدية و تطور النظام البنكي و النقدي. سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى أهم مميزات النظام البنكي و النقدي الجزائري إضافة إلى أهم التطورات التي عرفها.

## المطلب الأول: النظام البنكي و النقدي الجزائري ما بعد الاستقلال الوطني

مر النظام البنكي الجزائري خلال الفترة 1962-1990 بثلاث مراحل أساسية. تميزت المرحلة الأولى 1962-1971، بتأميم البنوك بهدف إعادة تنظيم النظام البنكي الوطني و استرجاع سيادته. أما المرحلة الثانية 1972-1980، فتميزت بتكريس نظام التخطيط المركزي و بالقمع المالي ابتداء من 1971. أخيرا المرحلة ابتداء من 1980 عرفت بالإصلاحات الهادفة إلى التوجه نحو اقتصاد السوق.<sup>1</sup>

لم يكن النظام البنكي ما بعد الاستقلال ملائما من أجل تشجيع الاستثمار و تطوير القطاع الصناعي. تم بالتالي خلال الفترة 1962-1969 خلق عدة مؤسسات من أجل تطوير هذا الأخير و السماح بتمويل القطاع العام. تنقسم هذه الفترة بدورها إلى مرحلة إضفاء السيادة 1962-1965 و مرحلة التأميم 1966-1969. تم إنشاء خلال الفترة 1962-1965 العملة الوطنية "الدينار الجزائري" في أبريل 1964 كبديل للفرنك الجزائري و إنشاء مجموعة من المؤسسات الرئيسية: البنك المركزي الجزائري الذي أسس بموجب القانون رقم 62-144 الموافق ل 1962/12/13،<sup>2</sup> الخزينة العمومية وخلق مؤسستين ماليتين غير بنكيتين هما: ( La Caisse Algérienne de Développement ) التي أسست في 1963 و التي تهتم بالمؤسسات التي أوقفت نشاطها و ( La Caisse Nationale d'Epargne Et de Prévoyance ) التي أسست في أوت 1964 و التي تهتم بجمع و توظيف الادخار الخاص.

<sup>1</sup> Bouballouta B. (2015) : Intrest rate liberalization: Motivations and requirements, Revue Algérienne de la mondialisation et des politiques économiques, Volume 6, Numéro 1, p16.

<sup>2</sup> Conseil National Economique et Social. (2005) : Rapport, Regard sur la politique monétaire en Algérie, Commission « Perspective de Développement Economique et Social », p31-32.

المكون الرئيسي للنظام المصرفي بعد الاستقلال هو بنوك أجنبية، و لم يكن هناك تنسيق ما بين أهداف الحكومة و أهداف هذه المؤسسات المصرفية الأجنبية. دفع هذا الحكومة إلى إنشاء بنوك تجارية جزائرية خلال الفترة 1966-1969 بهدف تأميم البنوك الخاصة الأجنبية. تمثلت هذه الأخيرة في: البنك الوطني الجزائري BNA، القرض الشعبي الجزائري CPA و البنك الخارجي الجزائري BEA. يتكفل كل بنك من هذه البنوك بتمويل عدد من الفروع الاقتصادية، إلى أن ألغي هذا التخصص البنكي في 1968<sup>1</sup>.

بالتالي فقد أصبح يتكون النظام البنكي الجزائري بعد خمس سنوات من الاستقلال من:

- **البنك المركزي الجزائري BCA:** الذي يتمثل دوره في الإصدار النقدي ومراقبة نشاط البنوك الأولية. إلا أنه لم يتمكن من أداء هذه المهمة بما أن هذه الأخيرة يتم مراقبتها مباشرة من طرف وزارة المالية مما أثر سلبا على قدرة البنك المركزي الجزائري في التحكم في السيولة النقدية.
- **البنوك التجارية و المؤسسات المالية غير البنكية:** (Banque Nationale d'Algérie) BNA الذي يهتم بتمويل القطاع الزراعي ، (Crédit Populaire d'Algérie) CPA الذي هو بنك ودائع تهتم بتمويل العديد من النشاطات الاقتصادية و (Banque Extérieur d'Algérie) BEA الذي يهتم بالتحويلات التجارية و المالية مع الخارج. إضافة إلى بنك التنمية CAD الذي تحول إلى BAD في 1972 و la CNEP (caisse d'épargne). كما تم انشاء في 1985 (Banque de Développement Local) BDL انطلاقا من CPA من أجل تمويل المؤسسات المحلية<sup>2</sup>.
- **الخزينة العمومية:** التي لم تكن تهتم فقط بتسيير المداخيل والنفقات الحكومية، بل كانت تعطي قروض تجهيزية للمؤسسات العمومية ( للمدى الطويل) قابلة للتسديد في إطار الاستثمارات المخططة و تعطي إعانات غير قابلة للتسديد لبعض هذه المؤسسات. كما أنها كانت تلعب دور بنك استثماري حيث أنه كان لديها جزء هام من رؤوس أموال العديد من المؤسسات العمومية.

تم تنظيم النظام البنكي و النقدي الجزائري غداة الاستقلال من أجل تمويل الاستثمارات المنظمة ، و كان بالتالي عبارة عن وسيلة تسمح بتكريس سياسة التنمية<sup>3</sup>. كما أن البنك المركزي في خدمة الخزينة و يقدم لها

<sup>1</sup>فتيحة مزارشي. (2017/208): أثر السياسة النقدية على مستوى المعيشة - دراسة حالة الجزائر-، أطروحة دكتوراه تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 1، ص 202-204.

<sup>2</sup> Ilmane Mohamed-Cherif, Les trois phases de développement de système bancaire et monétaire Algérien, Algérie : cinquante ans d'expérience de développement Etat-Economie-Société, p2-9.

<sup>3</sup> Henni A. (1987) : Monnaie Crédit et financement en Algérie (1962-1987), CREAD Centre de Recherche en Economie Appliquée pour le Développement, p68.

التسيقات و القروض بغير شروط وفقا لقانون المالية لسنة 1965 ، ما جعله بمثابة محاسب بسيط لهذه الأخيرة<sup>1</sup>. يتطلب تنظيم التخطيط الاجباري كنظام لتنمية الاقتصاد الوطني توفير وتجميع الموارد اللازمة عن طريق المنظومة المصرفية، و الهدف الأساسي للقطاع المالي هو إيصال الموارد الحكومية للقطاع العام المتمثل في عدد من المؤسسات العمومية. فتمثل دور النظام البنكي و النقدي، في تلك الفترة، في توفير التمويل و الموارد اللازمة من أجل إنجاز مخططات السلطات العمومية. أي أنه كان للنظام البنكي في فترة التسيير المركزي مهمتين: مهمة تحويل موارد البنوك و الموارد التي تم جمعها من طرف الخزينة العمومية إلى القروض للمؤسسات العمومية. و مهمة متابعة مشاريع هذه المؤسسات<sup>2</sup>. لكن نمط التسيير هذا منع النظام البنكي الجزائري من أن يلعب دوره في الفترة الممتدة من 1962 إلى غاية 1989، فكان هذا الأخير يمنح التمويل النقدي دون أن يكون هناك مقابل من حيث الإنتاج أو المردودية في القطاع الحقيقي بسبب سياسة تثبيت الأسعار. تم تمويل الانفاق العام أساسا عن طريق الإيرادات البترولية و عن طريق الاستدانة الخارجية، ما أدى إلى ظهور عجز عند المؤسسات الوطنية بسبب عدم مرونة الأسعار، ما لم يسمح لهذه المؤسسات بتحديد سعر بيع على حسب تكاليف الإنتاج و البحث عن تحقيق فائض<sup>3</sup>. أدى هذا إلى حالة عدم التوازن التي تفاقمت بعد الأزمة البترولية ل 1986.

اتخذت مجموعة من الإجراءات في السبعينات جعلت النظام البنكي هو المسؤول عن تسيير تمويل المؤسسات العمومية قبل أن يصبح تمويل الاستثمارات المخططة للقطاع العام في 1978 من مسؤولية الخزينة العمومية و ليس النظام البنكي من خلال المادة 7 لقانون المالية لنفس السنة. من بين الإجراءات التي عرفتها فترة السبعينات<sup>4</sup>:

- تمويل المشاريع كليا عن طريق الاقتراض. تمنح القروض من طرف الخزينة العمومية و البنوك و عن طريق الاستدانة الخارجية عند الحاجة، كما توضحه المادة 7 للمرسوم رقم 70-93 الموافق ل 1970/12/31 الخاص بقانون المالية لسنة 1971. إضافة إلى حذف امكانية التمويل الذاتي للمؤسسات و القروض التجارية ما بين هذه الأخيرة و التحديد الإداري للقروض و لتوزيعها<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> بن نافلة نصيرة. (2018/2017): تقييم السياسة النقدية في الجزائر دراسة قياسية للفترة الممتدة من 1980-مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه، 2014، جامعة أبي بكر بلقايد، ص135.

<sup>2</sup> Conseil National Economique et Social. (2005), op-cit, p43.

<sup>3</sup> Bedjaoui Z et Benammar H.(2014) : Le statut de la monnaie en Algérie et son impact sur le développement du secteur informel, Strategy and Development Review, Volume 4, Numéro 6, p70-73.

<sup>4</sup> Ammour Benhalima, Le Système Bancaire Algérien, p17-23.

<sup>5</sup> Boumghar M.Y. (2007) : Liberalisation financière et épargne des ménages : quel(s) lien(s), Cahier du CREAD, Volume 23, Numéro 81, p181-182.

- ينص المرسوم رقم 96-107 الموافق لتاريخ 1969/12/31 لقانون المالية لسنة 1970 من خلال المادة رقم 18 على أن المؤسسات العمومية مجبرة على إجراء كل عملياتها البنكية و جمع كل حساباتها البنكية على مستوى بنك واحد.
  - تجبر المؤسسات العمومية من جراء المادة 19 للإصلاح المالي بموجب المرسوم رقم 70-93 الموافق ل 1970/12/31 الخاص بقانون المالية لسنة 1971 بإجراء معظم عملياتها عن طريق حساباتها البنكية. ما تم تأكيده من خلال التعليم رقم 71-86 الموافقة للتاريخ 1971/12/31 لقانون المالية 1972<sup>1</sup>.
  - التحديد المركزي لسعر الفائدة.
  - دعم المؤسسات المالية التي تعرف عجزا ماليا. من خلال التعليم رقم 96-107 الموافقة لتاريخ 1969/12/30 لقانون المالية 1970 المواد 34 و 35.
  - المؤسسات العمومية مجبرة على المشاركة في تمويل ميزانية الدولة، التعليم رقم 69-2 الموافقة لتاريخ 1969/01/17.
  - ظهور هيئتان نقديتان هما<sup>2</sup>:
  - المجلس الوطني للقرض (CNC) الذي يتمثل دوره في المساعدة في التحكم في العلاقات المصرفية و معالجة المشاكل التي تخص طبيعة، حجم و تكلفة القرض في اطار مخططات و برامج التنمية الاقتصادية؛
  - اللجنة التقنية للمؤسسات المصرفية (CTIF) التي تهتم بتسهيل و تنسيق النشاط الذي تمارسه المؤسسات المالية، دراسة حسابات ميزانيات المؤسسات المالية و دراسة و اقتراح التدابير الضرورية لتسهيل نشاط المؤسسات و تطويرها و توحيد مناهج الحسابات الإدارية.
- نتج عن هذه الإجراءات مجموعة من المشاكل و الاختلالات. من بين انعكاسات إصلاحات السبعينات:
- خلق اختلال في السيولة لدى البنوك إلى جانب القضاء على التنافسية ما بين هذه الأخيرة. كمثل على ذلك أن ( BEA ( Banque Externe d'Algérie) الذي كان يهتم بالمؤسسة الوطنية سوناطراك كان يحظى بنسبة عالية من السيولة في حين أن ( BNA ( Banque Nationale d'Algérie) الذي كان يهتم بالمجال الفلاحي، لم تكن لديه موارد كافية؛

<sup>1</sup> Ammour Benhalima, op-cit, p20-17.

<sup>2</sup> بن نافلة نصيرة، مرجع سابق، 2018/2017، ص135-136.

- اجبار البنوك على منح القروض للمؤسسات العمومية بغض النظر عن إمكانية تسديد هذه الأخيرة، ما جعلها تحت سيطرتها. نتج عن التسيير غير الفعال للمؤسسات العمومية زيادة في عجزها، ما أدى إلى زيادة في التمويل عن طريق الاقتراض، و بالتالي تحول هذا العجز إلى عجز هيكلية في حساباتها البنكية. علما أن البنوك كانت تلجأ إلى إعادة الخصم لهذه القروض في كل مرة لدى البنك المركزي الجزائري في ظل عدم توفرها للسيولة اللازمة<sup>1</sup>؛
- اللجوء إلى الإصدار النقدي لتغطية حاجات تمويل البنوك حسب المادة 7 من قانون المالية لسنة 1971 يكون أوتوماتيكيا ما أفقد البنك المركزي الجزائري استقلالته و أظهر نظام بنكي ذو مستوى واحد؛
- غياب مبدأ تسديد الديون من طرف الخزينة الذي تنص عليه هذه الاصلاحات ما يرجع إلى الاختلالات الهيكلية في طريقة تسيير هذه المؤسسات<sup>2</sup>؛
- نتج عن إجبار المؤسسات العمومية على إجراء كل عملياتها عبر حساباتها البنكية ظهور دائرتين مختلفتين، دائرة النقود الائتمانية و دائرة النقود الكتابية. فإن قطاع العائلات يتعاملون أساسا عن طريق النقود الائتمانية و المؤسسات العمومية تتعامل عن طريق النقود الكتابية. حيث أنه يمكن للمؤسسات الخاصة استعمال الائتين لكن عادة ما تجد نفسها مجبرة على استعمال النقود الائتمانية<sup>3</sup>؛
- لم تتوفر لدى البنوك المعلومات الكافية من أجل التقييم الاقتصادي للمشاريع التي تمويلها و استحالة عرقلة مشاريع المؤسسات العمومية؛
- الصعوبات التي واجهتها المؤسسات العمومية جعلت هذه الأخيرة غير قادرة على تسديد قروضها؛
- لم يكن باستطاعة المؤسسات العمومية المشاركة في تمويل ميزانية الدولة بل أدى هذا إلى تفاقم عجزها البنكي، حيث تم حذف هذا الاجراء في قانون المالية لسنة 1976<sup>4</sup>.

### المطلب الثاني: التغيرات و الاصلاحات التي أتت بعد الأزمة البترولية ل 1986

سمحت القيمة المرتفعة والمستقرة نوعا ما لسعر البترول في الأسواق العالمية إلى جانب الاقتراض الخارجي، بتحقيق نمو اقتصادي والحفاظ على أسعار فائدة مرتفعة. إلا أن التناقص التدريجي لسعر البترول ابتداء من 1985 الذي وصل إلى أدنى حد له في 1986 أظهر هشاشة نظام التسيير المركزي والبيروقراطي للاقتصاد الجزائري. هشاشة كانت مغطاة بالإيرادات البترولية الهامة.

<sup>1</sup> Mohamed-Cherif Ilmane, Les trois phases de développement de système bancaire et monétaire Algérien, op-cit, p 13.

<sup>2</sup> بن نافلة نصيرة، مرجع سابق، ص138.

<sup>3</sup> Conseil National Economique et Social, op-cit, p43-39.

<sup>4</sup> Ammour Benhalima, op-cit, p20-22.

أدى تناقص العائدات الخارجية ابتداء من 1986 إلى تناقص الإيرادات تدريجيا. كما تناقصت الصادرات بالنصف ما بين 1986-1990، الشيء الذي أساء بسمعة البلد و أثر سلبا على تقييم المخاطر المالية، هذا إلى جانب تضاعف حجم الديون ما بين 1985 و 1988 ما يؤكد أزمة تسديد دائمة . تجاوزت خدمة الدين 7 مليار دولار في 1987 لتقترب من 9 مليار دولار في 1990 و كان هناك زيادة للدين الخارجي ب 30 مليار دولار في نهاية 1989. كما اعتمدت السلطات العمومية ابتداء من 1987 على استراتيجية الإصدار النقدي من أجل سد عجز الميزانية ما يعتبر اجراء تضخميا<sup>1</sup>.

دفعت هذه التغيرات السلطات العمومية إلى إعادة النظر في نظام التسيير المركزي و إلى اتخاذ مجموعة من الإجراءات. من بين هذه الاجراءات التوجه نحو صندوق النقد الدولي FMI و البنك الدولي للإنشاء والتعمير BIRD، تطبيق كل من برنامج الاستقرار الكلي (Programme de Stabilisation Macroéconomique) و برنامج التعديل الهيكلي (Programme d'Ajustement Structurel) إلى جانب مجموعة من الإصلاحات الخاصة بالنظام البنكي و النقدي. تلخص هذه الإصلاحات في النقاط التالية:

- **قانون 19 أوت 1986:** دفع التراجع في أسعار البترول في 1986 السلطات العمومية إلى إصدار قانون من أجل تفادي خطر عدم التسديد. يبحث بالتالي القانون 86-12 على تحقيق التناسق ما بين الموارد المالية و النقدية و ما بين استثمارات مخطط التنمية الوطني.

الهدف الرئيسي لقانون القرض و البنك لسنة 1986 هو تحقيق اصلاح جذري للمنظومة المصرفية مع تحديد دور البنك المركزي و البنوك التجارية بوضوح كما تقتضيه قواعد و مبادئ النظام المصرفي ذو مستويين، مع إعادة الاعتبار لدور و أهمية السياسة النقدية<sup>2</sup>.

يضم هذا الإصلاح ما يلي: استعادة البنك المركزي لدوره كبنك البنوك و التكفل بالمهام التقليدية للبنوك المركزية، امكانية استلام الودائع مهما كان شكلها و مدتها من طرف البنوك و إمكانية منح القروض في ظل المخطط الوطني للقرض دون تحديد شكلها و مدتها، إقامة نظام مصرفي على مستويين من خلال الفصل ما بين دور البنك المركزي كمقرض أخير و بين نشاطات البنوك التجارية و تقليص دور الخزينة في تمويل الاستثمارات.

<sup>1</sup> Benderra O. (2002) : Economie Algerienne 1986 - 1998 : Les réseaux aux commandes de l'Etat, La Méditerranée des réseaux, Marchands, entrepreneurs et migrants entre l'Europe et le Maghreb, Centre For North African Studies, Cambridge University Paris,p1-4.

<sup>2</sup> بن نافلة نصيرة، مرجع سابق، ص138.

- **قانون 12 جانفي 1988:** أدت أزمة المديونية الخارجية<sup>1</sup> إلى جانب عدم تكيف قانون أوت 1986 مع القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية لسنة 1988 ، إلى ظهور قانون 06/88. يخص هذا الأخير الاستقلالية في تسيير المؤسسات العمومية والفصل بين حق الامتلاك وحق التسيير من أجل تشجيع الإنتاج وخلق الثروة. ما أدى إلى ظهور المؤسسات العمومية الاقتصادية من بينها المؤسسات البنكية. يؤكد هذا القانون على الخاصية التجارية للعلاقة ما بين البنوك و المؤسسات. من أهم مبادئه:
  - تحقيق الاستقلال المالي للمؤسسات المالية و جعل البنوك التجارية كمساهم مالي في المؤسسات العمومية؛
  - التخلي عن مبدأ التوطن البنكي؛
  - اعتبار البنك كشخصية تجارية يأخذ بمبدأ الربح و المردودية و له حرية في اختيار الزبائن؛
  - دعم دور البنك المركزي في تطبيق السياسة النقدية من خلال المادة 03 التي تنص على أن هذا الأخير مسؤول عن تسيير معدلات الفائدة المدارة ، الحد الأعلى لمعدل إعادة الخصم و أدوات السياسة النقدية<sup>2</sup>.

فشلت الإصلاحات السابقة بسبب التطبيق السيئ لها، ما أدى إلى إعادة النظر في الميكانيزمات المالية للاقتصاد الجزائري في بداية التسعينات. تجسد هذا من خلال القانون 10-90 الموافق ل 14 أفريل 1990 الذي يخص النقد والقرض، و الذي سمح بتحديد إطار جديد للنظام البنكي الجزائري في جانفي 1988. احتفظ هذا القانون بأهم الأفكار التي جاء بها قانون 1986 و 1988 إلى جانب أفكار جديدة تخص تنظيم النظام البنكي، و تجسيد توجه السلطات العمومية نحو الاهتمام بالمجال النقدي و المالي الذي أهمل سابقا. يلخص أهم ما جاء به هذا القانون فيما يلي<sup>3</sup>:

- إدراج البنوك و المؤسسات المالية الخاصة الوطنية و الخارجية بهدف تحسين الوساطة البنكية<sup>4</sup>. على أساس أن زيادة التنافسية ما بين البنوك تسمح بانتشار أسرع و أكثر فعالية لأثر السياسة النقدية و توزيع أكثر فعالية للموارد الاقتصادية؛
- التحرير التدريجي للنظام المالي. تحرير أسعار الفائدة من خلال التخلص من تحكم بنك الجزائر المباشر لهذه الأخيرة، و تحرير التجارة الخارجية؛

<sup>1</sup> Bedjaoui Z et Benammar H, op-cit, p71.

<sup>2</sup> فتحة مزارشي، مرجع سابق، ص 210-211.

<sup>3</sup> قانون رقم 90-10 المؤرخ في 19 رمضان عام 1410 الموافق 14 أبريل سنة 1990 يتعلق بالنقد و القرض.

<sup>4</sup> Rekiba. S. (2016) : Le Système Bancaire Algérien : Etat des Lieux de l'AGCS, Communication Science & technology, vol 16, p123-126.

- تطوير الرقابة المصرفية من خلال إنشاء هيئة إشرافية للمصارف والمؤسسات المالية التي تتمتع بصلاحيات فرض عقوبات من خلال المادة 143<sup>1</sup>؛
- فتح الأبواب للبنوك الخاصة و وضع إجراءات أكثر ملائمة لنشاطات البنوك وإعطاء حرية أكبر للبنوك الأجنبية<sup>2</sup>؛
- أصبح البنك المركزي الجزائري، الذي يعرف الآن ببنك الجزائر حسب المادة 12، استقلالية مالية أكبر، و هو يسير إداريا من طرف مجلس النقد و القرض الذي يعبر عن السلطة النقدية على حسب المادة 44.<sup>3</sup> يصدر هذا الأخير قرارات بالاعتماد على رأي ممثلي بنك الجزائر دون تدخل خارجي من طرف وزارة المالية<sup>4</sup>؛
- لم يصبح بنك الجزائر يمول العجز الموازي اوتوماتيكيا مثل ما كان عليه الحال بعد اصدار قانون المالية المكمل لسنة 1965؛
- تحديد سقف للتسهيلات المقدمة للخرينة العمومية بمقدار 20 بالمئة من إيرادات الميزانية العادية خلال السنة السابقة و هذا لمدة 240 يوم؛
- التخفيف من مراقبة الصرف ابتداءا من 1994 و ادراج نظام صرف عائم؛
- تحديد استقرار العملة الداخلي و الخارجي كهدف رئيسي للسياسة النقدية من خلال المادة 55<sup>5</sup>؛
- إعادة تشكيل نظام بنكي ذو مستويين و إعادة لبنك الجزائر مكانته كآخر مقرض دون أن يكون مجبرا على تمويل البنوك أوتوماتيكيا؛
- استعادة الدينار لوظائفه التقليدية و توحيد استعمالاته داخليا ما بين المؤسسات العمومية، العائلات و المؤسسات الخاصة<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> Conseil National Economique et Social, op-cit, p54-57.

<sup>2</sup> Boumghar. M. Y. (2015/2016) : La Conduite de la Politique Monétaire en Période de Transition : Examen de l'Expérience de la Banque d'Algérie, Ecole Nationale Supérieure de Statistique et d'Economie Appliquée, Thèses Pour l'obtention du diplôme de Docteur en Science en Statistique et Economie Appliquée, p154.

<sup>3</sup> Abbas A.(2016) : Synthèse sur la politique monétaire en Algérie et son évolution durant la période 1990-2015, مجلة نور للدراسات الاقتصادية، Volume 2, Numéro 3, p210-211.

<sup>5</sup> Abbas A, op-cit, p210-211.

<sup>6</sup>فتيحة مزارشي، مرجع سابق، ص 228.

سمح بالتالي القانون 90-10 للنقد و القرض من خلال الإصلاحات السابقة بتحقيق ثلاث مبادئ أساسية:

- الفصل ما بين الدائرة النقدية و الدائرة الحقيقية: أي أن القرارات النقدية لم تعد تأخذ وفقا لما تمليه هيئة التخطيط و إنما تتخذ على أساس أهداف السلطة النقدية<sup>1</sup>.
- الفصل بين الدائرة النقدية و دائرة ميزانية الدولة: حذف القيود الخاصة بالتسهيلات المقدمة للخرينة العمومية من خلال قانون المالية لسنة 1965 جعل تمويل العجز الموازي أوتوماتيكيا. كما أن الخزينة العمومية كانت تجبر البنوك بالاحتفاظ إلى 5 بالمئة من ودائعها في شكل سندات التجهيز bons d'équipement. أدى هذا إلى ارتفاع دين الخزينة العمومية تجاه البنك المركزي الذي وصل إلى 110 مليار دينار جزائري في 1989. سمح قانون النقد و القرض بالحد من لجوء الخزينة العمومية إلى بنك الجزائر من أجل تمويل عجزها بلا حدود. بل أصبحت هذه العملية تخضع إلى ضوابط. تفرض المادة رقم 213 الخاصة بهذا الأخير على الخزينة العمومية بتسديد دينها تجاه البنك المركزي خلال فترة تمتد على 15 عام. أما المادة 78 فهي تحدد التسبيقات المقدمة للخرينة العمومية ب 10 بالمئة من الإيرادات الجبائية العادية و لمدة 240 يوم و التي تسدد في نهاية السنة. كما تم فرض الاحتياطي الاجباري من خلال المادة 93<sup>2</sup>.

- الفصل بين دائرة ميزانية الدولة و دائرة الائتمان: كانت الخزينة تلعب دورا أساسيا في تمويل الاستثمارات في ظل النظام الموجه. و همش دور المؤسسات المالية الذي كان يقتصر على تسجيل مرور التمويل من الخزينة إلى المؤسسات. أصبحت المؤسسات من خلال قانون النقد و القرض 90-10 تمول من طرف البنوك و ليس الخزينة العمومية. لم يصبح منح القروض يخضع إلى قواعد إدارية بل إلى الجدوى الاقتصادية<sup>3</sup>. و اقتصر دور الخزينة حسب هذا القانون على تمويل الاستثمارات الاستراتيجية المخططة من طرف الدولة.

عرف القانون 90-10 للنقد و القرض مجموعة من التعديلات و الإصلاحات التي يمكن تلخيصها فيما يلي:

- إصلاحات 21 فيفري 2001: تم إدراج هذه التغييرات بفضل المرسوم رقم 01-01 المتعلق بالنقد و القرض الموافق ل 27 فيفري 2001. أهم ما جاء فيها هو إعادة تقسيم مجلس النقد و القرض إلى

<sup>1</sup> رسول حميد. (2016): الاتجاهات الحديثة في السياسة النقدية في الجزائر، مجلة معارف، المجلد 11، العدد 21، ص145-146.

<sup>2</sup> Conseil National Economique et Social, op-cit, p54-57.

<sup>3</sup> رسول حميد، مرجع سابق، ص145-146.

قسمين: الأول يعتبر كمجلس إدارة ، مهمته توجيه و إدارة بنك الجزائر و الثاني يتكون من مجلس النقد و القرض الذي يلعب دور السلطة النقدية<sup>1</sup>.

• **إصلاحات 26 أوت 2003:** جاء الأمر 03-11 من أجل معالجة مشكل ضعف آلية الرقابة لدى بنك الجزائر، خاصة بعد فضيحة بنك الخليفة و البنك الصناعي و التجاري. من أهم أهداف هذا الأخير: الفصل بين مجلس الإدارة الذي يهتم بتسيير البنك كمؤسسة و بين مجلس النقد و القرض الذي يمارس صلاحيات تتعلق بالسياسة النقدية. إلى جانب توسيع صلاحيات مجلس النقد و القرض التي أصبحت تضم حسب المادة 62<sup>2</sup>:

- اصدار النقد و تغطيته؛
- تحديد شروط عمليات بنك الجزائر فيما يخص خصم السندات تحت نظام الأمانة و رهن السندات؛
- تحديد السياسة النقدية و الاشراف عليها و متابعتها و تقييمها و تحدد الأهداف النقدية و كيفية استخدام النقد و وضع قواعد الوقاية؛
- تحديد المقاييس و النسب التي تطبق على البنوك و المؤسسات المالية؛
- حماية زبائن البنوك و المؤسسات المالية؛
- تحديد سياسة سعر الصرف و تسيير احتياطات الصرف؛
- إقامة هيئة رقابية مكلفة بمهمة متابعة نشاطات البنك، خاصة تلك التي تعلق بتسيير مركزية المخاطر؛
- تعزيز التشاور بين بنك الجزائر و الحكومة في المجال المالي؛
- انشاء لجنة مستقلة بين بنك الجزائر و وزارة المالية من أجل تعزيز التنسيق ما بين السياسة المالية و السياسة النقدية.

• **اصلاح 26 أوت 2010:** يلخص أهم ما جاء به الأمر 10-04 فيما يلي<sup>3</sup>:

- تحديد الاستقرار المالي كهدف من أهداف السياسة النقدية لأول مرة؛
- تحديد هدف استقرار الأسعار كهدف رئيسي للسياسة النقدية، و بالتالي تحديد الاطار القانوني لتطبيق سياسة استهداف التضخم؛
- على كل بنك يعمل في الجزائر أن يكون له حساب جار دائن عند بنك الجزائر من أجل تلبية حاجات التسديد؛
- إلزام البنوك و المؤسسات المالية بوضع جهاز رقابة داخلي ناجع.

<sup>1</sup> Salima Rekiba, déjà cite, p 126.

<sup>2</sup> أمر رقم 03-11 مؤرخ في 27 جمادى الثانية عام 1424 الموافق 26 غشت سنة 2003، المتعلق بالنقد و القرض.

<sup>3</sup> أمر رقم 10-04 مؤرخ في 16 رمضان عام 1431 الموافق 26 غشت لسنة 2010، المتعلق بالنقد و القرض.

- اصلاح 11 أكتوبر 2017: تسمح المادة 45 حسب التعديلات التي أتى بها الأمر 17-10 الموافق لأكتوبر 2017 الذي جاء لتكميل المرسوم رقم 03-11 الموافق لأوت 2003 الخاص بقانون النقد و القرض، بشراء السندات التي تصدرها الخزينة مباشرة من طرف بنك الجزائر بشكل استثنائي و لمدة خمس سنوات ما يدخل ضمن السياسة التي توجه إليها بنك الجزائر من أجل مواجهة الأزمة بعد فشل عمليات الاستدانة الداخلية<sup>1</sup>.
- اصلاح مارس 2018: يتضمن المرسوم التنفيذي رقم 18-86 مؤرخ في 17 جمادى الثانية عام 1439 الموافق 5 مارس سنة 2018، آليات متابعة التدابير و الإصلاحات الهيكلية في اطار تنفيذ التمويل غير التقليدي بهدف إعادة توازنات خزينة الدولة و توازن ميزان المدفوعات، و ذلك في أجل أقصاه 5 سنوات ابتداء من يناير 2018 كما توضحه المادة الأولى<sup>2</sup>.

### المطلب الثالث: النظام البنكي و النقدي بعد إصلاحات 1990

عرفت بداية التسعينات التوجه نحو التحرير المالي. أي أنه تم اتخاذ مجموعة من الإجراءات من أجل التخلص من الكبح و القيود على النظام المالي<sup>3</sup>. من بين هذه الإجراءات تحرير أسعار الفائدة الذي توجه إليه بنك الجزائر ابتداء من 1994 في ظل برنامج التعديل الهيكلي. بحيث تكمن الأسباب الرئيسية لتحرير أسعار الفائدة في النقاط التالية<sup>4</sup>:

- التأثير السلبي للتحديد الإداري لسعر الفائدة على المنافسة في النظام البنكي، و عرقلة إمكانيته في تخصيص الموارد، ما أثر بدوره على النمو الاقتصادي؛
- إحياء دور سعر إعادة الخصم كسعر فائدة رسمي يسمح لبنك الجزائر بضبط الوضع النقدي؛
- تحقيق أسعار فائدة موجبة من أجل تخصيص أمثل للموارد الاقتصادية؛
- تعزيز سرعة و مدى استجابة أسعار الفائدة التجزئة لسعر الفائدة الرسمي، من أجل انتقال السياسة النقدية بفعالية أكبر.

<sup>1</sup> [www.bank-of-algeria.dz](http://www.bank-of-algeria.dz), 15/02/2019.

<sup>2</sup> المرسوم التنفيذي رقم 18-86 مؤرخ في 17 جمادى الثانية عام 1439 الموافق 5 مارس سنة 2018.

<sup>3</sup> أوناسي حسان و رزيق كمال. (2018): سلوك متغيرات السياسة النقدية و التحرير المالي في الجزائر للفترة (2005 إلى 2015)، مجلة الاقتصاد و التنمية البشرية ، المجلد 9، العدد 3، ص2017.

<sup>4</sup> شلغوم عميروش. (2017): تطور سياسة أسعار الفائدة في الجزائر: من التقييد إلى التحرير (1970-2015)، مجلة ميلاف للبحوث و الدراسات، المجلد 3، العدد 1 ، ص375.

تم أيضا خلال فترة التسعينات تطوير السوق النقدية ما بين البنوك من خلال: زيادة عدد المشاركين في السوق النقدية، إدراج أصول نقدية جديدة في السوق و إدراج آليات جديدة لتدخل بنك الجزائر من خلال عمليات السوق المفتوحة و هذا بهدف: تمكين البنوك من مواجهة النقص في الموارد و التحكم في التكاليف، خفض في الفرق ما بين سعر الفائدة الدائن و المدين من خلال السماح لمعدلات الفائدة من التطور من خلال ميكانيزمات لا تتطلب تدخل إداري. تم بالتالي توسيع السوق النقدية ابتداء من 1992 بإدراج كل من: C.N.M.A، C.A.A.T، C.N.R، C.N.L، S.A.A، C.N.A.S، بنك البركة، C.C.R، C.A.S.N.O.S، Union Bank و الخزينة العمومية. كما أصبح تبادل السيولة في هذه الأخيرة يتم بصفة مباشرة ما بين كل من المؤسسات، المؤسسات المالية و البنوك، التي تحدد شروط الاقتراض. و أصبح سعر الفائدة الخاص بهذه السوق هو الذي يمثل سعر الفائدة المستهدف من طرف بنك الجزائر<sup>1</sup>.

عرفت السوق النقدية في هذه فترة عجز هيكلي في السيولة، و كانت البنوك التجارية تعتمد على بنك الجزائر من أجل إعادة تمويلها. يعود هذا العجز الهيكلي في السيولة أساسا إلى العجز الهيكلي لدى المؤسسات العمومية التي كانت تتميز بتسييرها غير الفعال. حيث كانت هذه الأخيرة تمويل بالاقتراض البنكي و بالتالي تحول عجزها الموازني إلى عجز في حسابها البنكي، فكان عجزها يؤدي أوتوماتيكيا إلى خلق الأموال الائتمانية. علما أن الخزينة العمومية كانت تحول هذا العجز في الحسابات البنكية إلى دين عمومي من خلال بيع سندات لهذه البنوك مما أدى بدوره إلى تفاقم العجز في الميزانية<sup>2</sup>.

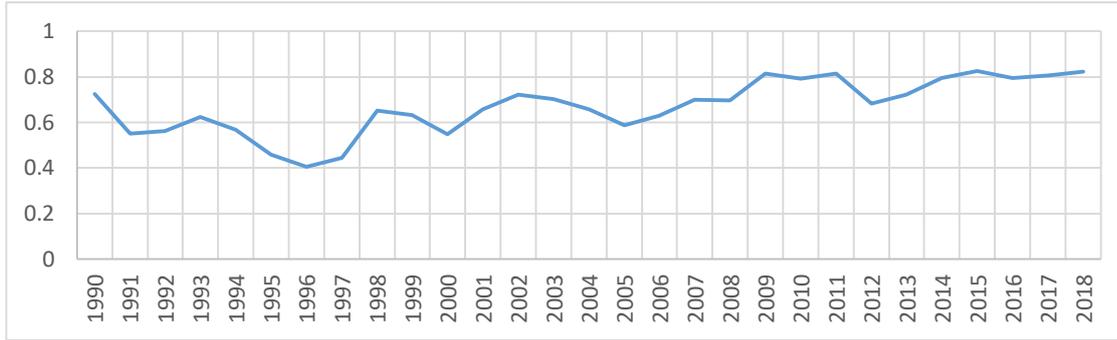
تغيرت حالة السيولة في النظام البنكي و النقدي الجزائري مع بداية القرن الواحد و العشرون. فقد انتقل إلى حالة فائض في السيولة بعد التحسن في سوق البترول. انتقل متوسط معدل السيولة البنكية خلال الفترة 1990-2000 من 56 بالمئة إلى 70 بالمئة خلال الفترة 2001-2013. التحسن في الكتلة النقدية في هذه الفترة كان من جراء الزيادة في صافي الأصول الأجنبية التي أصبحت تشكل جزءا هاما من الكتلة النقدية، حيث يبين هذا التزايد الهام في السيولة صعوبة امتصاص الجهاز الإنتاجي للإيرادات البترولية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Djameleddine Ghaicha. (2001) : Evolution des taux d'intérêt et des produits du système bancaire algérien, Cahiers du CREAD, Volume 17, Numéro 57, p5.

<sup>2</sup> Ilmane Mohamed cherif, ferhi Mohamed et Boussafi Kamel. (2013) : Programme nationale de recherche 27 un modèle macroéconomique DSGE Pour l'économie algérienne, Ecole Supérieure de commerce. P10.

<sup>3</sup> Bellal S. (2010) : la regulation monétaire en Algérie (1990-2007), Revue du Chercheur, Volume 8, Numéro 8, p23.

الشكل (1،2): معدل السيولة البنكية خلال الفترة 1990-2018 (نسبة مئوية)



المصدر: تم حسابه من طرف الطالبة باستعمال معطيات الديوان الوطني للإحصائيات و بنك الجزائر الخاصة بالكتلة النقدية و الناتج الداخلي الخام.

أثر التغير في حالة السيولة في النظام البنكي و ثقافته، إلى أن أصبح هيكليا، على علاقة البنوك التجارية مع بنك الجزائر. أصبحت البنوك التجارية لا تلجأ إلى هذا الأخير من أجل إعادة التمويل، و أدى هذا الفائض في السيولة إلى تناقص تدريجي في العمليات ما بين البنوك، حيث تم تسجيل 6 معاملات فقط في 2012 مقابل متوسط 184 معاملة في 2007-2011<sup>1</sup>. دفعت حالة الفائض في السيولة التي عرفها النظام البنكي، بنك الجزائر إلى اتخاذ إجراءات من أجل خفض من هذا الفائض و تقادي استعماله المفرط من طرف البنوك، الشيء الذي قد يؤدي في نهاية الأمر إلى زيادة في معدل التضخم. تدخل بنك الجزائر في السوق ما بين البنوك، التي ارتفع عدد المستثمرين فيها إلى 37 في 2000<sup>2</sup>، من أجل ضخ السيولة من خلال أدوات استرجاع السيولة و تسهيلات الودائع ( التي تمثل معدل الفائدة الذي تتحصل عليه البنوك عندما تقوم بإيداع سيولتها لمدة أربع و عشرون ساعة عند البنك المركزي)<sup>3</sup>. نتج عن الإجراءات المتخذة من طرف بنك الجزائر من أجل ضخ السيولة البنكية إلى جانب الانخفاض في أسعار البترول ابتداء من 2014، ظهور عجز في السيولة لدى عدة بنوك في 2016 و في 2017. فقد لجأ بنك الجزائر إلى عمليات السوق المفتوحة في 2017 و تولى عن إعادة الخصم من أجل تمويل البنوك. أما تمويل العجز الموازني في نهاية سنة 2017 فقد أدى إلى ظهور فائض في السيولة في النظام البنكي و تدخل بنك الجزائر من أجل ضخ هذه السيولة من خلال اتخاذ ودايع بنكية<sup>4</sup>.

<sup>1</sup>International Monetary Fund. (2014): Algeria Selected Issues, IMF Country Report No. 14/34,p3.

<sup>2</sup> Yamma Achour Tassi.(2003) : Analyse de la politique économique Algérienne, Economie et Finance Université Pauthéon-Sorbonne-Paris I, thèse de doctorat en sciences économique. P72.

<sup>3</sup> [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu), 11/04/2018.

<sup>4</sup> Fond Monétaire Internationale. (2018), Rapport du FMI No. 18/168, Rapport des Services du FMI pour les Consultations de 2018 au Titre de l'Article IV, p57.

عرف النظام البنكي بعد التسعينات تشجيع ظهور العديد من البنوك الخاصة و إعطاء حرية أكبر للبنوك التجارية الموجودة، بهدف الزيادة في التنافسية ما بين البنوك. لكن رغم ظهور العديد من البنوك الخاصة ابتداء من 1995 فإنه لم يتم ملاحظة تحسن التنافسية ما بين البنوك، كما أن الإفلاس الذي عرفه بنك الخليفة في 2003 أثر على العديد من البنوك الأخرى التي تبعتها خلال الفترة 2003-2007. هذا إلى جانب سيطرة البنوك العمومية على القطاع البنكي رغم قلة عدد هذه الأخيرة نسبة لعدد البنوك الخاصة، بسبب قلة الموارد المتوفرة لدى البنوك الخاصة<sup>1</sup>.

تكون النظام البنكي في نهاية 2011 من 27 مؤسسة تضم بنوك و مؤسسات مالية، منها 6 بنوك عمومية و 14 بنك خاص ذات رأس مال خارجي، إضافة إلى 7 مؤسسات مالية. تسيطر البنوك العمومية على جزء كبير من الودائع و القروض الممنوحة في النظام البنكي الجزائري. إذ أن البنوك الخاصة لا تحصل على عائدات إلا من عند المؤسسات الخاصة و العائلات و لا تمنح قروض إلا إلى هذه الأخيرة. بالمقابل البنوك العمومية تمنح قروض للمؤسسات العمومية كما أنها تمنح جزء كبير من القروض الممنوحة للقطاع الخاص<sup>2</sup>. استنتج **Bouabdallah W et Attar A. (2018)**<sup>3</sup> من خلال دراستهم التي تهتم بتطور النظام البنكي الجزائري خلال الفترة 2006-2016، و التي تخص بنكان عموميان و ستة بنوك خاصة ذات رؤوس أموال خارجية، أنه هناك ارتفاع للقروض خلال الفترة المدروسة ما تم تفسيره بالمشاريع الاستثمارية الضخمة التي تم انتهاجها في إطار برنامج الإنعاش الاقتصادي. كما أظهرت هذه الدراسة أنه هناك تحسن للوساطة البنكية في الجزائر من حيث عدد الحسابات المفتوحة و الودائع التي يتم جمعها، إلا أن هذا يبقى ضعيفا نظرا للإمكانيات الاستثمارية للاقتصاد الجزائري. و تبقى للبنوك العمومية التي أنشئت من أجل تمويل القطاعات الاستراتيجية الهيمنة في النظام البنكي الجزائري و تمول جزء كبير من الاقتصاد. حيث تبقى هذه الأخيرة هي الرائدة بسبب سياسة توجيه جميع المشاريع التنموية عبر البنوك العمومية. و هذا حتى إن كان معدل نمو البنوك الخاصة أكبر من ذلك الخاص بالبنوك العمومية. و حتى إن ارتفعت حصة البنوك الخاصة من إجمال القروض الممنوحة خلال الفترة المدروسة 2006-2016 من 7.1 بالمئة إلى 13.5 بالمئة ي نهاية 2014. و تراجع حصة البنوك العمومية من 92.9 بالمئة في 2004 إلى 86.5 بالمئة في 2014.

يتميز النظام البنكي الجزائري بضعف نسبة الوساطة المالية التي تعتبر أضعف بكثير من بلدان MENA. كما أن نسبة القروض إلى الناتج الداخلي الخام ضعيفة مقارنة بالدول المجاورة بسبب قلة القروض الممنوحة

<sup>1</sup> Mohamed Yazid Boumghar, op-cit, p42.

<sup>2</sup> Banque d'Algérie. (2013) : Rapport sur la Stabilité du système Bancaire Algérien 2009 – 2011, p22-25.

<sup>3</sup> Bouabdallah W et Attar A. (2018) : L'évolution du système bancaire algérien « Etude comparative / banques publiques et banques privées (2006-2016) », مجلة البحوث و الدراسات التجارية، Volume 2, Numéro 2.

لقطاع العائلات<sup>1</sup>. قدرت نسبة القروض الممنوحة من الناتج الداخلي الخام بـ21.6 بالمئة في 2015 مقابل 8 بالمئة فقط في 2001، و هذا رغم الفائض في السيولة البنكية، ما يؤثر سلبا على النشاط الاقتصادي ، يعرقل المؤسسات و يخفض من العرض الكلي. بحيث ينتج عن هذا زيادة في الواردات من أجل سد الفراغ ما بين العرض و الطلب. يمكن تفسير ضعف نسبة القروض الممنوحة بما يلي<sup>2</sup>:

- ضعف المنافسة في النظام المالي الذي يهيمن فيه القطاع البنكي الذي يعرف بدور هيمنة للبنوك العمومية التي بدورها لا تتبع سياسة فعالة في منح القروض. فطريقة تسيير هذه البنوك تجعلها لا تتخذ أية خطر و تفسر توفرها على احتياطات كبيرة؛
- لا تتوفر لدى البنوك معلومات كافية حول المقترضين و مشاريعهم؛
- فترات تأخير تأثير السياسة النقدية التي تدفع هذه البنوك إلى توخي الحذر.

تجعل طبيعة العلاقة المالية التي تربط المؤسسات العمومية و البنوك العمومية الكبيرة بالسلطة المركزية كوسيط، هذه الأخيرة تعطي للمؤسسات و بنوك القطاع العام تسهيلات، قد تؤدي إلى تعميم و انتشار المشاكل التي قد تواجهها المؤسسات العمومية إلى البنوك العمومية و السلطة المركزية. و هذا حتى إن بقي الخطر محدود نوعا ما، لأن البنوك العمومية تتوفر على رأس مال كاف و أن معظم القروض مضمونة من طرف الدولة<sup>3</sup>. تعتبر القروض غير الفعالة (القروض التي لم يتم تسديدها) مشكل كبير بالنسبة للبنوك العمومية خاصة خلال الفترة 2004-2007 لأن هذه الأخيرة لا تجيد تسيير خطر عدم التسديد بالنسبة للأعوان الخواص. عكس البنوك الخاصة التي لا تمثل القروض غير الفعالة و التي تخص المؤسسات الخاصة و العائلات إلا 4 بالمئة في نهاية 2009-2011. فإن القروض غير الفعالة عند البنوك العمومية مثلت 13 بالمئة من مجموع القروض في نهاية 2016. أما فيما يخص النظام البنكي ككل فإن معدل القروض غير الفعالة وصل إلى نسبة 9.8 بالمئة في 2015. قامت الحكومة خلال الفترة 2008-2011 بتسديد جزء كبير من السندات التي قامت بإصدارها و التي توافقت القروض غير الفعالة التي منحتها البنوك العمومية للمؤسسات العمومية. ارتفعت قيمة القروض الغير فعالة التي تم شرائها من طرف الخزينة العمومية إلى 546.1 مليار دينار في نهاية 2011<sup>4</sup>. و تم إطلاق قرض السندات في أبريل 2016 بوساطة كل المؤسسات البنكية و البريدية ما سمح بتعويض عدم قدرة القطاع البنكي لتمويل القطاع الإنتاجي . علما أن هناك تناقص للنمو في القطاعات خارج قطاع المحروقات في 2016 (خاصة

<sup>1</sup> Banque d'Algérie. (2013), op-cit, p24.

<sup>2</sup> Boudjani M, La Banque d'Algérie : Vers une Politique Monétaire Accommodante en 2016 ? Analyse de la Période 2007 -2014, Les cahiers du Cread, Volume 32, Numéro 118, p15.

<sup>3</sup> Fond Monétaire Internationale. (2018), op-cit, p17.

<sup>4</sup> Banque d'Algérie. (2013) : Rapport sur la Stabilité du Système Bancaire Algérien 2009 – 2011, p17-27.

في القطاع الزراعي و قطاع الخدمات) و الذي وصل إلى أدنى حد له منذ 1999 خاصة بسبب التناقص في النفقات.

من بين خصوصيات الاقتصاد الجزائري أنه يتميز بسوق مالية غير متطورة، بحيث يتم التمويل أساسا عن طريق النظام البنكي. حسب تقرير FEM (Le Forum Economique Mondiale) لسنة 2017، حصلت الجزائر على الترتيب 132 من بين 138 بلد فيما يخص تطور السوق المالية و يمكن تفسير هذا الأداء السيء أساسا بالمكانة الهامة التي يتخذها القطاع العام<sup>1</sup>. تميز الاقتصاد الجزائري في التسعينات بالتمويل تقريبا الكلي عن طريق الاقتراض البنكي، في ظل غياب التمويل عن طريق الأسواق المالية. وبما أن النظام البنكي كان يعرف نقصا هيكليا في السيولة فإن البنوك كانت تعتمد كليا على بنك الجزائر<sup>2</sup>. يهتم النظام البنكي الجزائري أساسا بتمويل الاحتياجات الوطنية. و حتى إن تغيرت حالة السيولة البنكية إلا أنه لا يزال يتم التمويل أساسا عن طريق منح القروض دون اللجوء إلى سوق رأس المال الدولية. حيث كان التمويل الداخلي للأعوان الاقتصاديين غير المالىين في 2011 بنسبة 97.9 بالمئة من طرف النظام البنكي و 1.2 بالمئة فقط من طرف السوق المالية، التي تقتصر في سوق السندات. يظهر ما سبق العلاقة الضعيفة ما بين النظام المالي الجزائري و النظام المالي العالمي، و ما يفسر التأثير الضعيف للأزمة المالية العالمية على الجزائر. فلم يتأثر النظام البنكي الجزائري بصفة مباشرة بالأزمة المالية العالمية في 2009. لكن تأثر بصفة غير مباشرة إثر الانخفاض في الطلب على البترول من طرف العملاء الذين تأثروا بهذه الأزمة. و عن طريق الانخفاض في أسعار البترول<sup>3</sup>.

### المبحث الثاني: تطور السياسة النقدية في الجزائر

عرف الاقتصاد الجزائري على غرار الاقتصاديات الأخرى عدة تقلبات و تغيرات دفعت بالسلطات العمومية والسلطات النقدية بالتأقلم من أجل تحديد السياسة الأنسب لمواجهة هذه التحديات. سوف نحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى أهم التغيرات التي عرفها الاقتصاد الجزائري وإلى الإجراءات المتخذة من طرف السلطات العمومية بشكل عام والسلطات النقدية على وجه الخصوص مع تحليل السياسة النقدية المنتهجة خلال أهم المراحل التي مر بها الاقتصاد الوطني، أهدافها، الأدوات المستعملة ومحاولة تحديد ما إذا سمحت القرارات والإجراءات المتخذة في هذا المجال بتحقيق الأهداف المسطرة.

<sup>1</sup> Benbahmed. T, Lohoues.H. (2014) : Perspective économique en Algérie,p2-10.

<sup>2</sup> Aoudia Kahina et Nait Mohamed. (2017) : Efficacité de la politique monétaire en Algérie (1990 – 2017), المجلة العلمية، لجامعة الجزائر3 p8.

<sup>3</sup> Banque d'Algérie. (2013) : Rapport sur la Stabilité du Système Bancaire Algérien 2009 – 2011, op-cit, p9-15.

المطلب الأول: السياسة النقدية في الجزائر غداة الاستقلال

استولت السلطات العمومية غداة الاستقلال الوطني على حق التحكم في كل ما يتعلق بالمجال النقدي أو البنكي. كان من الضروري استرجاع السلطة النقدية، حيث أنشئ بموجب القانون 62-144 الموافق ل 13 ديسمبر 1962 البنك المركزي الجزائري وتم تحديد بداية عمل هذا الأخير في 01/01/1963 بموجب المرسوم المؤرخ في 28/12/1962.

تمثلت الأهداف الرئيسية للبنك المركزي، في تلك الفترة، أساسا في الاستعمال الكلي لعوامل الإنتاج والاستقرار الداخلي و الخارجي للنقد، حيث تم تحديد مهامه كالآتي: " يضطلع البنك المركزي بمهمة توفير الظروف الأكثر ملائمة لتنمية منظمة للاقتصاد الوطني، والحفاظ عليها في ميدان النقد والقرض والصرف، من خلال ترقية استعمال جميع موارد الإنتاج في البلاد، مع الحرص على ضمان الاستقرار الداخلي والخارجي للنقد". أما فيما يخص أدوات السياسة النقدية التي تنص عليها القوانين الأساسية فهي تتمثل أساسا في: إعادة الخصم و التنازل على السندات الخاصة و العمومية (المادة 43،44،45 و 47)، تسليفات رهنية على الذهب أو العملات الأجنبية ( المادة 48) و عمليات السوق المفتوحة ( المادة 51)<sup>1</sup>.

إلا أن دور البنك المركزي الجزائري في الفترة الممتدة من 1962 إلى غاية 1990 لم يكن فعالا في ظل اعتماد التخطيط المركزي كنمط للتسيير، وكان هذا الأخير يمول الخزينة العمومية بدون أية حدود أو قيود. اعتبر النظام البنكي الجزائري قبل اصلاح 1990 كأداة لتمويل القطاع العام، وكان مجرد وسيط بين الخزينة العمومية و المؤسسات العمومية، كما أن البنوك لم تكن تحدد لمن تقرض و بالتالي لم تكن هناك منافسة فيما بينها<sup>2</sup>. عرفت الفترة التي تبعت الاستقلال الوطني أيضا زيادة معتبرة في معدل السيولة، حيث يمكن ملاحظة فجوة كبيرة بين التطور في الكتلة النقدية والنتاج الداخلي الخام، أي أنه هناك فائض في كمية النقود نسبة للاحتياجات الحقيقية للاقتصاد. كانت هذه الزيادة المعتبرة في كمية النقود من جراء الاستثمارات الضخمة المنتهجة من جهة وبسبب التقادم في العجز المحاسبي للمؤسسات العمومية التي لم تتمكن من تسيير نفقاتها على نحو فعال من جهة أخرى. فقد عرفت سنة 1965 التدخل الكبير للخزينة العمومية في كل قطاعات الاقتصاد، حيث قامت هذه الأخيرة بتلبية احتياجات تمويل الدولة التي مثلت حوالي 50 بالمئة من الناتج الداخلي الخام في 1994 إلى

<sup>1</sup> المجلس الشعبي الوطني الاقتصادي والاجتماعي. (2005): نظرة عن السياسة النقدية في الجزائر، ص20-21.

<sup>2</sup> Bakhouche Abderazak. (2017): Does the Financial Sector Promote Economic Growth? A Case of Algeria, Savings and Development, p. 24-25.

1970 و هذا من خلال الإصدار النقدي الذي يعتبر اجراء تضخمي و ما تم تسهيله بفضل عدم قابلية تحويل الدينار الجزائري<sup>1</sup>.

فيما يخص النقود الوطنية فإنها لم تؤدي مختلف وظائفها على مستوى القطاع الإنتاجي العمومي، حيث انحصرت في العائلات والمؤسسات الخاصة. فقد تم ملاحظة ما يعرف بالازدواجية، الناجمة عن إلزام المؤسسات العمومية بالقيام بجميع تسديداتها عن طريق حساباتها البنكية. مع ظهور انفصال واضح ما بين مؤسسات القطاع العمومي التي تتعامل أساسا عبر شبكة النقود الكتابية و ما بين قطاع الأسر التي كانت تتعامل أساسا عبر شبكة النقود الائتمانية. لم يكن للنقود الكتابية دور فعال في القطاع الإنتاجي العمومي، لأن استعمالها لا يقتضي انتقال الحقوق المالية بين المؤسسات التي تظل ملكيتها تابعة للدولة، كما أنها لا تسمح بالتحكيم بين مختلف الفرص. في حين أن النقود الائتمانية تحافظ على دورها الفعال، فهي تسمح لمالكيها بإجراء التحكيم بين مختلف الفرص وتسمح بانتقال الأموال بين الأعوان.

أما على المستوى الخارجي، فقد عزل التسيير الإداري لسعر الصرف الاقتصاد الوطني عن التقلبات الخارجية، إذ لم يسمح بالتصحيح العقلاني للموارد النادرة للعملة الصعبة. من ناحية أخرى فإن عدم قابلية تحويل الدينار اعتبرت كوسيلة في يد السلطات العمومية من أجل تقادي انتقال الموارد التي قد تخدم التنمية الاقتصادية خارج الوطن من جهة والتحكم في المجال النقدي و إصدار النقود دون الاهتمام بالوفاء بالتزاماتها مع الخارج من جهة ثانية<sup>2</sup>. حيث أن اندماج الجزائر في منطقة الفرنك كان يعني حرية تحويل رؤوس الأموال وبالتالي هروب كبير لهذه الأخيرة وتناقص في احتياطي الصرف الذي كان ضعيفا في تلك الفترة ما أدى بالسلطات العمومية إلى التوجه نحو التحكم في حركة رؤوس الأموال ابتداء من 1963.

تميزت فترة السبعينيات التي عرفت المخططين الرباعيين (1970-1973) و (1974-1977) بإخضاع دور النقد لسياسة الميزانية و تم الغاء الحد الأقصى لمساهمة البنك المركزي في تمويل الخزينة العمومية للدولة، فبعدما كانت السلطات الاقتصادية تتبع التسيير الإداري للاتمان أسند هذا الدور لوزارة المالية التي أصبحت تبحث عن ضمان تمويل احتياجات المؤسسات العمومية ضمن ما تم تخطيطه مركزيا. أما فترة الثمانينات فقد عرفت مجموعة من الإصلاحات التي أدت إلى التوجه أكثر نحو اللامركزية، حيث تم الفصل ما بين البنك المركزي كسلطة نقدية و البنوك التجارية بصور قانون القرض و النقد لسنة 1986. انبثق عن ذلك مخطط وطني للقرض و تمكين البنك المركزي من تفعيل آلية سعر إعادة الخصم و سعر الفائدة ابتداء من 1989<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Henni.A. (1987) : Monnaie Crédit et financement en Algérie (1962-1987), CREAD Centre de Recherche en Economie Appliquée pour le Développement, p128.

<sup>2</sup> Samir Bellal, op-cit, p17-19.

<sup>3</sup> بن نافلة نصيرة، مرجع سابق، ص199-198.

يظهر لنا مما سبق أنه لا يمكن التكلم في هذه الفترة على السياسة النقدية كأداة لتوجيهه والتأثير على الاقتصاد الوطني. بل ما كان يسمى سياسة نقدية في ذلك الوقت هو إجراء مراقبة انجاز المخطط، حيث أن العملة تستعمل لضمان ملائمة التدفقات النقدية مع التدفقات الحقيقية في شبكة المؤسسات العمومية، ومراقبة إنجاز مخطط العملة ليس سوى مراقبة إدارية تكون من وجهة نظر مالية. و من ناحية أخرى فإنه كان يتم تمويل العجز المالي لدى البنك المركزي، وبما أنا العجز المالي يقوم على العملة المركزية فإن ذلك أدى إلى نتائج تضخمية خطيرة.<sup>1</sup> بالتالي فإن السياسة النقدية في هذه الفترة لم تكن سوى وسيلة من أجل تحقيق الأهداف المسطرة من طرف الدولة، و لم تعتبر سوى مفهوم نظري تنص عليه القوانين التشريعية ليس له أي تطبيق في أرض الواقع، خاصة مع تطبيق أدوات مباشرة في تأطير القروض في ظل نظام بنكي هش<sup>2</sup>. كما أن البنك المركزي الجزائري لم يتمكن من تطبيق سياسة إعادة الخصم بسبب الزيادة الكبيرة في الإصدار النقدي الشيء الذي أدى إلى فقدان المعنى الاقتصادي لهذا الأخير<sup>3</sup>.

### المطلب الثاني: السياسة النقدية بعد إصلاحات 1990

لا يمكن التكلم عن سياسة نقدية حقيقية إلا بعد إصلاحات قانون النقد و القرض، الذي أتى بعد فشل القوانين البنكية الموافقة لسنة 1986 و سنة 1988 ، و التي لم تتلاءم مع الحالة السوسيواقتصادية التي كانت تعرفها الجزائر<sup>4</sup>. أما فيما يخص التوجهات و التغييرات في طبيعة السياسة المنتهجة فهي تتبع عموما التغييرات في حالة السيولة في السوق النقدية التي هي بدورها مربوطة بالتغييرات في أسعار البترول في السوق العالمية. سوف يتم تحليل السياسة النقدية من خلال هذا المطلب من خلال جانبيين. أولا حسب التطور في السيولة البنكية، و من ثم تحليل أهم الأدوات المستعملة ابتداء من إصلاحات 1990 إلى يومنا هذا.

#### 1- تطور السياسة النقدية حسب مختلف فترات الفائض أو النقص في السيولة التي عرفها النظام البنكي:

يمكن تحليل تطور السياسة النقدية في الجزائر في الفترات الثلاث الموالية: الفترة 1990-2001 التي تميزت بنقص في السيولة في النظام البنكي، الفترة 2001-2014 التي تميزت بفائض هيكلي في السيولة الناجم عن التحسن في أسعار البترول في الأسواق العالمية و أخيرا الفترة ما بعد 2014 التي عرفت فيها السوق النقدية عودة إلى نقص في السيولة بسبب الأزمة البترولية الأخيرة.

<sup>1</sup> المجلس الشعبي الوطني الاقتصادي والاجتماعي، مرجع سابق، ص26-28.

<sup>2</sup> فتحة مزارشي، مرجع سابق، ص242.

<sup>3</sup> Henni, A, op-cit, p81.

<sup>4</sup> Abbas A, op-cit, p210.

• الفترة 1990-2001:

تم إعادة النظر في بداية هذه الفترة في صلاحيات بنك الجزائر من خلال إصلاحات قانون النقد و القرض، و من ثم في طبيعة السياسة النقدية كوسيلة للتأثير على مؤشرات الاقتصاد الكلي و تحقيق أهداف محددة، بحيث لم تصبح النقود تعتبر كمجرد وسيلة للتسيير الإداري. تمثلت أدوات السياسة النقدية حسب قانون النقد و القرض في: إعادة خصم السندات العمومية والخاصة، عمليات السوق الحرة المتمثلة في بيع و شراء السندات العمومية والخاصة، التنازل عن السندات العمومية والخاصة نقدا والاحتياطي الاجباري. إلا أنه لم يتم تحديد سياسة نقدية فعلية خلال السنوات الثلاث الأولى لهذه الفترة بل كانت تتماشى مع السياسة العامة، و الهدف الوحيد الذي كان بإمكان بنك الجزائر أن يهتم به هو محاولة التحكم في التزايد الكبير للقروض التي كان يتم إعادة تمويلها كليا من طرفه<sup>1</sup>.

اعتمد بنك الجزائر قبل 1994 على فرض حدود قصوى على المبالغ الكلية لإعادة التمويل بالنسبة لكل بنك على حدى، من خلال تسهيل إعادة الخصم أو اتفاقات إعادة الشراء في سوق النقد ما بين البنوك. اعتمدت السياسة النقدية في 1991 أساسا على أربع أدوات مباشرة تمثلت في: فرض حدود قصوى للقروض الممنوحة (الائتمان المصرفي المقدم للمؤسسات) للمؤسسات و على كيفية إعادة الخصم من جانب البنوك، فرض حدود قصوى على صافي الائتمان المصرفي المقدم إلى 23 مؤسسة عامة كبيرة تخضع لإعادة الهيكلة المالية، فرض حدود قصوى فرعية على إعادة خصم الائتمان المصرفي المقدم إلى هذه المؤسسات و فرض حدود قصوى تقديرية على تدخلات بنك الجزائر في سوق المعاملات النقدية ما بين البنوك. أما خلال الفترة 1992-1993 فكانت السياسة النقدية توسعية بصفة أساسية، تهدف إلى تمويل احتياجات الائتمان لدى المؤسسات العمومية و العجز الموازي و احتياجات صندوق إعادة التقييم الذي أنشأ من أجل تمويل إعادة هيكلة المؤسسات العمومية. فقد تم التخلي على فرض الحدود القصوى على اقتراض البنوك، و هذا حتى إن بقيت الأدوات الرئيسية للسياسة النقدية تتمثل في الحدود القصوى على إمكانية حصول كل بنك على حدى على تسهيلات إعادة الخصم<sup>2</sup>.

كما تميزت الفترة 1990-1994 بتغيرات هيكلية مهمة تمثلت في تحرير الأسعار و أسعار الفائدة، من أجل مكافحة التضخم، الذي اعتبر هدفا رئيسيا للسياسة النقدية، و من أجل الحصول على معدلات فائدة موجبة. تم تحرير أسعار الفائدة المدينة ابتداء من 1990، عكس أسعار الفائدة الدائنة التي حدد لها سقف 20 بالمئة و لم تحرر حتى 1994. نفس الشيء بالنسبة لسعر الفائدة ما بين البنوك الذي حدد له سقف 18 بالمئة<sup>3</sup>. تم التخلص من هذه السقوف، لكن من أجل تقادي تأثير سلبي على تكلفة الاقتراض تم فرض سقف مؤقت على

<sup>1</sup> Ilmane M.C, Les trois phases de développement de système bancaire et monétaire Algérien, op-cit, p28.

<sup>2</sup> صندوق النقد الدولي، كريم الشاشيبي و آخرون. (1998): الجزائر: تحقيق الاستقرار و التحول الى اقتصاد السوق، ص58.

<sup>3</sup> Conseil National Economique et Social, op-cit, p72.

الفرق بين نسبة الإيداع و الاقتراض من البنوك التجارية بمقدار خمس نقاط مئوية من أجل تفادي الإفراط في الإقراض، حيث ألغي هذا الاجراء في ديسمبر 1995<sup>1</sup>.

طبق خلال الفترة 1994-1998 برامج الاستقرار الاقتصادي (1994-1995) و التعديل الهيكلي (1995-1998) من أجل التوجه نحو اقتصاد السوق. حيث عرفت السياسة الاقتصادية و المالية تغير جذري في 1994، و من بين التغيرات الهيكلية التي عرفت هذه الفترة التخلص من المراقبة على التبادلات الخارجية و تحرير التجارة الخارجية. تم تحديد السياسة النقدية من أجل أن تتماشى مع أهداف هذه البرامج و لم يكن دورها واضحا ضمن الإجراءات المتخذة في ظل هذه الأخيرة.<sup>2</sup> لكن تم تشديد السياسة النقدية كثيرا ابتداء من عام 1994 بهدف خفض من معدل التضخم و دعم استقرار سعر الصرف.<sup>3</sup>

حدد قانون النقد و القرض من خلال الفقرة الأولى من المادة رقم 55 الاستقرار الداخلي و الخارجي للنقد كأحد أهداف السياسة النقدية. لكن طغى هدف استقرار الأسعار على الأهداف الأخرى خاصة خلال فترة التعديل الهيكلي (1994-1998)، و واصل بنك الجزائر تركيزه على هذا الهدف حتى بعد تحقيق استقرار معدل التضخم في 1997<sup>4</sup>. تمثل التعليمات 16-94 الخاصة بأدوات السياسة النقدية و إعادة تمويل البنوك التي توافقت هذه الأخيرة تاريخ 09/04/1994 أول نص قانوني يحدد أدوات و أهداف السياسة النقدية. و سمحت بتحديد استقرار الأسعار كهدف رئيسي نهائي للسياسة النقدية. من أجل تحقيق هذا الأخير تم تحديد هدفين وسطين هما خفض من معدل نمو الكتلة النقدية و معدل نمو القروض، إلى جانب هدفين تشغيليين تمثلا في تحديد سقف أعلى للموجودات الداخلية الخاصة ببنك الجزائر (القروض الموجهة للحكومة و القروض الموجهة للبنوك) و تلك الخاصة بالبنوك الثانوية (القروض الموجهة للحكومة و القروض الموجهة للاقتصاد)<sup>5</sup>. نصت هذه التعليمات على مجموعة من الأدوات تمثلت في:

- مجموعة من أسعار الفائدة من أجل توجيه الأسعار الفائزة البنكية: معدل إعادة الخصم الذي تم تثبيته عند 15 بالمئة، معدل فائدة تدخل بنك الجزائر في السوق النقدية و محور تدخل بنك الجزائر في السوق النقدية الذي تم تثبيته عند 20 بالمئة و المعدل الخاص بالقروض المقدمة للبنوك من طرف بنك الجزائر

<sup>1</sup>رميدي عبد الوهاب و بوضياف مختار (2014): أثر التحرير المالي على السياسة النقدية في الجزائر للفترة (1990-2010)، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 5، العدد 1، ص77.

<sup>2</sup>المجلس الشعبي الوطني الاقتصادي والاجتماعي، مرجع سابق، ص44-40.

<sup>3</sup>صندوق النقد الدولي، كريم النشاشيبي و آخرون، مرجع سابق، ص61.

<sup>4</sup> Ilmane.:M. C. (2006) : Réflexion sur la politique monétaire en Algérie : objectifs instruments et résultats (2000-2004), Cahier du CREAD, p73.

<sup>5</sup> Ould Henna Hadjer, op-cit, p125.

في الحساب الجاري الذي ثبت عند 24 بالمئة. إلى جانب حذف السقف على معدل الفائدة ما بين البنوك؛

- تحديد حد الأقصى لهامش الربح المصرفي من أجل تجنب الارتفاع المفرط لتكلفة الاقتراض، في ظل نقص في التنافسية في النظام البنكي؛
- التحكم المباشر في القروض من خلال تحديد سقف أعلى لتدفقات القروض الممنوحة للمؤسسات الغير مستقلة؛
- تدخل بنك الجزائر في السوق النقدية من خلال عمليات الأخذ أو/ و المنح على سبيل إعادة الشراء؛
- تحديد سقف لإعادة التمويل بصفة عامة و سقف لإعادة الخصم بالنسبة لكل بنك على حدى؛
- المناقصة في القروض؛
- ادراج الاحتياطي الاجباري الذي يمول بمعدل 11.5 بالمئة؛
- العمليات على السوق المفتوحة<sup>1</sup>.

تلخصت بالتالي وسائل السياسة النقدية في مجموعة من الأدوات المباشرة من بينها السقف على إعادة الخصم، المناقصة في القروض و تأطير القروض بالنسبة للمؤسسات العمومية<sup>2</sup>. بقيت هذه الأدوات سارية المفعول بصفة منتظمة، حيث تم تخفيض نسبة معدل إعادة الخصم بانتظام منذ أوت 1995 وفقا للتغيرات في مؤشرات الاقتصاد الكلي إلى غاية 2001 و لعب دور سعر الفائدة الموجه. إضافة إلى إعادة تمويل البنوك التجارية لدى بنك الجزائر في السوق النقدية من أجل تعديل السيولة يوميا<sup>3</sup>. بينما تم استعمال بعض الأدوات بصفة مؤقتة مثل الحد الأقصى لهامش الربح المصرفي التي حذف في ديسمبر 1995. و محور تدخل البنك المركزي في السوق النقدية الذي حذف في جوان 1997. أما فيما يخص الوسائل المباشرة المتمثلة في الاحتياطات الاجبارية وعمليات السوق الحرة فلم تكن وظيفية. لم يتم استعمال الاحتياطي الاجباري، الذي أدرج في أول مرة في 1994 بمعدل ضعيف قدره 2.5 بالمئة، بسبب النقص في السيولة الذي كان يعرفه النظام البنكي قبل 2001. أما فيما يخص عمليات على السوق المفتوحة فإن عدم توفر أوراق مالية عمومية في السوق النقدية كان يعتبر عائقا. كما أنه لم يكن بوسع السلطات النقدية استعمال أسعار الفائدة التي كانت لا تزال سالبة. كما بدأ بنك الجزائر في 1995 في مزادات إعادة الشراء من أجل توفير السيولة، و التي كانت تهدف إلى تقوية دور أسعار الفائدة من خلال تعزيز الشفافية و التنافسية في معايير تخصيص الائتمان في الأسواق. زادت أهمية هذه الأداة و اللجوء إليها حيث تضاعفت عشرة مرات من 1994 إلى 1996. كما تم تنفيذ في 1995 نظام رسمي

<sup>1</sup> Instruction N° 16-94 du 09 Avril 1994 Relative aux Instruments de Conduite de la Politique Monétaire et au Refinancement des Banques, [www.bank-of-algeria.dz](http://www.bank-of-algeria.dz), 28/08/2019.

<sup>2</sup> Ilmane .M C, Les trois phases de développement de système bancaire et monétaire Algérien, op-cit .p28.

<sup>3</sup> المجلس الشعبي الوطني الاقتصادي والاجتماعي، مرجع سابق، ص45-54.

للمزادات لبيع سندات الخزنة القابلة للتداول في سوق النقد. من بين المشتركين في هذه المزادات البنوك و المؤسسات المالية غير المصرفية. حيث سهل هذا النظام تطبيق عمليات السوق المفتوحة من جانب بنك الجزائر في ديسمبر 1996<sup>1</sup>.

اعتبرت السياسة النقدية خلال هذه الفترة ضرورة من أجل التنسيق مع توجهات السلطات العمومية، هذا إلى جانب النقص في السيولة الذي عرفه النظام البنكي و الذي كان يستوجب تدخل بنك الجزائر من أجل تقادي افلاس النظام المصرفي. أما فيما يخص النتائج الإيجابية التي تم التوصل إليها و المتمثلة في الخفض المعتبر في مستوى الأسعار و تحقيق استقرارها خلال الفترة 1996-1997 إلى جانب التوصل إلى معدلات فائدة إيجابية في 1997، فإنه لا يعود حتما إلى أداء السياسة النقدية وحدها بل إلى التوفيق بين هذه الأخيرة و سياسة مالية حذرة، تمثلت في ترشيد النفقات العمومية من أجل الخفض من العجز الموازي. و التي صاحبته سياسة الصرف، إلى جانب التحسن في أسعار البترول<sup>2</sup>.

#### • الفترة 2001-2014:

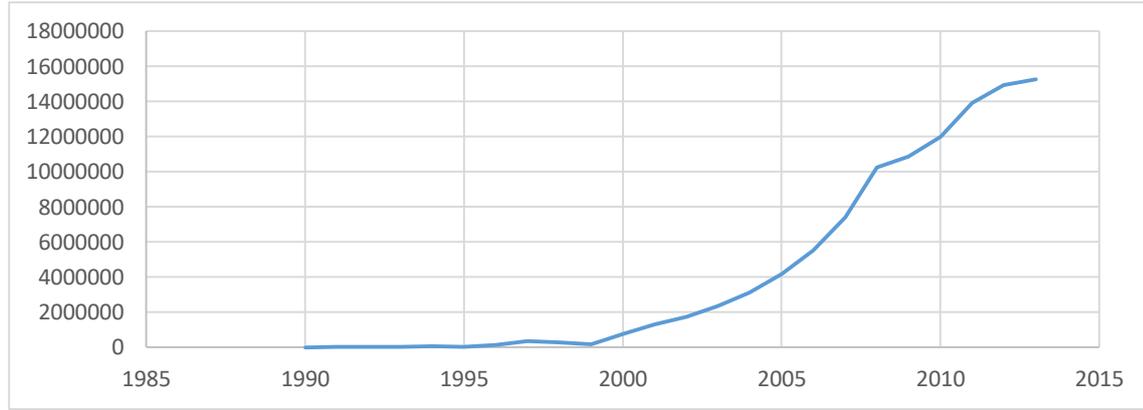
اعتبرت السياسة النقدية في الفترة الأولى كجزء من برنامج التعديل الهيكلي، حيث أنه تم التحكم في عرض النقود أساسا بفضل الإيرادات البترولية نظرا لكون عرض النقود يتحدد أساسا بتطور هذه الأخيرة بالعملة الصعبة. إلا أن التحسن في أسعار النفط ابتداء من 1999، و بالتالي زيادة الإيرادات البترولية، أدى إلى تغير جذري لحالة السيولة في السوق النقدية الجزائرية، حيث تحول العجز في السيولة إلى حالة فائض في السيولة النقدية الذي أصبح هيكليا مع مرور الوقت. كما أن ظهور الفائض في السيولة أدى إلى زيادة المكانة التي تتخذها الأصول الخارجية في الخلق النقدي، علما أن هذه الأخيرة أصبحت المصدر الرئيسي للخلق النقدي ابتداء من 2005 ما لا يسهل تطبيق السياسة النقدية بسبب طبيعتها المستقلة<sup>3</sup>. حيث بلغت هذه الأخيرة قيمة 4,179,700 مليون دينار جزائري في 2005 و واصلت في الارتفاع لتصل أعلى قيمة لها في 2014 أين بلغت 15,824,500 مليون دينار جزائري.

<sup>1</sup> صندوق النقد الدولي، كريم النشاشيبي و آخرون، مرجع سابق، ص60.

<sup>2</sup> Aoudia Kahina et Nait Mouhamed, op-cit, p12.

<sup>3</sup> Yamma Achour Tassi , op-cit,p23.

الشكل (2،2): صافي الأصول الخارجية (مليون دينار جزائري)



المصدر: بنك الجزائر، الديوان الوطني للإحصائيات.

دفع تزايد نسبة السيولة في السوق النقدية بنك الجزائر إلى التدخل من أجل تفادي إفراط البنوك في تقديم القروض ما قد يؤدي إلى زيادة معدل التضخم، حيث تمثل هدف السياسة النقدية في هذه الفترة في التحكم في الأسعار بالتحكم في الفائض. إلا أن البنوك لم تصبح تلجأ إلى بنك الجزائر من أجل إعادة التمويل بسبب الفائض في السيولة لديها، ما يقلل من عدد الإمكانيات و أدوات السياسة النقدية التي يمكن استعمالها. قام بنك الجزائر في ظل هذه الظروف بداية باللجوء إلى الاحتياطي الاجباري الذي تم إعادة ادراجه في 2001. إلا أن التعجيل باستخدام هذه الأداة و الرفع فيها تدريجيا إلى غاية قيمة 12 بالمئة لم يكن كافيا لتجميد حصة كافية من السيولة المصرفية، علما أن نسبة هذا الأخير قد تصل إلى 15 بالمئة.

لا تتميز أداة الاحتياطي الاجباري بالمرونة، حيث أن الوقت اللازم من أجل تشكيل الاحتياطي من طرف البنوك يتم خلال شهر، ما دفع بنك الجزائر إلى إدراج استرجاع السيولة كأداة جديدة غير مباشرة في أبريل 2002. تعتبر هذه الأخيرة أكثر فعالية من الأداة السابقة، حيث أنه يمكن تعديلها يوما بعد يوم، إلى جانب عدم اجبارية المشاركة في عمليات استرجاع السيولة ما يتيح لكل بنك إمكانية تسيير سيولتها<sup>1</sup>. سمحت هذه الأداة بامتصاص كميات معتبرة من السيولة في السوق النقدية ما بين البنوك و التي تراوحت ما بين 100 مليار دينار جزائري و 160 مليار دينار جزائري في 2002.

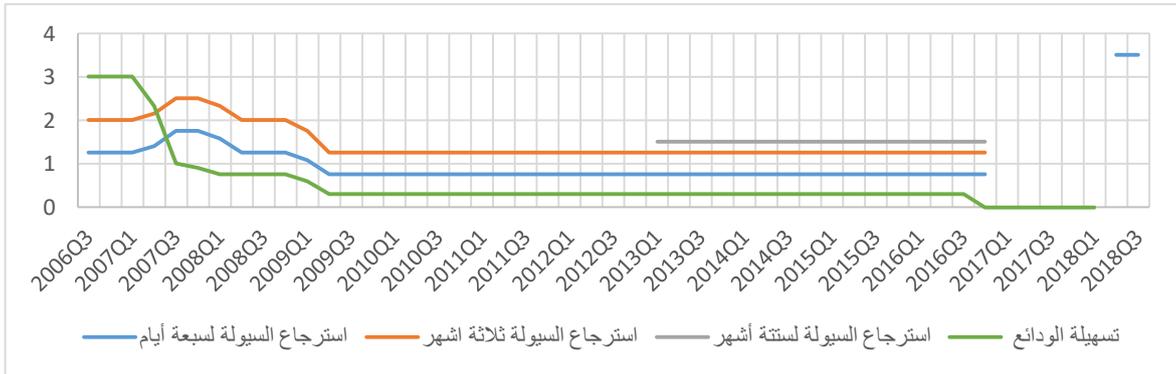
تميز العام 2005 بتناقص في معدل نمو السيولة البنكية<sup>2</sup>. إلا أن الطبيعة الهيكلية لهذه الأخيرة دفعت بنك الجزائر إلى إدراج أداة استرجاع السيولة لثلاث أشهر ابتداء من أوت 2005 بمعدل 1.9 بالمئة، إلى جانب إدراج تسهيلات الودائع بمعدل 0.3 بالمئة في شهر جوان لنفس السنة. حيث سمحت الأدوات السابقة بالرفع من

<sup>1</sup> Ilmane M. C, Réflexion sur la politique monétaire en Algérie : objectifs instruments et résultats (2000-2004), op-cit, p84.

<sup>2</sup> Banque d'Algérie. (2006) :Rapport 2005 Evolution Economique et Monétaire en Algérie, p162.

الاحتياطات البنكية لدى بنك الجزائر. نظرا للتراجع في السيولة البنكية سنة 2009، فقد قام بنك الجزائر بتثبيت استرجاع السيولة عند 1,100 مليار دينار جزائري. و هذا من أجل ترك المجال للبنوك من أجل التعامل مع هذه السيولة من خلال تسهيلات الودائع. حيث أنه تم خفض من معدل الفائدة الخاص بهذه الأداة، و خفض من معدل تمويل الاحتياطي الاجباري في نفس الفترة. عاد بنك الجزائر إلى الرفع من استرجاع السيولة في 2012 أين بلغت 1,350 مليار دينار جزائري بسبب الارتفاع لمعدل التضخم في الفصل الثاني لعام 2011 الناتج عن صدمة في أسعار الاستهلاك<sup>1</sup>. أما سنة 2013 فقد تميزت بإدخال أداة استرجاع السيولة لمدة 6 أشهر بمعدل 1.5 بالمئة ابتداء من جانفي، حيث تسمح استرجاع السيولة لثلاثة أشهر ولسته أشهر بامتصاص الأموال القابلة للإقراض في السوق النقدية بين المصارف<sup>2</sup>. و نلاحظ على العموم كما يبينه الشكل الموالي أن بنك الجزائر أعطى أهمية أكبر لأداة استرجاع السيولة، حيث أن معدل استرجاع السيولة أكبر من ذلك الخاص بتسهيلات الودائع، باستثناء الأشهر الأولى للجوء إلى أدوات ضخ السيولة في نهاية سنة 2016 و بداية سنة 2017.

الشكل (3,2): المعدلات الخاصة بأدوات استرجاع السيولة و تسهيلات الودائع (نسبة مئوية)



المصدر: بنك الجزائر.

عرفت هذه الفترة تعديلا لقانون النقد و القرض 90-10 من خلال الأمر 03-11 الصادر في أوت 2003. حيث تحدد المادة 35 من هذا الأخير أهداف السياسة النقدية على أنها تحقيق نمو سريع للاقتصاد مع السهر على تحقيق الاستقرار الداخلي و الخارجي للنقد. و أظهرت التعديلات الخاصة بالأمر 10-04 الصادر في أوت 2010 المعدل و المتمم للأمر 03-11 من خلال المادة الثانية تحديد استقرار الأسعار كهدف نهائي للسياسة النقدية إضافة إلى هدف الاستقرار المالي إثر أزمة الرهن العقاري لسنة 2008. لكن رغم التعددية في الأهداف النهائية إلا أن بنك الجزائر احتفظ باستقرار الأسعار كهدف نهائي وحيد منذ 2001. فقد تم الاعتماد على سياسة نقدية على شكل قاعدة من خلال استهداف معدل تضخم قدره 3 بالمئة إلى غاية سنة 2006. ثم

<sup>1</sup> Aoudia Kahina et Nait Mouhamed, op-cit, p14.

<sup>2</sup> Banque d'Algérie. (2014) : Rapport 2013 Evolution Economique et Monétaire en Algérie, p148.

استهداف مجال ينحصر ما بين 3 و 4 بالمئة خلال السنتين التي تلت ، ليعود بنك الجزائر إلى استهداف قيمة محددة لمعدل تضخم ابتداء من 2009 قدرها 4 بالمئة<sup>1</sup>.

في حين يعتبر التغيير في السيولة البنكية و تغيير سياسة بنك الجزائر من خلال أدوات جديدة من أجل امتصاص هذه الأخيرة أهم ما يميز الفترة 2001-2014، إلا أن هذه الأخيرة عرفت تغييرات أخرى. فبعد تحرير التجارة الخارجية في الفترة التي سبقت، غيرت السلطات في سنة 2009 سياستها في هذا المجال. فقد تم إلغاء قروض الاستهلاك و أجبرت البنوك على تمويل التجارة الخارجية بالقرض المستندي غير القابل للإلغاء و المؤكد فقط. كما لم يسمح الأمر 10-04 من تطوير حجم البنوك الأجنبية بسبب تحديد نسبة الشراكة الوطنية المقيمة ب 51 بالمئة على الأقل من مال البنوك و المؤسسات المالية التي يحكمها القانون الجزائري<sup>2</sup>.

نلاحظ بالتالي أن هناك تغير جذري للسياسة النقدية المنتهجة ابتداء من 2001 مع ظهور الفائض في السيولة، و تزامنا مع تطبيق برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي 2001-2004 و برنامج دعم النمو الاقتصادي 2005-2009. حيث أن التحكم غير المباشر في السيولة مكن بنك الجزائر في التحكم في معدل التضخم، الذي استقر حول الهدف 3.7 بالمئة. إلا أنه يجدر الإشارة هنا أيضا إلى دور السياسة المالية في تحقيق هذه النتائج. إذ أن تجميد كمية معتبرة من الإيرادات البترولية من خلال خلق صندوق ضبط الإيرادات الذي أنشأ في 2000، إلى جانب تمويل الخزينة العمومية جزئيا لعجزها بالضح من هذا الأخير و جزئيا عن طريق البنوك، أدى إلى ضخ كم هائل من السيولة البنكية. بالتالي ساندت السياسة المالية الحذرة و تحديد الائتمان من طرف البنوك السياسة النقدية في سعيها إلى تحقيق استقرار معدل التضخم<sup>3</sup>.

#### • الفترة من 2014 إلى يومنا هذا:

عرفت هذه الفترة تقلبات هامة في السيولة البنكية. فبعدما ركز بنك الجزائر خلال أكثر من عشر سنوات التي سبقت، من خلال سياسته النقدية، على ضخ الفائض الهيكلية في السيولة. أظهرت الأزمة البترولية التي مست الاقتصاد الجزائري ابتداء من 2014 أن هذا الأخير في توجه، بعد أربعة عشر سنة من حالة فائض هيكلية في السيولة، إلى حالة نقص وحاجة إلى إعادة التمويل. حيث انتقلت السيولة البنكية من 82 بالمئة في سنة 2015 إلى 79 بالمئة في سنة 2016. حتى إن لم يدم هذا الانخفاض، بما أن هذه الأخيرة ارتفعت لتصل إلى نسبة 82 بالمئة سنة 2018، و التي هي نسبة مماثلة لتلك التي تم تسجيلها في 2015. و كنتيجة ثانية

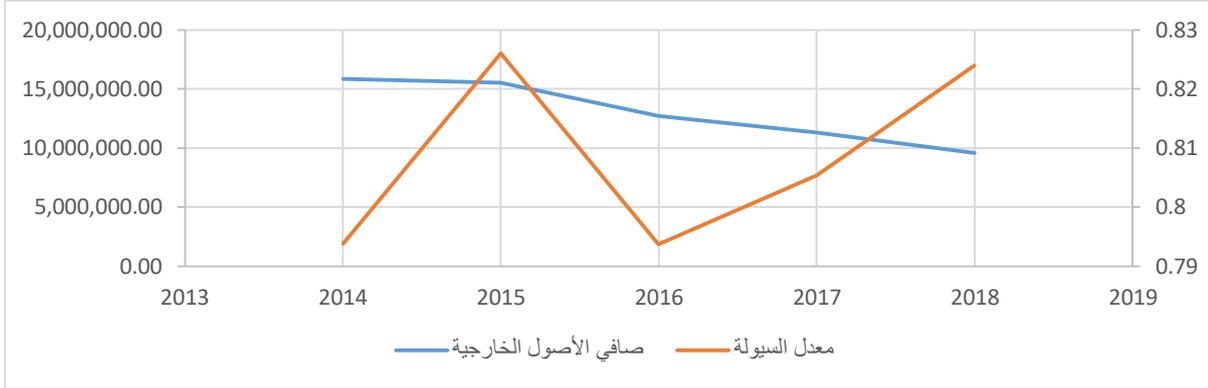
<sup>1</sup>شلغوم عميروش. (2017): فعالية السياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة 2000-2015 : دراسة تحليلية، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 3، العدد 1 ، ص36-37.

<sup>2</sup>رميدي عبد الوهاب و بوضياف مختار، مرجع سابق، ص77.

<sup>3</sup> Ilmane M. C, Les trois phases de développement de système bancaire et monétaire Algérien, op-cit , p29-30.

لانخفاض أسعار البترول، الانخفاض المتواصل لصافي الأصول الخارجية لأول مرة منذ التسعينات، و التي لم تصبح أهم مصادر النمو النقدي. فانقلت هذه الأخيرة من 15,824,500 مليون دينار جزائري سنة 2014 إلى 9,572,400 مليون دينار جزائري في 2018 و 8,965,700 في الربع الأول من سنة 2019<sup>1</sup>.

الشكل (4,2): معدل السيولة (نسبة مئوية) و صافي الأصول الخارجية (مليون دينار جزائري) خلال الفترة 2014-2018



المصدر: بنك الجزائر .

استجاب بنك الجزائر إلى التغير في أسعار البترول الذي نتج عنه تغيير في نسبة السيولة في الاقتصاد بتغيير سياسته النقدية من أجل سياسة نقدية أكثر ملائمة. حيث تمثلت أهم إجراءات بنك الجزائر من أجل التكيف للوضع الجديد فيما يلي:

- التناقص في استرجاع السيولة (و باقي الأدوات المستعملة من أجل ضخ الفائض في السيولة) في 2015 التي أصبحت في تلك الفترة نصف ما كانت عليه في 2014<sup>2</sup>. كما أنه تم التخلي عن هذه الأدوات ابتداء من سنة 2016. فقد تم التخلي عن أدوات استرجاع السيولة لسبعة أيام، ثلاثة أشهر و ستة أشهر في مارس 2017. كما تم خفض من معدل تسهيلات الودائع إلى الصفر ابتداء من أكتوبر 2016. كما يوضحه المنحنى رقم (3،2) السابق. إلى جانب خفض من معدل تشكيل الاحتياطي الاجباري من 8 بالمئة إلى 4 بالمئة في أوت 2017.
- التغيير في سياسة الصرف في نهاية 2015 من خلال خفض من سعر عملة الدينار الجزائري من أجل الحد من التأثير السلبي للتناقص في أسعار البترول، الذي انخفض بمقدار 20 بالمئة بالنسبة للدولار الأمريكي و ب 3.8 بالنسبة للأورو. حيث أن الهدف من هذه السياسة يتمثل في التقليل من عملية الاستيراد من حيث الحجم و القيمة و مواجهة بالتالي التراجع في المداخيل بالعملة الصعبة. تم

<sup>1</sup> Banque d'Algérie, Bulletin statistique trimestriel, N°46, juin 2019.

<sup>2</sup> Rapport de Conjoncture Economique et sociale, op-cit, p44.

التخلي عن هذه السياسة ابتداء من سنة 2016 و لجأت إلى الخفض من الانفاق العام ، لتعود إلى الخفض من قيمة العملة مجددا لكن بنسبة أقل في منتصف 2017<sup>1</sup>.

• تم اللجوء أيضا إلى التمويل الداخلي من أجل تمويل العجز في الميزانية حيث عرف الاقتراض الداخلي زيادة قدرها 137 بالمئة ما بين 2015 و 2016. ما يظهر توجه السلطات العمومية نحو السوق الداخلية من أجل إعادة التمويل في اطار (L'emprunt National de Croissance Economique) ENCE<sup>2</sup>.

• أدى التغير في حالة السيولة في السوق النقدية من جهة أخرى إلى لجوء البنوك إلى بنك الجزائر مجددا من أجل إعادة تمويلها . سمح هذا بإعادة إحياء أداة إعادة الخصم، الذي لم يتم اللجوء إليه و لم يتغير منذ السابع من مارس 2004. حيث قام بنك الجزائر بالخفض من هذا الأخير، الذي انتقلت قيمته من 4 بالمئة إلى 3.5 بالمئة في الأول من أكتوبر 2016. يسمح هذا الاجراء من جهة بسد حاجة البنوك إلى إعادة التمويل ، و باسترجاع قدرة بنك الجزائر في التحكم في نسبة السيولة و أسعار الفائدة على المدى القصير<sup>3</sup>.

• كما قام بنك الجزائر، استجابة للتغيرات في معدل السيولة إلى جانب إعادة إدراج أدوات إعادة التمويل بالاستعانة بأداة السوق المفتوحة لسبعة أيام التي أصبحت تمثل أدواته الرئيسية . و قدر المعدل الخاص بالأداة العمليات على السوق المفتوحة التي أدرجت في مارس 2017 ب 3.5 بالمئة. استرجاع السيولة لسبعة أيام هي الأولى التي وضعت قيد التنفيذ. تبعتها العمليات على السوق المفتوحة ل 3، 6 و 12 شهرا في شهر ماي لنفس السنة. حيث بلغت نسبة السيولة التي تم ضخها من خلال هذه الأداة 595,600 مليون دينار جزائري في أكتوبر 2017<sup>4</sup>. تم التخلي على هذه الأخيرة في مارس 2018 ، إلا العمليات على السوق المفتوحة لسبعة أيام التي بقيت سارية المفعول إلى غاية الربع الأول من 2019<sup>5</sup>.

لم يكن الانخفاض في معدل السيولة دائما. عاد ظهور الفائض في السيولة ابتداء من منتصف نوفمبر 2017. حيث وصل الفائض في السيولة إلى 1,500 مليار دينار جزائري في الأشهر الأولى لسنة 2018. كما أن نسبة السيولة خلال الفترة 2014-2018 تبقى مرتفعة مقارنة بالفترات السابقة. فإن هذه الأخيرة تراوحت ما

<sup>1</sup> Fond Monétaire Internationale. (2018), op-cit, p5.

<sup>2</sup> Tarik Benbahmed et Hervé Lohoues, op-cit , p6-12.

<sup>3</sup> Fonds monétaire international, op-cit, p12-24.

<sup>4</sup> بنك الجزائر، التقرير السنوي 2017 التطور الاقتصادي و النقدي للجزائر، جويلية 2018، ص130.

<sup>5</sup> Banque d'Algérie, Bulletin statistique trimestriel, n°40, décembre 2017, p17.

بين 72 بالمئة و 82 بالمئة في حين أن السيولة البنكية خلال الفترة 2000-2008 على سبيل المثال تراوحت ما بين 54 بالمئة و 72 بالمئة، و لم تصل 80 بالمئة إلا ابتداء من 2009. كما يوضح الجدول الموالي فإن متوسط السيولة البنكية يبقى أكبر خلال الفترة 2014-2018 مقارنة بالفترة 2001-2013 التي عرفت بالفائض الهيكلي للسيولة، و مقارنة بالفترة 1990-2000.

الجدول (1،2): متوسط نسبة السيولة

الفترة	متوسط نسبة السيولة
2000-1990	0.56
2013-2001	0.70
2018-2014	0.80

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات بنك الجزائر .

في ظل عودة الارتفاع في معدل السيولة، اضطر بنك الجزائر إلى التغيير في سياسته النقدية مجددا. عاد بالتالي هذا الأخير إلى أدوات استرجاع السيولة من أجل الحفاظ على هدف استقرار الأسعار في حالة الفائض في السيولة<sup>1</sup>. و قام بإعادة ادراج استرجاع السيولة لسبعة أيام بمعدل 3.5 بالمئة في أفريل 2018. إلى جانب الرفع في معدل إعادة الخصم إلى نسبة 3.75 بالمئة في ماي 2017 ، و الرفع في معدل تشكيل الاحتياطي الاجباري إلى 10 بالمئة في جوان 2018، ثم إلى 12 بالمئة في فيفري 2019<sup>2</sup>.

ساهم في الارتفاع في معدل السيولة لجوء بنك الجزائر إلى التمويل غير التقليدي، الذي تقدر مساهمته بمقدار 1,380,600 مليون دينار جزائري في نهاية ديسمبر من سنة 2017<sup>3</sup>. بعد توجه السلطات العمومية نحو سياسة مالية توسعية في الربع النهائي من سنة 2017 و النصف الأول للسنة الموالية، تزامنا مع ارتفاع عام في أسعار البترول في السوق العالمية. وهذا بهدف الرفع من معدل البطالة و معدل النمو الذي عرف انخفاضا في النصف الأول من عام 2017<sup>4</sup>. عدم رغبة السلطات العمومية في اللجوء إلى الاقتراض الخارجي أو الاستمرار في خفض من العملة الوطنية في 2018 واستبعاد خيار خفض من الانفاق الحكومي، الذي قد يكون له أثر سلبي على النمو الاقتصادي، هو الذي دفعها إلى اللجوء إلى التمويل غير التقليدي<sup>5</sup>.

توجه بنك الجزائر إلى التمويل غير التقليدي بموجب المادة 45 حسب التعديلات التي أتى بها الأمر 17-10 الموافق لأكتوبر 2017، الذي جاء لتكميل الأمر رقم 03-11 الموافق لأوت 2003 الخاص بقانون النقد

<sup>1</sup> Banque d'Algérie, Conduite de la Politique Monétaire, [www.bank-of-algeria.dz](http://www.bank-of-algeria.dz), 16/04/2019.

<sup>2</sup> Banque d'Algérie, Bulletin statistique trimestriel, n°45, décembre 2017, p17.

<sup>3</sup> بنك الجزائر، التقرير السنوي 2017 التطور الاقتصادي و النقدي للجزائر، جويلية 2018، ص131.

<sup>4</sup> World Bank Staff estimates and projections, p1./ <http://www.banquemondiale.org>, 10/04/2019, 18 :02.

<sup>5</sup> Fond Monétaire Internationale. (2018),op-cit, p11.

و القرض. يسمح هذا التعديل لبنك الجزائر باشتراء السندات التي تصدرها الخزينة بصفة مباشرة لمدة خمس سنوات. ما يدخل ضمن السياسة غير التقليدية التي توجه إليها بنك الجزائر من أجل مواجهة الأزمة الاقتصادية إثر انخفاض أسعار البترول، و بعد فشل عمليات الاستدانة الداخلية<sup>1</sup>. يتدخل بنك الجزائر بشراء سندات الخزينة العمومية من أجل التمويل العمومي بصفة عامة و من أجل تمويل سندات القرض الوطني من أجل النمو التي صدرت عام 2016، سندات الخزينة الصادرة مقابل شراء الدين البنكي لسونلغاز وسندات الخزينة الصادرة لفائدة سوناطراك كتعويض عن الفارق بين سعر الوقود المستورد وسعر مياه البحر المحلاة على وجه الخصوص. كما ينص هذا التعديل على تمويل الصندوق الوطني للاستثمار في إطار مساهمات الدولة في الاستثمارات طويلة المدى لبرامج الاستثمار العمومي<sup>2</sup>.

لم يكن الاقتراض الذي منحه بنك الجزائر إلى الخزينة العمومية في 2017 كافيا من أجل تغطية العجز الموازي الذي قدر في 2016 ب 740,000 مليون دينار جزائري. و هذا لأن القانون لا يسمح لهذا الأخير، حسب المادة 46 من قانون النقد و القرض بتقديم قروض تتجاوز 10 بالمئة من إجمالي الإيرادات العادية للدولة للسنة الماضية، و التي توافق 306,400 مليون دينار جزائري. دفع هذا بنك الجزائر إلى التوجه نحو التمويل غير التقليدي يسمح بتجاوز هذه القيود خلال خمس سنوات ابتداء من 2017. حيث أصبح بإمكان بنك الجزائر شراء السندات الحكومية بصفة مباشرة من الخزينة العمومية في السوق الأولية. بعدما كان مجبرا على شرائها في السوق الثانوية قبل التعديل 10-17<sup>3</sup>

## 2- تطور أهم أدوات السياسة النقدية في الجزائر

مما سبق يتبين لنا أن بنك الجزائر لجأ إلى مجموعة من الأدوات في إطار سياسته النقدية، سواء كانت مباشرة أو غير مباشرة أم تقليدية أو غير تقليدية. و حتى إن اهتم أساسا بهدف استقرار الأسعار، إلا أن الأدوات التي تم اللجوء إليها تغيرت على حسب التغير في الوضع الاقتصادي على العموم و على حسب التغير في الإيرادات البترولية و السيولة على وجه الخصوص. تلخص هذه الأدوات فيما يلي:

<sup>1</sup> [www.bank-of-algeria.dz](http://www.bank-of-algeria.dz), 15/02/2019.

<sup>2</sup> هذباء هدى يونسى و مدوخ ماجدة. (2019): أثر سياسة التيسير الكمي على المستوى العام للأسعار في الجزائر، مجلة آفاق علمية، المجلد 11، العدد 2، ص 348.

<sup>3</sup> العشي وليد و صديقي أحمد. (2018): تجربة التيسير الكمي في الجزائر، مجلة اقتصاديات المال و الأعمال، المجلد 2، العدد 2، ص 262.

## • تأطير القروض:

تم الاعتماد على هذه الأداة في بداية الفترة و ألغيت ابتداء من 1991 لعدم فعاليتها. من بين دوافع عدم فعاليتها، عدم ملائمتها لمميزات الاقتصاد في ذلك الوقت، الذي عرف نقص في السيولة التي تجعل التغيرات في الائتمان مرهونة بعمليات إعادة التمويل من طرف بنك الجزائر. كما أنها لا تتماشى مع إجراءات الإصلاح في إطار التحرير المالي<sup>1</sup> و تؤثر سلبا على التنافسية ما بين البنوك. إضافة إلى كونها مرهونة بنسبة الخطر التي تستعد البنوك إلى اتخاذها<sup>2</sup>.

## • الاحتياطي الاجباري:

اعتمد بنك الجزائر على فرض حدود قصوى على إعادة التمويل بالنسبة لكل بنك على حدا، لكن عدم فعالية هذا الاجراء في التحكم في السيولة، إلى جانب ما يؤدي به من التشوهات في إعادة توزيع الموارد، دفع بنك الجزائر إلى التوجه نحو أداة الاحتياطي الاجباري ابتداء من 1994. حيث تجبر التعليمات 73-94 الصادرة في 28 نوفمبر 1994، البنوك على تشكيل احتياطي اجباري قد يمول بمعدل 2.5 بالمئة خلال شهر. كما تجبر المادة 11 من نفس التعليمات عقوبة بمعدل ثابت يحده بنك الجزائر على البنوك التي لا تلتزم سواء كليا أو جزئيا بتشكيل الاحتياطي الاجباري<sup>3</sup>

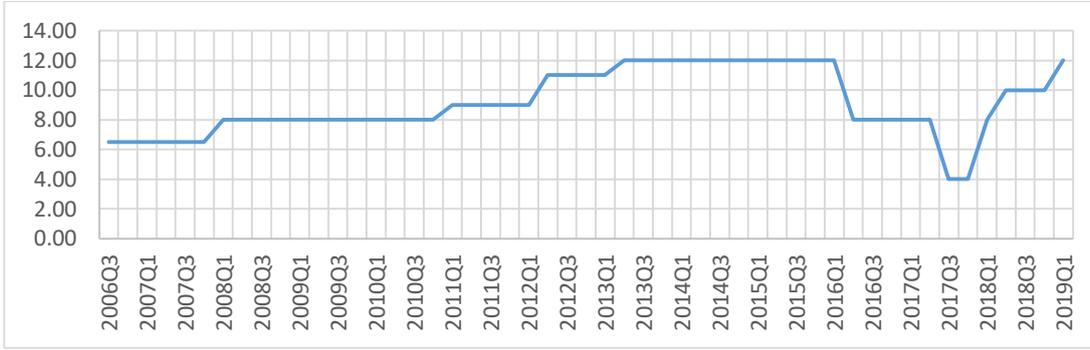
إن اللجوء إلى هذه الأداة يرتبط بقيمة الاحتياطي الحر لدى البنوك، و لم يتم تفعيلها قبل 2001 بسبب النقص في السيولة لدى البنوك. تم رفع معدل تشكيل الاحتياطي الاجباري من 4 بالمئة إلى 4.5 بالمئة من خلال التعليمات رقم 2001/06، ثم رفع إلى 6.25 في ديسمبر 2002 ثم إلى 6.5 في مارس 2004، بالرغم من أنه يمكن أن يصل إلى 15 بالمئة على حسب التعليمات رقم 04/02 الصادرة في 2004/05/13.

<sup>1</sup> بن البار امحمد. (2017): أثر السياسة النقدية و المالية على التضخم في الجزائر خلال الفترة (1986-2014)، أطروحة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، ص195.

<sup>2</sup> Boudjani M, La Banques d'Algérie : Vers Une politique Monétaire Accomodante en 2016 ? Analyse de la Période 2007-2014, Les cahiers du Cread N°118, p18.

<sup>3</sup> Abbes A,op-cit , p212-213.

الشكل (5،2): معدل تشكيل الاحتياطي الاجباري (نسبة مئوية) من الفصل الثالث لسنة 2006 إلى الفصل الثالث لسنة 2018.



المصدر: بنك الجزائر.

لا تتميز هذه الأداة بالمرونة ما يفسر التغيرات القليلة التي عرفتتها و فترات الطويلة من الثبات التي تشهدها. لكن عرف معدل تشكيل الاحتياطي الاجباري بعض التعديلات كما يوضحه الشاكل السابق. فقد تم رفعه تدريجيا خلال الفترة 2005-2013 من 6.5 بالمئة في 2005<sup>1</sup> إلى 12 بالمئة في 2013. يعود هذا الارتفاع إلى الفائض في السيولة الذي عرفه النظام البنكي، إلا أنه يبقى ضعيفا بما أن بنك الجزائر لم يعتمد على هذه الأداة كأداة رئيسية للتحكم في السيولة البنكية.

بقي معدل تشكيل الاحتياطي الاجباري ثابتا عند معدل 12 بالمئة إلى غاية الفصل الثاني من سنة 2016 أين عرف أول انخفاض له بانتقاله إلى 8 بالمئة. واصل هذا الانخفاض ليصل إلى أدنى معدل عرفه منذ ادراجه في 2001، و الذي يقابل 4 بالمئة. و يعود هذا الانخفاض إلى النقص في السيولة الذي عرفه النظام البنكي بعد الانخفاض في الإيرادات البترولية ابتداء من 2014. حيث سمح هذا الانخفاض بتحرير سيولة إضافية قدرها 350 مليار دينار جزائري<sup>2</sup>.

عاد بنك الجزائر إلى الرفع من هذا المعدل في سنة 2018 إلى 8 بالمئة في الفصل الأول و 10 بالمئة في الفصل الثاني ثم إلى 12 بالمئة في فيفري 2019، بسبب التحسن في السيولة البنكية و عودة الفائض. و لكي يبقى معدل استرجاع السيولة قريب من المعدل الموجه لكي لا تكون عملية استرجاع السيولة مكلفة جدا.

صرح بنك الجزائر في التعليم التي أصدرها في الأول من أبريل 2019 أن هذه الأداة قد تكون أحد الحلول لأزمة التمويل التي عرفها الاقتصاد الجزائري إثر الانخفاض في أسعار البترول ابتداء من 2014. إلا أنه عبر أيضا على بعض التحفظات تخص استعمالات السيولة البنكية التي يتم تحريرها. فقد لا تستعمل هذه

<sup>1</sup> Banque d'Algérie. (2006) : Rapport 2005 Evolution Economique et Monétaire en Algérie, op-cit, p149.

<sup>2</sup> Banque d'Algérie, Conduite de la Politique Monétaire, [www.bank-of-algeria.dz](http://www.bank-of-algeria.dz), 16/04/2019. op-cit.

الأخيرة حقا في تمويل الاقتصاد، لأنه يرى أنه قد لا يكون طلب كبير على القروض خاصة قروض الاستثمار، بما أن الاقتصاد الجزائري يعتمد أساس على الانفاق العمومي<sup>1</sup>.

• معدل إعادة الخصم:

قبل قانون النقد و القرض 90-10 كان البنك المركزي يعامل القطاعات المختلفة وفق سياسة التفضيل في منح القروض و كان يطبق معدل إعادة الخصم خاص بكل قطاع. تم تغيير هذا النظام في 1992 بنظام التحديد الموحد لسعر إعادة الخصم الذي يحدده مجلس النقد و القرض كل 12 شهرا<sup>2</sup>. بلغ معدل إعادة الخصم أكبر نسبة له في 10/04/1994 في ظل السياسة الانكماشية التي طبقت من أجل مواجهة معدل التضخم المرتفع و في ظل ما اتفق عليه خلال اتفاقية المساندة و اتفاقية إعادة الهيكلة الممتدين من 1994 إلى 1998. لم تتجح هذه الأداة في تحقيق هدفها لأن أسعار الفائدة الحقيقية كانت سلبية، ما أدى بالسلطات النقدية إلى خفض من هذا المعدل تدريجيا ابتداء من 1996 و الاعتماد على برنامج التثبيت و التعديل الهيكلي من أجل تحقيق هدفها، و من أجل تشجيع الاقتراض و الاستثمارات بهدف اخراج الاقتصاد من حالة الركود<sup>3</sup>.

الشكل (6.2): تطور معدل إعادة الخصم (نسبة مئوية) من جانفي 1990 إلى سبتمبر 2019



المصدر: بنك الجزائر.

عرف معدل إعادة الخصم مجموعة من الانخفاضات بهدف خفض من معدل التضخم في ظل برنامج التثبيت و التعديل المبرمج مع صندوق النقد الدولي في 1994<sup>4</sup>. إلى أن استقر في معدل 4 بالمئة لمدة لثلاثة عشر عاما. بسبب فقدان فعالية هذه الأداة نظرا لعدم لجوء البنوك لإعادة التمويل. إلا أنه تم إعادة تنشيطها في 2016/09/30 إثر الانخفاض الكبير في معدل السيولة في النظام البنكي و رجوع البنوك إلى بنك الجزائر من

<sup>1</sup> Banque d'Algérie, Point de situation sur le financement non conventionnel, [www.bank-of-algeria.dz](http://www.bank-of-algeria.dz), 17/04/2019.

<sup>2</sup> فتحة مزارشي، مرجع سابق، ص 262.

<sup>3</sup> بن البار امحمد. (2017)، مرجع سابق، ص 198.

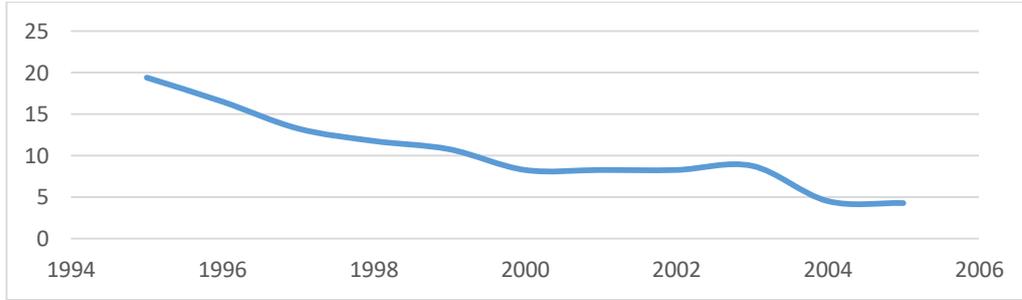
<sup>4</sup> محمد لحسن علاوي و كريم بوروشة. (2015): أثر السياسة النقدية و المالية على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر دراسة قياسية للفترة 1990-2012، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 5، العدد 9، ص 40.

أجل إعادة التمويل. حيث انتقل معدل إعادة الخصم من 4 بالمئة إلى 3.5 بالمئة. ارتفع بعد ذلك معدل إعادة الخصم في شهر ماي لسنة 2017 إلى نسبة 3.75 بالمئة و بقي ثابتا في تلك النسبة إلى غاية شهر سبتمبر لسنة 2019<sup>1</sup>.

• مناقصات القروض:

أدرجت هذه الأداة، التي تهدف إلى توفير السيولة للاقتصاد، من خلال التعليم رقم 95/28 الصادرة في 22 أبريل 1995. و التي تعلن على أنه لا يجب أن يكون طلب الاقتراض أقل من 500 مليون دينار جزائري<sup>2</sup>. يقوم بنك الجزائر بإعلان سعر فائدة أدنى قبل المزاد و تتقدم بعد ذلك البنوك بطلباتها في شكل أسعار فائدة و أحجام الائتمان<sup>3</sup>.

الشكل (7.2): تطور المعدل المستهدف لمناقصات القروض (نسبة مئوية)



المصدر: Banque d'Algérie, Bulletin Statistique Trimestriel, N°1 Septembre 2007, P12.

عرف المعدل المستهدف لمناقصات القروض تناقصا مستمرا منذ تبني هذه الأداة في 1995. حيث انتقل من 19.44 بالمئة في 1995 إلى 8.25 بالمئة سنة 2000. أستقر هذا الأخير عند هذا المعدل لمدة ثلاث سنوات ليرتفع إلى 8.75 بالمئة في 2003 و يعود إلى الانخفاض في السنتين الموالتين إلى غاية معدل 4.25 بالمئة. ألغيت هذه الأداة ابتداء من سنة 2005 و لم يعد بنك الجزائر إلى استعمالها بسبب الفائض في السيولة في النظام البنكي. فلم تستعمل هذه أداة في السنوات 2002، 2004 و 2005 بسبب عدم لجوء البنوك للبنك المركزي من أجل إعادة التمويل. فقد انعدم إعادة تمويل البنوك من طرف بنك الجزائر ابتداء من نهاية سنة 2001<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Banque d'Algérie, Bulletin statistique trimestriel, N°48, décembre 2019, p17.

<sup>2</sup> Abbas A, op-cit, p215.

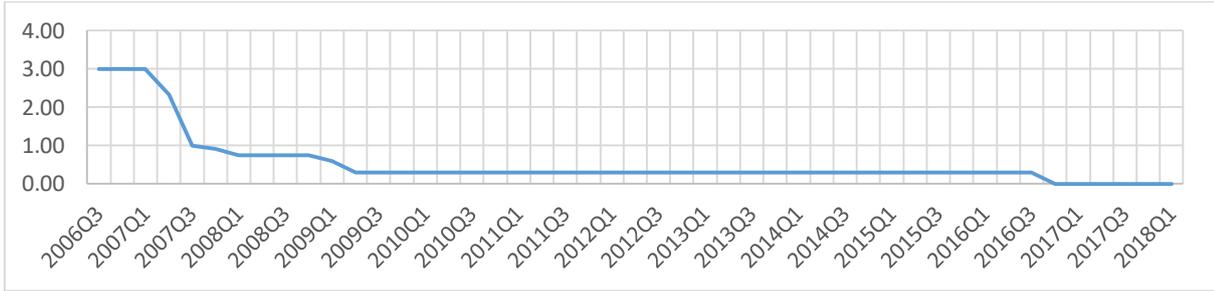
<sup>3</sup> فتحة مزارشي، مرجع سابق، ص267.

<sup>4</sup> Banque d'Algérie. (2006) : Rapport 2005 Evolution Economique et Monétaire en Algérie, p163.

• تسهيلات الودائع:

أدرجت هذه الأداة سنة 2005 استجابة لتواصل الارتفاع في السيولة في النظام المصرفي. و هي تتيح للبنوك إمكانية تسيير سيولتها بمرونة في المدى القصير. حيث يعتبر معدل الفائدة الخاص بها كمعدل مرجعي بالنسبة لبنك الجزائر و بالنسبة للسوق النقدية في ظل انعدام عمليات إعادة الخصم<sup>1</sup>.

الشكل (8.2): تطور معدل تسهيلات الودائع (نسبة مئوية) من الفصل الثالث لسنة 2006 إلى الفصل الأول لسنة 2018.



المصدر: بنك الجزائر.

تسمح هذه التقنية للبنوك بإنجاز ودائع لمدة 24 ساعة لدى بنك الجزائر. فهي بالتالي تأخذ صورة قرض تمنحه البنوك التجارية لهذا الأخير. تستحق عنه فائدة تحسب على حسب فترة استحقاقها و معدل فائدة ثابت يحدده بنك الجزائر. لقد تمكن بنك الجزائر من ضخ كميات معتبرة من السيولة من النظام المصرفي بفضل هذه الأداة منذ بداية تطبيقها في 2005 و هذا بالرغم من انخفاض معدلات الفائدة عليها مقارنة بأداة استرجاع السيولة<sup>2</sup>. فقد انخفض معدل الفائدة الخاص بها ليصل 1 بالمئة في الفصل الثالث لسنة 2007 و عرف بعد ذلك مجموعة من الانخفاضات المتتالية إلى أن وصل 0.3 بالمئة في الفصل الثاني من 2009. بقي ثابتا عند هذا المعدل إلى غاية الفصل الثالث لسنة 2016 لينعدم في الفصل الموالي نظرا للفائض في السيولة الذي عرفه النظام البنكي، و بقي معدوما إلى غاية الفصل الأول من 2018 أين ألغيت هذه الأداة كليا.

• العمليات على السوق المفتوحة:

تتمثل هذه الأداة في تدخل بنك الجزائر في السوق النقدية كبائع أو مشتري بهدف توجيه السيولة البنكية و معدلات الفائدة. تم إجراء أول عملية في ديسمبر 1996، حيث اشترى بنك الجزائر سندات عمومية بقيمة 4 مليار دينار جزائري. لكنه لم يعد إلى استعمال هذه الأداة لعدة أسباب. من بينها حالة الفائض في السيولة التي

<sup>1</sup>بن البار امحمد، مرجع سابق، ص204.

<sup>2</sup>بن نافلة نصيرة، مرجع سابق، ص192.

عرفها النظام البنكي في 2002 ، عدم وفرة السندات العمومية في السوق النقدية، عدم توفر أوراق مالية للقطاع الخاص و أن القانون لا يسمح له بالتدخل في السوق الأولية للسندات الحكومية<sup>1</sup>.

رغم كل هذه العوائق لجأ بنك الجزائر إلى هذه الأداة بعد عشرون سنة بالتحديد في مارس 2017 استجابة إلى الانخفاض في السيولة البنكية و أصبحت تعتبر أدواته الرئيسية. أدرجت أولا استرجاع السيولة لسبعة أيام بمعدل 3.5 بالمئة، ثم العمليات على السوق المفتوحة ل 3، 6 و 12 شهرا في ماي 2017.

سمحت هذه الأداة بتمويل النظام البنكي بمقدار 595,600 مليون دينار جزائري في نهاية شهر أكتوبر لسنة 2017. لكنها تبقى ذو فعالية محدودة في المدى القصير في حالة الاقتصاد الجزائري الذي تغيب فيه آليات تمويل تختلف عن الإقراض البنكي. فالمؤسسات تفضل اللجوء إلى الاقتراض و البنوك تفضل إعادة التمويل عند بنك الجزائر عوض إصدار السندات في سوق رؤوس الأموال. كما أن النظام البنكي يبقى عرضة للتقلبات في أسعار البترول بسبب العلاقة الوطيدة ما بين القطاع المالي، القطاع العام و قطاع المحروقات<sup>2</sup>. تم التخلي على هذه الأخيرة في مارس 2018 ، إلا العمليات على السوق المفتوحة لسبعة أيام التي بقيت سارية المفعول إلى غاية الربع الثالث من 2019<sup>3</sup>.

#### • استرجاع السيولة:

يستدعي بنك الجزائر بفضل هذه الأداة البنوك لكي تضع جزء من سيولتها اختياريا لديه. تمشي هذه الآلية إلى جانب تسهيلات الودائع، عكس آلية المناقصات على القروض التي اعتمدها بنك الجزائر في 1995 من أجل بث السيولة في الاقتصاد<sup>4</sup>. تتميز أداة استرجاع السيولة بالمرونة خاصة مقارنة بأداة الاحتياطي الاجباري، نظرا لعدم اجباريتها و إمكانية التحكم و التغيير فيها يوميا، الشيء الذي يجعلها تعتبر أيضا كأداة للتسيير الدقيق.

إلا أن بنك الجزائر لم يلجأ إلى هذه الأداة كأداة لتسيير الدقيق بل استعملت بقوة، و أصبحت تمثل أهم الأدوات المستعملة من طرف بنك الجزائر لمواجهة الفائض في السيولة الذي ظهر ابتداء من 2002 و الذي أصبح هيكليا. حيث سمحت باسترجاع ما يقابل 450 مليار دينار جزائري في بداية 2005، و 1,350 مليار دينار في أبريل 2012<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> بن البار امحمد، مرجع سابق، ص196.

<sup>2</sup> Boudjani M, op-cit, p23.

<sup>3</sup> Banque d'Algérie, Bulletin statistique trimestriel, n°48, op-cit, p17.

<sup>4</sup> فتيحة مزارشي، مرجع سابق، ص270.

<sup>5</sup> Abbas A, op-cit, p214-215.

تمثلت الوسائل المستعملة في إطار استرجاع السيولة في: استرجاع السيولة ل 7 أيام منذ أفريل 2002، استرجاع السيولة ل 3 أشهر التي أدرجت في أوت 2005 و استرجاع السيولة ل 6 أشهر التي استعملت لأول مرة في جانفي 2013. إلا أنه تم التخلي على هذه الأخيرة في فيفري بسبب النقص في السيولة التي عرفها الاقتصاد نتيجة انخفاض أسعار البترول، و تم الرجوع إلى أداة استرجاع السيولة لسبعة أيام في جانفي 2018 لمواجهة عودة الفائض في السيولة.

#### • التمويل غير التقليدي:

سمح تعديل قانون النقد و القرض في الفصل الرابع و الأخير لسنة 2017 باللجوء إلى التمويل غير التقليدي، الذي استعمل أساسا من أجل تمويل العجز الموازي، إعادة تمويل الدين العام و تمويل الصندوق الوطني للاستثمار (FNI) بهدف تمويل مشروعين هما توسيع ميناء و مصنع للفوسفات. حيث أدى اللجوء إلى هذه الأداة إلى التحول في وقت قصير من حالة نقص في السيولة في النظام البنكي إلى فائض في السيولة<sup>1</sup>.

تم اللجوء إلى التمويل غير التقليدي بعد صدور تعليمية في 2017، التي اقترحت هذه الأداة كحل لأزمة التمويل الناجمة عن الانخفاض الكبير لأسعار البترول في تلك الفترة، و التي كانت تراها كالحل الأمثل في ظل استبعاد اللجوء إلى التمويل الخارجي. إلا أن بنك الجزائر أبدى بعض التحفظات اتجاه اللجوء إلى هذا الاجراء، من أهمها:

- تختلف حالة الاقتصاد الجزائري من تلك التي عرفها الاقتصاد الأمريكي أو اقتصاد الياباني التي استوجبت اللجوء إلى هذه الأداة؛
- لا يزال بإمكان بنك الجزائر اللجوء إلى الأدوات التقليدية للسياسة النقدية. فيمكن لبنك الجزائر أن يلجأ إلى السندات الخاصة من خلال عمليات إعادة التمويل المتمثلة في إعادة الخصم و عمليات السوق المفتوحة؛
- معدلات الفائدة الخاصة بإعادة الخصم و العمليات على السوق المفتوحة لا تزال بعيدة عن الحد الصفري؛
- دخول بنك الجزائر في السوق الأولية لإصدار سندات الخزينة من خلال عمليات التيسير الكمي قد تدفع بالاقتصاد نحو حلقة مفرغة تضخمية و تدهور لقيمة العملة.

تم اللجوء إلى هذا الاجراء رغم التحفظات التي ذكرت سابقا، بحيث أنه تم توفير مقدار سيولة يوافق 6,556,2 مليار دينار جزائري في المدة الممتدة من منتصف نوفمبر 2017 إلى نهاية جانفي 2019. مع تجميد جزء من طرف بنك الجزائر عن طريق أدواته المختلفة و الذي يقدر ب 1,830 مليار دينار جزائري، جزء

<sup>1</sup> Fond Monétaire Internationale. (2018), op-cit, p1-4.

لا يزال في حساب الخزينة لدى بنك الجزائر و لم يبعث بعد في الاقتصاد، يقدر ب 945,1 مليار دينار جزائري و جزء وضع في حساب الصندوق الوطني للاستثمار لدى الخزينة ليستعمل لاحقا. لم يبعث بالتالي إلا 3,114,4 مليار دينار جزائري في الاقتصاد الوطني<sup>1</sup>.

يتطلب تطبيق سياسة التمويل غير التقليدي توفر مجموعة من الشروط:

- تناسب بين الإصدار النقدي و حجم القدرة الإنتاجية العاطلة؛
- توجيه الإصدار النقدي نحو القطاعات المنتجة و نحو القطاع الخاص. فإن توجيه جميع الموارد للقطاع العام يؤدي إلى زيادة خلق الائتمان ما لا يتناسب مع الوضع الاقتصادي<sup>2</sup>؛
- نظام بنكي و سوق مالية متطورة.

هناك مجموعة من العوامل التي قد تؤدي إلى عدم فعالية التمويل غير التقليدي أو ما يعرف بالتمويل الكمي في الجزائر. من بين هذه العوامل عدم تطور السوق المالية ، عدم لجوء المؤسسات كفاية إلى التمويل البنكي أو السوق المالية، عدم ثقة الأعوان الاقتصاديون في النظام البنكي، ضعف البنوك الخاصة التي لا تتوفر على تركيز مالي كاف مقارنة بالبنوك العمومية التي تودع لديها معظم المجمععات الكبرى مثل سوناطراك و التي تمول معظم الاستثمارات الكبرى، عدم تأثير التغيرات في أسعار الفائدة على سلوك الأعوان الاقتصاديين، معظم المعاملات المالية تتم خارج النظام المصرفي و عدم مرونة الجهاز الإنتاجي<sup>3</sup>. من جهة ثانية اختلف استعمال هذه الأداة في حالة الجزائر على دول مثل الولايات المتحدة الأمريكية أو اليابان، التي اضطرت إلى التوجه نحو أدوات غير تقليدية للسياسة النقدية بعد فشل الأدوات التقليدية في تنشيط الاقتصاد. فقد وجدت نفسها في حالة مصيدة السيولة و استحال عليها الخفض من معدلات الفائدة أكثر. أما السلطات العمومية الجزائرية فقد توجهت نحو التمويل غير التقليدي من أجل تمويل العجز الموازي الذي تقاوم إثر الأزمة النفطية، فلم توجه بالتالي السيولة التي تم ضخها في الاقتصاد إلى القطاع الخاص.

أوضح صندوق النقد الدولي في تقريره لعام 2018 أن الأثر التضخمي لهذه الأداة لم يكن كبيرا بما أن معدل التضخم في عام 2018 الذي تبع هذا الاجراء قدر ب 3.4 بالمئة مقابل 7.6 بالمئة في 2017، و أن

<sup>1</sup> Banque d'Algérie, Point de situation sur le financement non conventionnel, [www.bank-of-algeria.dz](http://www.bank-of-algeria.dz), 17/04/2019, op-cit.

<sup>2</sup> بوجلال ناصر و ديب كمال. (2019): التيسير الكمي كألية لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة - حالة الجزائر-، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 12، العدد 1، ص254.

<sup>3</sup> محمد هاني و ميلود وعيل. (2018): سياسة التيسير الكمي كألية حديثة لتطبيق السياسة النقدية -دراسة تحليلية نظرية لآفاق تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر، مجلة التنمية و الإستشراف للبحوث والدراسات، المجلد 3، العدد 1، ص265.

معدل التضخم يتأثر أكثر بعوامل خارجية. لكنه أبدى ببعض التحفظات فيما يخص اتباع سياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر. و اقترح عند اللجوء إلى التمويل النقدي بالأخذ ببعض الاحتياطات. تتمثل في تحديد حد أعلى للقروض التي يمنحها بنك الجزائر من حيث الكمية و المدة و تطبيق سعر الفائدة المتداول في السوق. فهو يعتبر أن هذا الحل ليس الحل الأمثل لأنه قد يؤدي إلى اختلال في التوازنات الكلية و إلى ضغوطات تضخمية في المدى المتوسط و هذا حتى إن مكن من الرفع من معدل النمو في المدى القصير. يعود هذا إلى الأسباب التالية:

- بعث كميات كبيرة من السيولة في الاقتصاد ما يقلل من إمكانية بنك الجزائر في التحكم في الأوضاع النقدية و المستوى العام للأسعار، و يؤثر سلبا على ميزانيته؛
- الزيادة في السيولة البنكية يؤدي إلى زيادة في الطلب العام ما يؤدي بدوره إلى ارتفاع الأسعار بسبب عدم مرونة الإنتاج الداخلي و نقص في إمكانية الادخار؛
- إجراءات الخفض من الواردات قد تزيد من الضغوطات التضخمية و قد تؤدي حتى إلى نقص في بعض المنتجات ما قد يدفع السلطات إلى زيادة اللجوء إلى التمويل النقدي و بالتالي الدخول حلقة مفرغة تضخمية<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: سياسة استهداف التضخم و خصوصيات بنك الجزائر

انتقلت الكثير من الدول إلى تطبيق سياسة استهداف التضخم، التي ظهرت كبديل أكثر فعالية للسياسة غير المعلنة في العديد من الحالات. حيث يتطلب تطبيق هذه الأخيرة تحقق مجموعة من الشروط أهمها استقلالية البنك المركزي.

#### 1- سياسة استهداف التضخم:

تم تحديد سنة 2003 هدف استقرار الأسعار كهدف أساسي للسياسة النقدية، و تم الإعلان عن هدف عددي واضح لأول مرة قدره 3 بالمئة. لكن تم التعبير عن هذا الهدف كهدف صريح للسياسة النقدية و التكلم لأول مرة عن سياسة استهداف التضخم في تقرير 2010 لبنك الجزائر: " تعطي الأحكام التشريعية لأوت 2010 ( الأمر رقم 04-10 المعدل و المتمم للأمر رقم 03-10)، المتعلقة بالنقد و القرض، إرساء قانونيا لاستقرار الأسعار كهدف صريح للسياسة النقدية ... و عليه، أصبح هدف التضخم محددًا مقارنة بالهدف النقدي الكمي

<sup>1</sup> Fond Monétaire Internationale. (2018), op-cit, p1-26.

المسمى بالهدف الوسيط، الذي يجب أن يساهم في تجسيد استهداف التضخم<sup>1</sup>. منه فقد بدأ الاعتماد على سياسة استهداف التضخم ابتداءً من 2011 بعد اصلاح 2010 لقانون النقد و القرض الذي يوفر الاطار القانوني لتطبيق هذه السياسة.

هناك من يرى أن قيم معدل التضخم التي تم استهدافها منخفضة جداً، و أن نسبة 3 بالمئة التي تم استهدافها في 2003 من الصعب تحقيقها. لما تميز به الاقتصاد الجزائري في تلك الفترة من معدل بطالة مرتفع و انخفاض القدرة الشرائية. بالفعل فقد تم تجاوز هذا المعدل سنة 2004 إذ بلغ معدل التضخم فيها قيمة 3.56 بالمئة. كما تجاوز معدل التضخم القيمة المستهدفة له في عدة فترات و هذا خاصة سنة 2012 التي بلغ فيها معدل التضخم قيمة 8.89 بالمئة ما يبين أن استهداف التضخم في الجزائر يعاني من صعوبات و عوائق خاصة و أن المعدل المستهدف من 4 إلى 5 بالمئة ليس منخفضاً جداً<sup>2</sup>.

من بين الدراسات التي اهتمت بفعالية سياسة استهداف التضخم في الجزائر دراسة **Allegret J-P et Benkhodja M.T.(2015)**<sup>3</sup> الذي يبحث عن تحديد القاعدة النقدية الأكثر ملائمة في حالة اقتصاد يعتمد كثيراً على الإيرادات البترولية و جد حساس للتغيرات في أسعار هذه الأخيرة، مثل حالة الاقتصاد الجزائري. تم الاعتماد من أجل ذلك على نموذج DSGE من أجل دراسة أثر ثلاث صدمات خارجية تخص أسعار البترول، سعر الصرف الحقيقي، معدل الفائدة الدولي و معدل التضخم الخارجي خلال الفترة 1990-2010. قام بالمقارنة ما بين فعالية ثلاث قواعد نقدية: قاعدة سعر صرف ثابت، قاعدة تركز على معدل التضخم و قاعدة استهداف التضخم الجوهري. أظهرت النتائج أن القاعدة النقدية الأكثر فعالية في حالة الجزائر هي قاعدة استهداف معدل التضخم الجوهري لأنها تسمح بتحقيق استقرار الأسعار إلى جانب الخفض من تطاير الناتج. أما **Bakhouche A.(2006)**<sup>4</sup> فقد قام من جهته بتقدير دالة الطلب على النقود في حالة الاقتصاد الجزائري للفترة 1988-2004 و يرى أن هذا يسمح بتحديد أحسن هدف مباشر للسياسة النقدية ما بين المجمعات النقدية و معدل التضخم. أظهرت النتائج أن استهداف التضخم في الجزائر أكثر ملائمة من استهداف المجمعات النقدية. كما توصل إلى نتيجة أن معدل التضخم لا يتأثر بعوامل نقدية بل بالطلب و العرض على الناتج الداخلي الخام، كما أنه يرى أن كون الكتلة النقدية متغيرة خارجية في حالة الاقتصاد الجزائري يعني أن بنك الجزائر لا يتحكم في كمية النقود

<sup>1</sup> Banque d'Algérie. (2011) : Rapport 2010 Evolution Economique et Monétaire en Algérie, p158.

<sup>2</sup> بشيشي وليد (2017): متطلبات تطبيق استراتيجية استهداف التضخم كإطار حديث لإدارة السياسة النقدية في الجزائر، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، مجلد 2، عدد 41، ص111.

<sup>3</sup> Allegret J-P et Benkhodja M.T. (2015): External shocks and monetary policy in an oil exporting economy (Algeria), Journal of Policy Modeling, Volume 37, Issue 4.

<sup>4</sup> Bakhouche A. (2006): Money Demand in Algeria, Savings and Development, Vol. 30, No. 3.

في الاقتصاد بسبب أهمية السوق غير الرسمية. و أن معدل التضخم في الجزائر ليس ظاهرة نقدية بل يتحدد بعوامل هيكلية تميز الاقتصاد الجزائري مثل ضعف الإنتاجية و برنامج التحرير المالي.

يبقى بالتالي السؤال مطروحا فيما يخص فعالية استهداف التضخم في الجزائر رغم العوائق التي تواجهها<sup>1</sup>: غياب سوق مالي نشط، غياب الشفافية التامة في تطبيق السياسة النقدية، عدم التنسيق ما بين السياسة المالية و السياسة النقدية، التبعية للخارج التي تصعب من مهمة بنك الجزائر خاصة حيال التضخم المستورد، عدم تطبيق القوانين بصرامة ما تم ملاحظته خاصة فيما يخص علاقة البنك المركزي بالخبزينة العمومية و عدم تحقق الاستقلالية التامة لبنك الجزائر . حيث أننا سوف ندقق أكثر في النقطة الأخيرة في الجزء الموالي.

## 2- خصوصيات بنك الجزائر:

هناك توجه أكبر نحو تعزيز استقلالية البنوك المركزية عبر العالم. من بين العوامل التي ساهمت في ذلك التأكيد على ضرورة الفصل بين السياسة النقدية و الضغوطات السياسية. حيث أن التخلص من تأثير الضغوطات السياسية على السياسة النقدية يسهل من تحقيق هدف استقرار الأسعار في المدى الطويل. كما أن استقلالية أكبر للبنك المركزي تسمح بالتخلص من الضغوطات من طرف الحكومة من أجل تمويل العجز الموازي. من ناحية ثانية ساهم ظهور الأزمات المالية أيضا في زيادة توجه السلطات العمومية نحو اعطاء استقلالية أكبر للبنوك المركزية بهدف استعمال أدوات سياسة نقدية ملائمة. هذا إلى جانب الدراسات العديدة التي أظهرت أن استقلالية أكبر للبنك المركزي تؤدي إلى معدلات تضخم أقل و استقرار أكبر في الأسعار.

تختلف نسبة الاستقلالية من بنك مركزي إلى آخر. حيث يتميز البنك المركزي الألماني Bundesbank مثلا بنسبة عالية من الاستقلالية. حيث ترجع هذه الاستقلالية إلى الأحداث التاريخية التي عرفت البلاد بعد الحرب العالمية الأولى، و التي جعلت الأفراد جد حساسين للارتفاع في المستوى العام للأسعار. يعتبر هذا الأخير ذو أكبر نسبة من الاستقلالية حسب العديد من الاقتصاديين. من بينهم HADEF Hizia et HADEF Chahida (2017)<sup>2</sup> الذين قارنوا ما بين البنوك المركزية لكل من : اليابان، الولايات المتحدة الأمريكية ، فرنسا، إيطاليا و بلجيكا. و هذا حسب المعايير التالية: استقلالية ميزانية البنك المركزي، مدى التحكم في أدوات السياسة النقدية، مدى قوته أو تأثيره في المجال النقدي و أخيرا أهداف و مهمات البنك المركزي.

<sup>1</sup>بشيشي وليد، مرجع سابق، ص114.

<sup>2</sup> HadeF Hizia et HadeF Chahida. (2017): The Independence Of The Central Bank As An Effective Input To The Drawing And Implementation Of Monetary Policy (Germanic Central Bank Study As A Model), مجلة الأصيل للبحوث الاقتصادية و الادارية، Volume 1, Numéro 1, p447.

يتم بالتالي تقييم استقلالية البنوك المركزية استنادا إلى مجموعة من المعايير. لا يوجد اجماع حول مدى أهمية العوامل المختلفة التي قد تعبر على استقلالية البنك المركزي، إلا أنه يمكن حصرها عموما فيما يلي<sup>1</sup>:

- الهيئة التي لها صلاحيات تعيين المحافظ، طول عهده و مدى قابيتها للتجديد؛
- عدد ممثلي الحكومة في مجلس إدارة البنك المركزي؛
- الحقوق التي يكفلها القانون لممثلي الحكومة في الاقتراع بالموافقة أو الاعتراض على قرارات مجلس إدارة البنك المركزي؛
- مدى خضوع البنك المركزي أو استجابته إلى طلب الحكومة بإصدار النقود لتمويل الموازنة العامة أو الإقراض للقطاع العام؛
- هل للبنك المركزي الحرية التامة في تحديد السياسة النقدية؟
- أن يتمتع بالسلطة من أجل حل النزاعات الخاصة بالسياسة النقدية<sup>2</sup>.

لم يكن يتمتع بنك الجزائر بالاستقلالية في الفترة التي تلت انشائه بعد الاستقلال بموجب القانون 62/144 الموافق للتاريخ 1962/12/13، و وفقا لقانون المالية الخاص بسنة 1965 فقد كان مجبر على منح تسبيقات و قروض دون أية شروط أو قيود. عرف البنك المركزي بعد ذلك عدة تغيرات من حيث الاستقلالية مع بداية الثمانينات و ظهور قانون البنك و القرض 86-12، حيث أعيدت له وظائفه التقليدية بما فيها وظيفة بنك البنوك. إلا أن هذه المكتسبات من الناحية القانونية بقيت مقيدة في الكثير من الأحيان ما أدى إلى ظهور قانون استقلالية البنوك 88-06 الذي دعم دور البنك المركزي في تسيير السياسة النقدية، إضافة إلى اعتباره كشخصية معنوية تجارية تخضع لمبدأ الاستقلالية المالية و التوازن المحاسبي.

سمح قانون النقد و القرض 90-10 الذي استمد أهم مبادئه من الأفكار التي جاء بها قانون 1986 و 1988 بتحقيق تحسن معتبر في مسألة استقلالية البنك المركزي الذي أصبح يعرف ببنك الجزائر، و يعرف هذا القانون هذ الأخير على أنه " مؤسسة وطنية تتمتع بالشخصية المعنوية و الاستقلال المالي " و أعطى له هيكل تنظيمي جديد و صلاحيات أوسع<sup>3</sup>. يمكن تلخيص أهم ما جاء به في النقاط التالية<sup>4</sup>:

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد. (2013): السياسة النقدية و استقلالية البنك المركزي، الدار الجامعية الاسكندرية، ص400.

<sup>2</sup> HadeF Hizia et HadeF Chahida, op-cit, p446.

<sup>3</sup> عزوز علي، قياس استقلالية البنك المركزي في ظل الإصلاحات المصرفية الحديثة، مداخلة في إطار المؤتمر العلمي الدولي الثاني حول: إصلاح النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات العالمية الراهنة، جامعة ورقلة، ص11.

<sup>4</sup> ليلي معمري و سمير يحيوي. (2017): أثر استقلالية البنك المركزي على فعالية السياسة النقدية في محاربة التضخم مع إشارة لحالة الجزائر، مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات، ص65-66.

- **البنك المركزي و تمويل العجز الموازي:** هناك دائما خطر لتمويل العجز الموازي من طرف البنك المركزي في حالة عدم توفر القوانين اللازمة للحد من ذلك. السماح للحكومة بتحقيق العجز يكون أوتوماتيكيا في حالة الجزائر، كما أن القروض الممنوحة للحكومة لا تتم حسب المعدل السائد في السوق بل بمعدل أقل. كل هذا لا يخدم استقلالية البنك المركزي إلا فيما يخص شرط محدودية الاقتراض في الوقت و من حيث الكم. حسب المادة 46 لقانون النقد و القرض يسمح للحكومة بتحقيق عجز لا يتجاوز عشرة بالمئة من الناتج الداخلي الخام و لمدة لا تتجاوز 240 يوم متتالية أو غير متتالية خلال السنة الواحدة. كما يمكنه أن يتدخل في سوق النقد لشراء وبيع السندات العمومية التي تستحق في أقل من ستة أشهر، ولكن لا يجوز في أي حال من الأحوال أن تتم هذه العمليات لصالح الخزينة أو لصالح الجماعات المصدرة لهذه السندات.
- **طول عهديات متخذي قرار البنك المركزي:** يعتبر طول العهدة شرطا آخر يدخل ضمن الاستقلالية السياسية. فإن متخذي القرار قد يستسلمون للضغوطات السياسية من أجل الحفاظ على وظيفتهم ما يظهر ضرورة العهديات الثابتة، الطويلة غير القابلة لتجديد و غير قابلة للإلغاء. تم تحديد عهديات متخذي القرار حسب قانون النقد و القرض بمرسوم من رئيس الجمهورية بمدة 6 سنوات بالنسبة للمحافظ و 5 سنوات بالنسبة لنواب المحافظ مع إمكانية إعادة التجديد مرة واحدة، وتتم إقالة المحافظ و نوابه في حالة العجز الصحي المثبت قانونا أو الخطأ الفادح بموجب مرسوم يصدره رئيس الجمهورية.
- **صلاحيات البنك المركزي:** تستشير الحكومة المحافظ في مناقشة مسائل تخص النقد أو الائتمان، كما يقوم بنك الجزائر بتمثيل الحكومة في المجالس والمشاركة في المفاوضات، ويتم الإبلاغ عن مشاريع الأنظمة المعدة للإصدار إلى الوزير المكلف بالمالية خلال يومين من موافقة المجلس، و يحق للوزير أن يطلب تعديلها و يبلغ ذلك إلى المحافظ خلال ثلاثة أيام.
- **سلطة الحكومة بشأن ميزانية البنك المركزي:** الرأس المال الأولي للبنك المركزي يتألف من تخصيص تكتتبه الدولة كليا يحدد مبلغه بموجب القانون.
- **تشكيل و تنفيذ السياسة النقدية:** تتخذ الحكومة القرارات المتعلقة بالسياسة النقدية لكنها تقوم باستشارة بنك الجزائر الذي له الكلمة الأخيرة في القضايا المبينة في القانون كأهداف بنك الجزائر.
- **أهداف السياسة النقدية:** تعددت أهداف السياسة النقدية حسب هذا القانون حتى إن أكد بنك الجزائر عمليا على هدف استقرار الأسعار، و تمثلت هذه الأخيرة فيما يلي: النمو المنتظم للاقتصاد الوطني؛ إنماء جميع الطاقات الإنتاجية الوطنية و الاستقرار الداخلي والخارجي للنقود.
- **بنك الجزائر هو الذي يقوم بتحديد سعر إعادة الخصم ما يعتبر عاملا يخدم استقلالية هذا الأخير، إلى جانب كون المراقبة المصرفية من بين مهام بنك الجزائر حسب المادة 62 لقانون النقد و القرض.**

عرف قانون النقد و القرض عدة تعديلات أولها المرسوم رقم 01-01 الصادر في 2001 حيث تم من خلاله تقسيم مجلس النقد و القرض، ما سمح بظهور عضوين مستقلين: مجلس النقد و القرض الذي يمثل السلطات النقدية و المجلس الإداري الذي يقوم بإدارة و تسيير بنك الجزائر. أدت هذه التغييرات إلى التقليل من استقلالية بنك الجزائر و أصبح بإمكان الحكومة توجيه السياسة النقدية لأن مسؤوليها يتمتعون بالأغلبية. كما أنه لم يتم تحديد مدة عهدة المحافظ و أسباب اقالته و اقالة نوابه، ما يقلل من استقلالية بنك الجزائر.

نفس الشيء بالنسبة للأمر الرئاسي رقم 03-11 الصادر في 26 أوت 2003 الذي لم يتم الإشارة فيه إلى مدة عهدة المحافظ و نوابه في المادة 13. من بين التعديلات الأخرى الصادرة في هذا الأمر تلك التي تخص تحديد السياسة النقدية و الاشراف عليها و متابعتها و تقييمها، التي أصبحت من بين صلاحيات مجلس النقد و القرض من خلال المادة رقم 62، ما يحسن من استقلالية بنك الجزائر مقارنة بما صدر في قانون النقد و القرض الذي لم يعطي صلاحيات كبيرة لهذا الأخير في صياغة السياسة النقدية. أما فيما يخص أهداف السياسة النقدية فقد تم التركيز من خلال المادة 35 لهذا الأمر على تحقيق نمو سريع للاقتصاد مع السهر على الاستقرار الداخلي و الخارجي للنقد<sup>1</sup>، و الملاحظ أنه تم حذف هدف التشغيل الكامل الذي ظهر في قانون النقد و القرض و الذي يتعارض بشدة مع هدف استقرار الأسعار ما يحسن من استقلالية بنك الجزائر. تم الحفاظ على نفس الشروط بالنسبة للقروض الممنوحة للحكومة في تعديلات مارس 2003 مع إضافة تخص تسليفات تقدم استثنائيا من أجل تسيير الدين الخارجي. ما يجعل بالتالي هذه المادة تجبر بنك الجزائر على تسيير الدين العمومي مما يقلل من استقلاليته<sup>2</sup>.

أتى الأمر 04-10 المؤرخ في 26 أوت سنة 2010 المعدل و المتمم للأمر 03-11 بتعديل لأهداف السياسة النقدية<sup>3</sup>. و تأكيده على هدف استقرار الأسعار الذي يعتبر كعامل إيجابي في صالح استقلالية بنك الجزائر.

أدت الظروف الاقتصادية و الأزمة التي عرفها الاقتصاد الجزائري إثر انخفاض أسعار البترول ابتداء من 2014 بالسلطات العمومية إلى اتخاذ مجموعة من الإجراءات التي زادت من تبعية بنك الجزائر إلى الخزينة العمومية و التأثير سلبا على استقلالية هذا الأخير. فتسمح المادة 45 حسب التعديلات التي أتى بها الأمر 17-10 الموافق لأكتوبر 2017 الذي جاء لتكميل المرسوم رقم 03-11 الموافق لأوت 2003 الخاص بقانون النقد

<sup>1</sup> الأمر رقم 03-11 المؤرخ في 27 جمادى الثانية عام 1424 الموافق 26 غشت سنة 2003، يتعلق بالنقد و القرض.

<sup>2</sup> Boulouar B et Fekir H.(2012) : Réforme du statut des banques centrales des pays du Maghreb : indépendance et crédibilité. Un état des lieux, Revue Algérienne d'Economie et Gestion, p15-26.

<sup>3</sup> الأمر رقم 04-10 المؤرخ في 16 رمضان 1431 الموافق 26 غشت سنة 2010، المتعلق بالنقد و القرض.

و القرض، باشتراء السندات التي تصدرها الخزينة مباشرة من طرف بنك الجزائر<sup>1</sup> ما يدخل ضمن السياسة غير التقليدية التي توجه إليها بنك الجزائر من أجل مواجهة الأزمة بعد فشل عمليات الاستدانة الداخلية.

### المبحث الثالث: تطور أهم المؤشرات النقدية للاقتصاد الجزائري

إن تحديد تطور و أثر السياسة المطبقة من طرف السلطات النقدية يكون من خلال تحليل تطور معدل التضخم إلى جانب تطور أهم المؤشرات النقدية للاقتصاد الجزائري. بالتالي، سوف نتطرق فيما يلي إلى تطور كل من: معدل التضخم، معدل سعر الصرف، الكتلة النقدية، القروض و أسعار الفائدة.

#### المطلب الأول: معدل التضخم

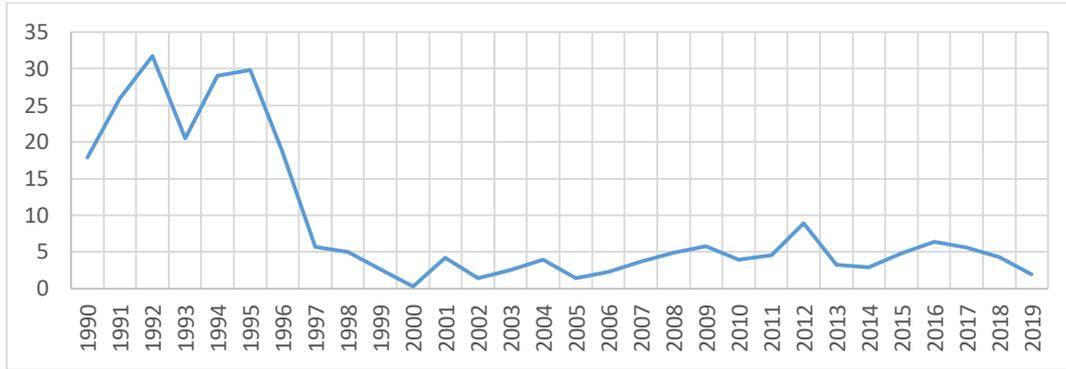
عرف معدل التضخم ارتفاعا كبيرا في بداية التسعينات ساهمت في ظهوره عدة عوامل أهمها تطبيق إجراء تحرير الأسعار، حيث وصلت نسبة تحرير الأسعار إلى 84 بالمئة من أسعار السلع المندرجة في سلة المستهلك المعياري. إضافة إلى زيادة التضخم المستورد بسبب التحرير التدريجي للواردات و التحرير التدريجي لسعر الصرف، و تطبيق سياسة القروض السهلة التي خصت القطاع الإنتاجي العمومي و الديون التي منحت للخزينة العمومية<sup>2</sup>.

ارتفع معدل التضخم سنة 1991 بنسبة قدرها 20 بالمئة. دفع هذا السلطات العمومية إلى تطبيق سياسة الدخل الانتقائية، حيث تم زيادة الأجور المنخفضة والمتوسطة بنسبة 50 بالمئة مع مضاعفة صناديق الائتمان المدعمة للزراعة، الاستهلاك، السكن والعمل لدى الشباب. فقد كان من المفروض أن تنتقل نسبة التضخم من 20.5 بالمئة في نهاية 1993 إلى 38.7 بالمئة في نهاية 1994، لتصل في نهاية المطاف إلى 22.2 بالمئة في نهاية 1995. أما على أرض الواقع، فقدرت ب 20.28، 29.04 و 29.81 بالمئة مع نهاية 1993، 1994 و 1995 على التوالي و هي معدلات مرتفعة جدا.

<sup>1</sup> [www.bank-of-algeria.dz](http://www.bank-of-algeria.dz), 15/02/2019.

<sup>2</sup> بن البار امحمد، مرجع سابق، ص128.

الشكل (2،9): تطور معدل التضخم (نسبة مئوية) خلال الفترة 1990-2019.



المصدر: بنك الجزائر، الديوان الوطني للإحصائيات.

أما السنة الموالية فقد عرف معدل التضخم انخفاضا محسوسا من نسبة تقارب ال 30 بالمئة في 1995 إلى 18.52 بالمئة سنة 1996، لتصل إلى 5.85 بالمئة سنة 1997. يعود تناقص و استقرار معدل التضخم ابتداء من 1997، الذي بلغ أدنى قيمة له في 2000 التي تقدر ب 0.3 بالمئة، أساسا إلى سياسة تخفيض الأجور و إلى التنسيق بين كل من السياسة المالية و السياسة النقدية و ذلك من خلال الرفع في أسعار الفائدة و الابتعاد عن الإصدار النقدي المفرط في اطار برنامج التعديل الهيكلي. هذا إلى جانب التحسن و الارتفاع في أسعار البترول. إلا أن هذه الفترة عرفت مجموعة من التقلبات رغم الاستقرار النسبي لمعدل التضخم كما يوضحه الشكل السابق. عاد معدل التضخم للارتفاع في 2001 ليصل نسبة 4.37 بالمئة. تعود هذه الزيادة إلى عدة أسباب منها: نمو الكتلة النقدية بمفهومها العام M2 بنسبة 22 بالمئة جراء نمو احتياطات الصرف التي تزامنت مع انطلاق برنامج الإنعاش الاقتصادي، زيادة الأجور في 2000، سياسة قروض الاستهلاك، القروض التي منحت بهدف انعاش الاقتصاد و أخيرا الزيادة في الانفاق الاستهلاكي و نفقات التسيير للوزارات دون مقابل في الإنتاج<sup>1</sup>.

عرف معدل التضخم عدة تقلبات خلال الفترة الممتدة من سنة 2002 إلى غاية 2011، أهمها الارتفاع الذي عرفه سنة 2009 أين بلغ نسبة 5.74 بالمئة مقابل معدل 4.86 بالمئة في 2008. يمكن تفسير الارتفاع في معدل التضخم عموما منذ سنة 2005 إلى اللجوء إلى برنامج دعم النمو<sup>2</sup>، و يرجع ارتفاع معدل التضخم عام 2009 أيضا إلى ارتفاع التضخم المستورد منذ 2008، حيث أدت الأزمة المالية العالمية إلى ارتفاع سعر صرف اليورو مقابل الدولار ما تسبب في ارتفاع أسعار السلع المستوردة. علما أن الاتحاد الأوروبي هو الشريك الأساسي للجزائر و أن معظم الواردات تكون باليورو. إن ارتفاع سعر الصرف الأورو مقابل الدولار في 2009

<sup>1</sup> Farid Yaici, Etude de l'Impact des Politiques Monétaire et Financières sur les Performances de l'Economie Algérienne, Université de Béjaia, p9

<sup>2</sup> شلغوم عميروش، مرجع سابق، ص40.

و زيادة سعر الواردات، ألغى تأثير انخفاض أسعار السلع الغذائية الأساسية خلال الفصل الثاني من 2009. عادت أسعار السلع الغذائية إلى الارتفاع في 2010 وفي الفصل الأول ل 2011 لكن أثرها لم يكن كبيرا على الأسعار الداخلية بفضل الأسعار المدارة. حيث قدر الارتفاع في هذه الأسعار ب 4.2 بالمئة ف 2010 و 2011 و ب8.2 بالمئة في 2009<sup>1</sup>.

عرف معدل التضخم أكبر زيادة له منذ 1997 خلال العام 2012، أين وصل قيمة 8.89 بالمئة. إذ تفسر هذه النسبة بالمضاربة التي عرفتها السلع الغذائية الأساسية إلى جانب ارتفاع أسعارها في السوق الدولية في 2011 و 2012 هذا إلى جانب ارتفاع الكتلة النقدية من 4,146.9 مليار دينار في 2005 إلى 11,013.3 مليار دينار في 2012<sup>2</sup>. علما أن السلطات العمومية لجأت إلى صندوق ضبط الإيرادات من أجل سد العجز في الميزانية في 2011-2012 و بالتالي تحرير كمية معتبرة من الكتلة النقدية. من ناحية ثانية فإن هذا المعدل المرتفع يعود أيضا إلى السياسة المالية التوسعية التي تم تطبيقها من طرف الحكومة و التي خصص لها مبلغ مالي إجمالي يقدر بحوالي 62 مليار دولار أمريكي حتى عام 2009<sup>3</sup>، إلى جانب الزيادة في طلب الأسر إثر زيادة الأجور كان له أيضا دورا معتبرا في هذه الزيادة الهامة. عرف معدل التضخم انخفاض معتبر في السنة الموالية بفضل السياسة النقدية و المالية الحذرة التي تم تطبيقها، فقد قامت السلطات النقدية بزيادة كل من مقدار استرجاع السيولة و معدل الاحتياطي الاجباري الذي وصل إلى 11 بالمئة<sup>4</sup>. كما اتخذت السلطات العمومية إجراءات من أجل تحسين عملية توزيع السلع الاستهلاكية<sup>5</sup>.

انخفض معدل التضخم مجددا في 2013 و 2014 إلى معدل يقارب 3 بالمئة. نتيجة انخفاض أسعار المنتجات الغذائية دوليا و إلى انخفاض الطلب نتيجة نفاذ مدخرات الأسر التي استفادت منها عند الزيادة في الأجور قبل هذه السنوات<sup>6</sup>. لكنه عاد إلى الارتفاع في 2015 ليصل إلى نسبة 4.78 بالمئة. حسب التعليم الصادر عن بنك الجزائر<sup>7</sup> لا يمكن تفسير هذا الارتفاع بنمو العرض النقدي الذي كان منخفضا جدا و لا يتجاوز 1.2 بالمئة. كما أن التغيير في أسعار السلع الغذائية في الأسواق العالمية عرف انخفاضا ما لا يفسر الارتفاع في أسعار المواد الغذائية الطازجة. بل يرى بنك الجزائر أن هذا الارتفاع يعود على الأرجح إلى الاختلالات في

<sup>1</sup> Banque d'Algérie. (2013) : Rapport sur la Stabilité du système Bancaire Algérien 2009 – 2011, op-cit, p14.

<sup>2</sup> أحمد غريبي. (2005): مدى فعالية السياسة النقدية في التشغيل و استقرار الأسعار - حالة الجزائر -، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي العاشر حول موضوع فعالية السياسة النقدية في الدول النامية - تجارب الماضي و تحديات المستقبل -، ص10.

<sup>3</sup> قوري يحيى عبد الله، محددات التضخم في الجزائر. (2014): دراسة قياسية باستعمال نماذج اتجاهات الانحدار الذاتي المتعدد الهيكلية SVAR (1970-2012)، مجلة الباحث، المجلد 14، العدد 14، ص 85.

<sup>4</sup> Ilmane Mohamed-Cherif, Ferhi Mohamed et Boussafi Kamel, op-cit, p42.

<sup>5</sup> Tarik Benbahmed, Hervé Lohoues, op-cit, p2.

<sup>6</sup> رسول حميد. (2016)، مرجع سابق، ص154.

<sup>7</sup> Banque d'Algérie. (2015) : Note d'information : L'inflation au cours des dix premiers mois 2015.

السوق خاصة تلك التي تخص المواد الزراعية الطازجة و التي تتميز بنقص في الشفافية، كثرة الوسطاء و سوء التنظيم. على العموم، فإن حلقة التوزيع تشكل حلقة أساسية للسوق غير الرسمية في الجزائر، أين تباع سلع يتم الحصول عليها بالسعر المدار ليعاد ببيعها بأسعار مرتفعة جدا. فإن هذه السلع تمر عبر عدة قنوات توزيع خارجة عن القناة الرسمية ما يؤدي إلى ارتفاع كبير في الأسعار بسبب المضاربة. بالتالي فحتى إن تمكن بنك الجزائر من التحكم في النظام البنكي و النقدي فإنه لن يتمكن من التحكم في سلوك الأفراد و ظاهرة المضاربة و الاكتناز التي تؤدي إلى ضغوطات تضخمية<sup>1</sup>.

عاد معدل التضخم إلى الارتفاع في 2016 ليلعب أكبر قيمة له، 6.4 بالمئة، منذ 2013. عرف معدل التضخم عدة تقلبات في 2016 بسبب التغيرات في أسعار المواد الغذائية وهذا خاصة بسبب الزيادة في أسعار المواد المستوردة ومنتجات السلع المصنعة. حيث يرجع التزايد في معدل التضخم أساسا إلى التزايد في أسعار الخدمات ب 7.3 بالمئة وأسعار منتجات السلع المصنعة ب 9.9 بالمئة واللذان يحددان 90 بالمئة من المستوى العام للاستهلاك. ومن بين الأسباب التي قد تفسر هذه الزيادة: قيود الاستيراد، خفض عملة الدينار الجزائري، زيادة أسعار الوقود ب 30 بالمئة والزيادة في التضخم المتوقع بعد زيادة TVA التي كانت متوقعة في 2017. أما خلال 2017 فقد عرف هذا الأخير تراجعاً ليصل نسبة 5.59 بالمئة، و لم يتجاوز نسبة 4.5 بالمئة في الجزء الأول لسنة 2018 رغم السياسة النقدية التوسعية التي طبقت. حيث أنه لم يتوقع البنك العالمي تجاوز هذا المعدل نسبة 6.5 بالمئة في 2018 لأن أسعار أهم السلع الاستهلاكية تم تثبيتها من طرف الحكومة<sup>2</sup>. كما انخفض معدل التضخم إلى 2 بالمئة في 2019، بسبب انخفاض مهم في معدل تضخم أسعار السلع الزراعية التي وصلت إلى -2.2 بالمئة<sup>3</sup>.

### المطلب الثاني: سعر الصرف

تمثلت سياسة الصرف خلال فترة التسيير الاشتراكي في تثبيت سعر الصرف الاسمي مقابل مختلف العملات الأجنبية القوية بهدف ضمان استقرار الأسعار والتكاليف الخارجية. إلا أن نظام الصرف الجزائري عرف عدة إصلاحات منذ بداية الفترة. فبعد الأزمة البترولية التي هزت الاقتصاد الجزائري في 1986 أصبح الاتجاه نحو تقريب الدينار الجزائري من قيمته الحقيقية في ظل البرامج الإصلاحية.

<sup>1</sup> Bedjaoui Z et Benammar H, op-cit, p82.

<sup>2</sup> World Bank Staff estimates and projections, p1./ <http://www.banque mondiale.org,10/04/2019>, 18 :02.

<sup>3</sup> ONS, indice des prix à la consommation, mois de décembre 2019, N°289, p1.

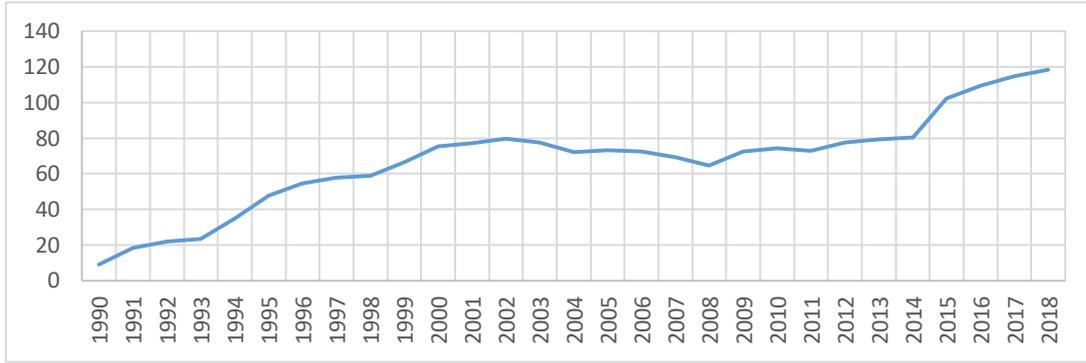
تبنّت السلطات النقدية الانزلاق التدريجي للدينار في نهاية 1987 إلى غاية بداية 1991، كما اتخذ قرار تخفيض الدينار الجزائري ب 22 بالمئة في 1991/09/30. تواصلت هذه التخفيضات إلى غاية 1994 أين أنفق على تخفيض قدره 40.17 بالمئة لتصل قيمة الدينار الجزائري إلى 35 دينار مقابل الدولار الأمريكي.

تم تبني نظام جلسات التثبيت كنظام صرف جديد في 1994 و كتوجه لنظام صرف مرن في ظل برنامج التعديل الهيكلي. أصبح الهدف الرئيسي لسياسة الصرف ابتداء من تلك الفترة هو استقرار سعر الصرف الحقيقي الفعلي (الذي يعبر عن قدرة بلد ما الشرائية لسلع بلد أجنبي، فهو يمثل عدد الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية)، و ذلك بتدخل بنك الجزائر في سوق الصرف الفوري من أجل تحقيق هذا الهدف. دامت آلية جلسات التثبيت أو ما يعرف بمزاد العملة اليومية التي كانت تتم ما بين بنك الجزائر وباقي البنوك التجارية 15 شهرا فقط من أكتوبر 1994 إلى غاية ديسمبر 1995، والتي اعتبرت كمرحلة انتقالية نحو نظام صرف أكثر مرونة يتحدد فيه سعر الصرف بفضل قوى العرض والطلب. تم انشاء سوق الصرف ما بين البنوك في 1996، مع الإعلان عن تبني نظام التعويم المدار، أين يتحدد سعر الصرف وفق الطلب و العرض مع تدخل السلطات النقدية في حالة تغيرات غير مرغوبة في سعر الصرف و تحديد قيمة العملة الوطنية مقابل سلة من العملات الرئيسية.

تمثل الهدف الرئيسي لسياسة الصرف ابتداء من 1995 في الحفاظ على استقرار سعر الصرف الحقيقي الفعال الذي يأخذ بعين الاعتبار نسبة المستوى العام للأسعار المحلية إلى نسبة المستوى العام للأسعار عند أهم الشركاء التجاريين من أجل حماية تنافسية السلع المحلية. بالتالي فعند ارتفاع التضخم المحلي مقارنة بالتضخم في تلك البلدان فإن هذا يؤدي إلى تخفيض قيمة العملة المحلية، إذ أن بنك الجزائر لا يستهدف سعر الصرف الاسمي بل يتدخل من أجل تعديل هذا الأخير للوصول إلى سعر الصرف الحقيقي الفعلي المستهدف، ما يفسر التناقص المستمر لسعر الصرف الاسمي<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>مرغيت عبد المجيد. (2015): فعالية السياسة النقدية في الحفاظ على استقرار القيمة الخارجية للدينار الجزائري، الملتقى الدولي العاشر حول فعالية السياسة النقدية في الدول النامية، ص7-12.

الشكل (10،2): تطور معدل سعر الصرف (الدينار الجزائري بالنسبة للدولار الأمريكي) خلال الفترة 1990-2018.



المصدر: بنك الجزائر، الديوان الوطني للإحصائيات.

يمكن ملاحظة مواصلة تدهور قيمة العملة إلى غاية 1996 أين عرفت استقرار نسبي لتعرف انخفاضا كبيرا آخر في 1998 بسبب إعادة جدولة الديون إضافة إلى الإعانات المخصصة لميزان المدفوعات في 1998 (والتي قدرها 920 مليون دولار) حيث مكنت من التقليل من التأثير السلبي لانخفاض أسعار البترول على احتياطات الصرف. إلا أن التناقص في هذه الأخيرة أدى إلى زيادة الضغوطات على سعر الصرف الذي وصل قيمة 58.73 دينار لكل دولار في 1998<sup>1</sup> و ارتفع إلى 66.57 دينار مقابل كل دولار أمريكي في 1999. ارتفعت بعد ذلك قيمة العملة تدريجيا لتبلغ ذروة 79.68 دينار مقابل كل دولار أمريكي في 2002، حيث تناقص بعد ذلك تدريجيا إلى غاية 2008 أين بلغ قيمة 64.58 دينار لكل دولار أمريكي. اتخذت السلطات النقدية قرار آخر لتخفيض سعر الصرف في ديسمبر 2008 ب 12 بالمئة ليصبح معدل صرف 72.64 دينار لكل دولار، و هذا من جراء الانخفاض الكبير في أسعار المنتجات الأولية والمنتجات الغذائية في الأسواق الدولية إثر أزمة العقار العالمية حيث أن زيادة الطلب المحلي على هذه المنتجات كان يعتبر تهديدا لاحتياطات الصرف<sup>2</sup>.

يتميز الاقتصاد الجزائري بعدم تنوع صادراته واعتماده الكلي على الإيرادات البترولية، بالتالي فإن دخول العملة الصعبة إلى البلاد يكون أساسا عن طريق تصدير البترول بالدولار، أما فيما يخص الاستيراد فإن الجزائر تستورد أساسا من الدول الأوروبية بالأورو. تلجأ السلطات النقدية إلى التخفيض من قيمة الدينار مقابل الأورو من أجل التخفيف من تكلفة الواردات، كما كان الحال في 2015 عندما تم تخفيض قيمة الدينار الجزائري إلى 105.84 دينار مقابل كل أورو من أجل مواجهة الأزمة النفطية. من ناحية ثانية قد تسعى السلطات النقدية إلى تخفيض قيمة الدينار مقابل الدولار من أجل تضخيم حجم الحساب الجاري الذي يقيم بالدينار من أجل تمويل

<sup>1</sup> Tarik Benbahmed et Hervé Lohoues, déjà cité, p6.

<sup>2</sup> مدوخ ماجدة. (2015): انعكاس اليورو كعملة تنافسية للدولار على سعر صرف الدينار الجزائري كهدف للسياسة النقدية، الملتقى الدولي العاشر حول فعالية السياسة النقدية في الدول النامية، ص5-15.

الميزانية بأكبر قدر ممكن من الإيرادات. علما أن التخفيض المستمر لسعر الصرف يعزز ظاهرة التضخم المستورد ، مثل ما كان عليه الحال عند زيادة الضغوطات التضخمية في الجزائر بعد ظهور الأورو بسبب زيادة تكلفة الواردات<sup>1</sup> . بالتالي فقد عرفت قيمة العملة تدهورا في 2015 بعد استقرار نسبي خلال الفترة 2009-2014 بمتوسط 76.25 دينار لكل دولار أمريكي. حيث بلغ الدينار الجزائري قيمة 102.44 دينار مقابل واحد دولار، ما له علاقة وطيدة بالتغيرات في أسعار البترول في السوق العالمية حيث ساهم هذا التخفيض من التقليل من تأثير التناقص في أسعار البترول. علما أنه بعد ظهور الأزمة البترولية ل 2014 أصبحت السلطات النقدية تأخذ التغيرات في أسعار البترول بعين الاعتبار عند تحديد قيمة العملة الوطنية<sup>2</sup>. أما فيما يخص عام 2016 فقد بقي سعر الصرف الاسمي مستقرا على العموم ، بينما تزايد سعر الصرف الحقيقي ب 5.6 بالمئة بسبب تزايد معدل التضخم في الجزائر بنسبة أكبر من نسبة تزايد معدل التضخم عند أهم العملاء التجاريين<sup>3</sup>. في حين قدر سعر الصرف الاسمي لنهاية الفترة في كل من 2017 و 2018 ب 114.93 و 118.29 على التوالي.

### المطلب الثالث: الكتلة النقدية بمفهومها العام

ارتفعت الكتلة النقدية تدريجيا في بداية التسعينات بفضل تزايد عدد البنوك الخاصة في النظام البنكي، إضافة إلى سياسة التمويل بالعجز التي تم انتهاجها مع إبرام اتفاق الاستعداد الائتماني الأول مع صندوق النقد الدولي، و إلى اللجوء إلى حقن كم كبير من السيولة في النظام البنكي من أجل تسديد عجز البنوك الهيكلية<sup>4</sup>. فقد تميزت هذه الفترة بعدم التشدد في تطبيق برنامج التعديل الهيكلي الذي يتطلب تطبيق سياسة نقدية انكماشية، عكس 1994-1996 التي عرفت انخفاض لمعدل نمو الكتلة النقدية. ساهم في هذا الانخفاض تطبيق سياسة نقدية انكماشية و إعادة الجدولة، الشروط المفروضة في اطار برنامج التعديل الهيكلي. كما أنه تم تطبيق برنامج تقشف صارم من أجل خفض من العجز الموازني من خلال خفض من الانفاق العام و تمويل المشاريع الاستثمارية العمومية، إلى جانب تجميد الأجور و التخفيض من قيمة العملة<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> مرغيت عبد المجيد، مرجع سابق، ص 14-12.

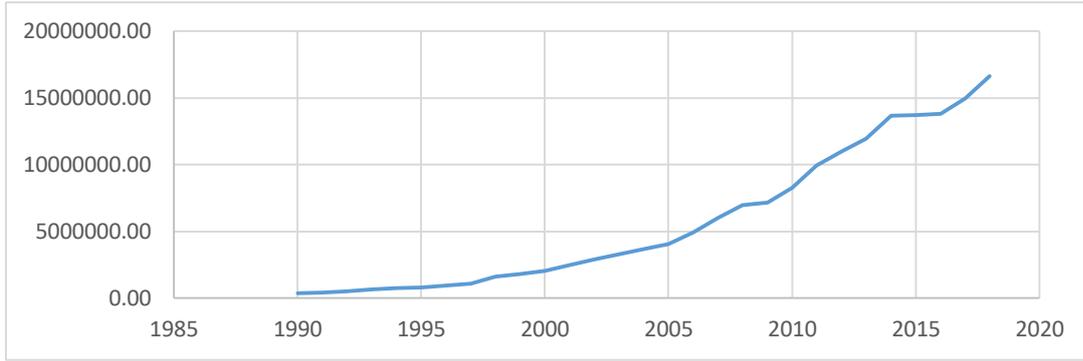
<sup>2</sup> Godih Djamel Torqui, Eléments de Réflexion sue la Politique Monétaire en Algérie, colloque International sur l'efficacité de la politique monétaire, p14.

<sup>3</sup> Fonds monétaire international, Communiqué de presse n° 17/201 Pour Diffusion Immédiate 01 juin 2017, p5.

<sup>4</sup> آيت يحيى سمير، فعالية السياسة النقدية في ظل ورة احتياطات الصرف. حالة الجزائر خلال الفترة 2013 - 2000 ، الملتقى الدولي العاشر لجامعة حسيبة بن بوعمي، كلية العموم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، مخبر الأنظمة المالية والمصرفية والسياسات الاقتصادية الكمية في ظل التحولات العالمية، ص 6.

<sup>5</sup> فتحة مزارشي، مرجع سابق، ص 244.

الشكل (11،2): تطور الكتلة النقدية (مليون دينار جزائري) خلال الفترة 1990-2018.



المصدر: بنك الجزائر والديوان الوطني للإحصائيات.

عرفت الكتلة النقدية نموا كبيرا ابتداء من 2001 عكس المرحلة السابقة التي تميزت بنمو بطيء نسبيا. حيث تضاعفت الكتلة النقدية ب 4.45 مرة خلال المرحلة 2001-2012 مقابل 2.2 مرة خلال المرحلة 1996-2000<sup>1</sup>. يرجع تسارع نمو الكتلة النقدية ابتداء من 2001 إلى التزايد في صافي الموجودات الخارجية من جراء ارتفاع أسعار البترول التي انتقلت من 23.65 دولار للبرميل في 1990 إلى 98.32 دولار للبرميل في 2008<sup>2</sup>. ما أدى إلى تحول المصدر الأساسي للإصدار النقدي إلى صافي الموجودات الخارجية بعدما كان يتمثل في صافي الموجودات الداخلية في التسعينات. الطابع المستقل لصافي الموجودات الخارجية يجعل التحكم في العرض النقدي من طرف بنك الجزائر أمرا صعبا. كما أن كون المصدر الأساسي للعملة الصعبة في حالة الاقتصاد الجزائري هو الصادرات من المحروقات يجعلها أكثر عرضة للصدمات الخارجية<sup>3</sup>.

بلغ معدل نمو الكتلة النقدية 22.3 بالمئة ، حيث انتقلت من 2,022,500 مليون دينار جزائري في 2000 إلى 2,473,500 مليون دينار جزائري في 2001 . يعود أيضا هذا الارتفاع، إلى جانب الارتفاع في أسعار البترول، إلى الانطلاق في تطبيق برنامج الإنعاش الاقتصادي لمدة ثلاث سنوات من أبريل 2001 إلى أبريل 2004 الذي خصص له حوالي 520 مليار دينار جزائري، 7 مليار دينار جزائري من 2001 إلى 2004، و برنامج تنمية الجنوب<sup>4</sup>. حيث تبع برنامج الإنعاش الاقتصادي ببرنامج دعم النمو 2005-2009 أين خصص له مبلغ 4,203 مليار دينار جزائري<sup>5</sup>. أدى ذلك إلى استمرار الزيادة في الكتلة النقدية التي وصلت 7,173,100 مليون دينار جزائري في 2009 مقابل 4,070,400 مليون دينار جزائري في 2005.

<sup>1</sup> محمد لحسن علاوي و كريم بوروشة، مرجع سابق، ص41.

<sup>2</sup> Bedjaoui Z et Benammar H, op-cit, p80.

<sup>3</sup> شلغوم عميروش، مرجع سابق، ص42.

<sup>4</sup> عبد الله البحري و على صاري، مرجع سابق، ص9.

<sup>5</sup> آيت يحيى سمير، مرجع سابق، ص6.

إلا أن معدل نمو الكتلة النقدية بدأ في التناقص في 2007 ليعرف أدنى مستوى له منذ بداية الفترة في 2009، حيث وصل هذا الأخير إلى 3.12 بالمئة فقط. يعود النمو الضعيف للكتلة النقدية خلال هذه السنة إلى الانخفاض الكبير في الصادرات في المحروقات بسبب التراجع في الطلب على هذه الأخيرة إثر الأزمة المالية العالمية. حيث انتقلت الصادرات من المحروقات من 77.19 مليار دولار في 2008 إلى 44.41 مليار دولار في 2009 أي انخفاض بنسبة 42.5 بالمئة. هذا إلى جانب الانخفاض في متوسط سعر البترول بالنسبة للجزائر الذي انتقل من 99.79 دولار في 2008 إلى 62.26 دولار في 2009. الانخفاض في الطلب العام على المحروقات في 2009 أثر سلبا على قدرة المؤسسة الوطنية للمحروقات على الادخار. اضطرت بالتالي هذه الأخيرة على استهلاك جزء من مدخراتها من أجل تمويل استثماراتها<sup>1</sup>. كما ساهم في هذا التراجع التناقص في الودائع تحت الطلب و التأثير بالتالي على قدرة البنوك في خلق الائتمان من جهة. من ناحية أخرى فإن اعتماد أداة استرجاع السيولة و تسهيلة الودائع المغلقة للفائدة إلى جانب تحديد مجموع القاعدة النقدية كهدف عملياتي في 2008 سمح بامتصاص السيولة بشكل كبير<sup>2</sup>.

عادت الكتلة النقدية إلى الارتفاع بمعدلات نمو أكبر ابتداء من 2010، و التي وصلت إلى ذروتها 19.91 بالمئة في 2011. حيث قدرت الكتلة النقدية ب 9,929,200 مليون دينار جزائري سنة 2011 مقابل 7,173,100 مليون دينار جزائري في 2009. يعود التحسن في العرض النقدي لارتفاع أسعار المحروقات والتي ارتفع معها صافي الأصول الخارجية إضافة إلى ارتفاع حجم الودائع تحت الطلب والودائع لأجل لدى البنوك ما ساهم في خلق الائتمان. كما ساهمت التسهيلات المقدمة ضمن برامج دعم و تشغيل الشباب في هذه الزيادة خاصة سنة 2011<sup>3</sup>.

لم يدم ارتفاع معدل نمو الكتلة النقدية في 2012 و تناقص إلى أن وصل نسبة 8.81 بالمئة في 2013. إن حالة العجز في ميزان المدفوعات إضافة إلى تفاقم العجز في الميزانية العمومية أدى إلى تناقص معدل نمو الكتلة النقدية، أساسا نتيجة للتقلص في الأصول الخارجية الصافية نظرا للانخفاض القوي في الودائع البنكية للمؤسسات النفطية. و تواصل هذا الانخفاض بعد ارتفاع مؤقت سنة 2014، ليصل معدل نمو الكتلة النقدية إلى أدنى قيمة عرفها منذ 1990، و التي قدرت ب 0.13 بالمئة سنة 2015. يعود هذا إلى العجز الكبير الذي عرفه ميزان المدفوعات، إثر الأزمة البترولية الأخيرة و التناقص في الإيرادات البترولية، مع تراجع في صافي الأصول الخارجية من 15,375,400 مليون دينار جزائري في 2015 إلى 12,596,000 مليون دينار جزائري

<sup>1</sup> Banque d'Algérie. (2013) : Rapport sur la Stabilité du système Bancaire Algérien 2009 – 2011, op-cit, p10-13.

<sup>2</sup> جويرش أحمد، تقييم فعالية السياسة النقدية في الجزائر في ظل تبعات الأزمة الدالية 2008 وتداعيات الأزمة البترولية 2014، الملتقى الدولي في ظل التحولات العالمية، ص 6-7.

<sup>3</sup> رسول حميد، مرجع سابق، ص 152.

في 2016 و 11,636,700 مليون دينار جزائري في السداسي الثالث ل 2017. علما أن نسبة الأموال الائتمانية من إجمالي الكتلة النقدية عرفت تراجعا للمرة الأولى منذ 2014 بنسبة -0.6 بالمئة<sup>1</sup>.

عاد معدل نمو الكتلة النقدية إلى الارتفاع في 2017 و 2018 و قدر ب 8.28 بالمئة و 11.1 بالمئة على التوالي. يعود هذا الارتفاع الكبير في القروض المقدمة للسلطة المركزية و التي غطت الانخفاض في صافي الأصول الخارجية<sup>2</sup>. نلاحظ من خلال تحليل التطور في الكتلة النقدية أن لهذا الأخير علاقة وطيدة بالتغير في الإيرادات البترولية، و هو بالتالي مرهون بالتغيرات في الأسواق العامة و يؤدي إلى زيادة الضغوطات التضخمية على الاقتصاد الجزائري.

### المطلب الرابع: القروض

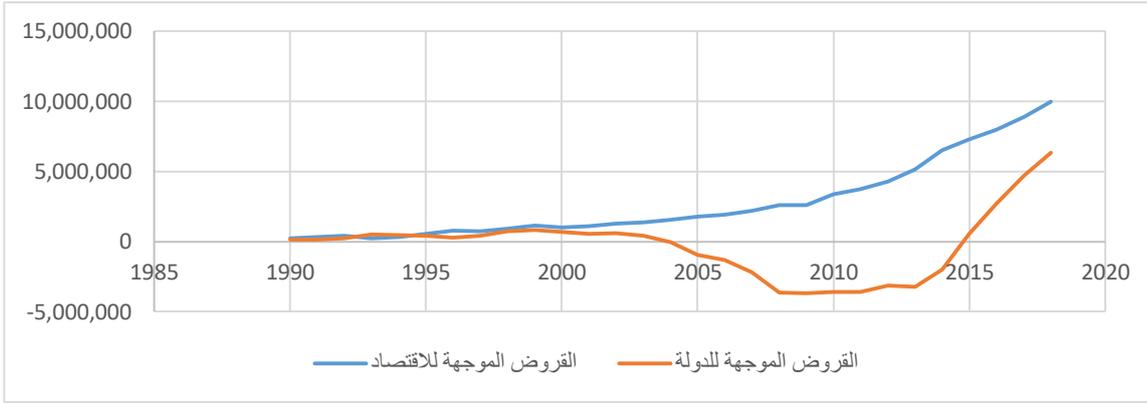
هناك تزايد تدريجي للقروض في بداية الفترة، حيث انتقلت كل من القروض الموجهة للاقتصاد و القروض الموجهة للدولة من 246,977 و 167,043 مليون دينار جزائري على التوالي في 1990، إلى 1,150,733 و 847,899 مليون دينار جزائري في 1999. و هذا بفضل تحرير أسعار الفائدة و سهولة الحصول على التمويل من خلال هذه الأداة المتبعة مع بداية عمليات التخطيط. إلا أن هذا الارتفاع كان بطيء نسبيا بسبب نقص السيولة في النظام البنكي من جهة و نظرا للتزايد البطيء لنسبة القروض المقدمة من طرف البنوك العمومية من جهة ثانية، حيث أن القروض البنكية كانت تمول العجز الهيكلي لدى المؤسسات العمومية إلى جانب منح قروض دون أخذ بعين الاعتبار ملاءة القروض الشيء الذي يؤدي إلى إعادة توزيع غير فعال للموارد الاقتصادية. ازدادت نسبة القروض بصفة ملحوظة خاصة خلال الفترة 1992-1993، استجابة للزيادة في الطلب من طرف المؤسسات العمومية التي تدهور وضعها المالي نتيجة الزيادة في الأجور الضخمة و التباطؤ العام في الاقتصاد. كما أن البنوك لم تجد خيارا سوى تقديم الائتمان للمؤسسات حتى تتمكن من الوفاء بالتزامات ديونها الخارجية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Banque d'Algérie, Tendances monétaires et financières au premier semestre 2017, p7.

<sup>2</sup> Fond Monétaire Internationale. (2018), op-cit, p7.

<sup>3</sup> صندوق النقد الدولي، كريم نشاشبي و آخرون، مرجع سابق، ص65.

الشكل (2،12): تطور القروض الموجهة للاقتصاد و القروض الموجهة للدولة (مليون دينار جزائري)



المصدر: بنك الجزائر.

ظهر اختلاف في تطور كل من القروض الموجهة للاقتصاد و القروض الموجهة للدولة ابتداء من سنة 2000. بدأت القروض الموجهة للدولة في التناقص تدريجيا إلى أن بلغت قيمة سالبة ابتداء من 2004 أين بلغت قيمة -20,596 مليون دينار جزائري، و لم تعد إلى قيم موجبة إلا ابتداء من 2015 حيث انتقلت من -1,992,400 مليون دينار جزائري في 2014 إلى 5,675,00 مليون دينار جزائري في السنة الموالية. تفسر هذه القيم السالبة بلجوء الخزينة العمومية إلى تسديد ديونها بفضل تحسن الوضعية المالية للدولة. حيث أصبحت الخزينة العمومية تقوم بإيداعات عند بنك الجزائر من أجل تمويل صندوق ضبط الإيرادات من جهة ، و من أجل تفادي تحويل الأصول الخارجية إلى سيولة نقدية من جهة ثانية<sup>1</sup>.

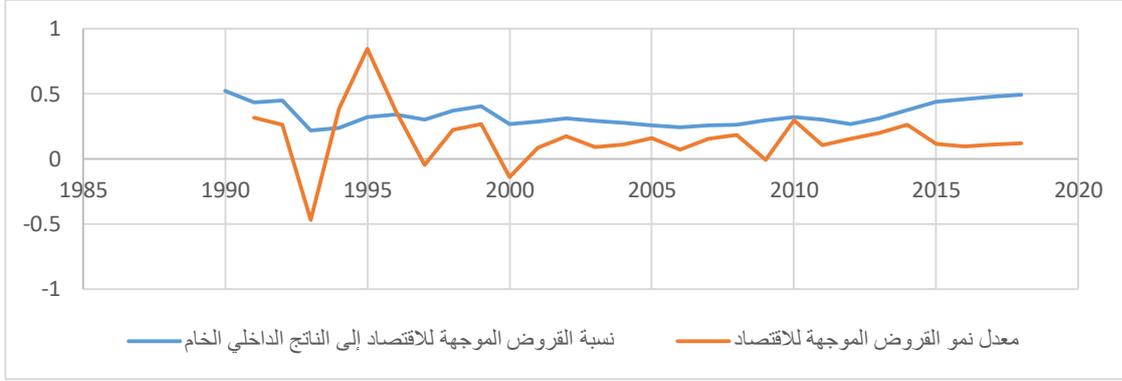
أما فيما يخص القروض الموجهة للاقتصاد فقد واصلت تزايدها رغم معدل نمو ضعيف ابتداء من القرن الواحد و العشرين. قدر هذا الأخير ب -13 بالمئة سنة 2000، و لم يتجاوز ال 20 بالمئة خلال السنوات الموالية باستثناء سنة 2010 التي بلغ فيها 29.5 بالمئة و سنة 2014 التي قدر فيها ب 26.14 بالمئة. يعود هذا إلى عدة عوامل من بينها تحديد القروض رغم عودة البنوك التجارية إلى منحها في 2000 و منع القروض الموجبة للاستهلاك في 2009<sup>2</sup>. أما تناقص معدل نمو القروض الموجهة للاقتصاد ابتداء من 2014 فهو يعود إلى التغيير في حالة السيولة في النظام البنكي، فقد انخفض هذا الأخير من 26 بالمئة في 2014 إلى 9.7 بالمئة في 2016، علما أن هذه الأخيرة قد بلغت قيمة 7,980,200 مليون دينار جزائري في 2016 مقابل 6,504,600 مليون دينار جزائري في 2014. بينما تواصلت زيادة القروض المقدمة للاقتصاد في

<sup>1</sup> Boudjani M, op-cit, p6.

<sup>2</sup>International Monetary Fund. (2014): Algeria Selected Issues, IMF Country Report No. 14/34, p8.

السداسي الأول لسنة 2017 بمعدل نمو قدره 7.05 بالمئة مقابل 6.4 بالمئة في السداسي الأول لسنة 2016 و 2.2 بالمئة في السداسي الثاني<sup>1</sup>.

الشكل (13،2): نسبة القروض الموجهة للاقتصاد إلى الناتج الداخلي الخام و معدل نمو القروض الموجهة للاقتصاد



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات بنك الجزائر و الديوان الوطني للإحصائيات على كل من القروض الموجهة للاقتصاد و الناتج الداخلي الخام.

تعتبر نسبة القروض المقدمة للاقتصاد إلى الناتج الداخلي الخام ضعيفة، الشيء الذي يعبر على حاجة التمويل للاقتصاد الجزائري. كما أنها تعتبر ضعيفة مقارنة بالمعدلات الدولية، و أقل من بعض البلدان الفقيرة مثل المالي و موريطانيا. كما وصلت نسبة القروض الموجهة للاقتصاد إلى مجموع الودائع في 2011 إلى 53 بالمئة فقط ما يعبر عن معدل فائض في السيولة قدره 47 بالمئة<sup>2</sup>. يرجع هذا إلى سلوك البنوك و احجام هذه الأخيرة على اقراض القطاع الخاص بسبب ارتفاع مخاطر الإقراض و عدم توفرها على الإمكانيات اللازمة من أجل تقويم هذه المخاطر. فتتجه بالتالي نحو إيداع فوائضها لدى بنك الجزائر أو إلى شراء أدوات الخزينة بمعدل فائدة حقيقي سالب عوض اقراض القطاع الخاص، خاصة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة وهذا رغم توفرها على فائض في السيولة<sup>3</sup>. كما أن القروض المقدمة للاقتصاد غير متطورة بسبب عدم التنافسية في النظام البنكي إلى جانب مناخ استثماري غير ملائم<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Banque d'Algérie, Tendances monétaires et financières au premier semestre 2017, op-cit, p8.

<sup>2</sup> Boudjanim, op-cit, p8-16.

<sup>3</sup> شلغوم عميروش، مرجع سابق، ص 44-46.

<sup>4</sup> International Monetary Fund. (2014), op-cit, p8.

## المطلب الخامس: معدلات الفائدة

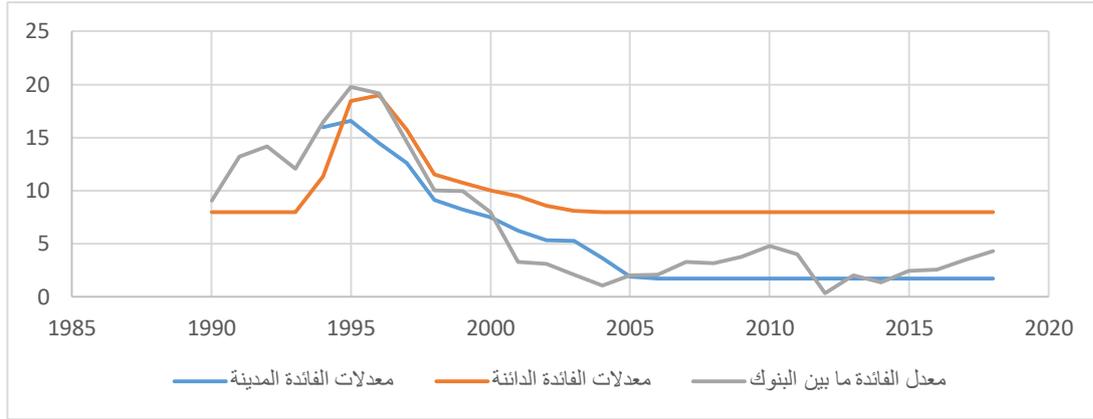
تم تثبيت أسعار الفائدة عند معدلات منخفضة نسبيا من أجل تشجيع الاستثمار و النمو خلال فترة التسيير الاشتراكي 1970-1989. حيث أن الهدف هو توفير تمويل بتكلفة منخفضة لكل من البنوك من طرف البنك المركزي و لشركات القطاع العام من طرف البنوك. فلم تعتبر بالتالي أسعار الفائدة كعامل أساسي في اتخاذ قرار الاستثمار و الاقتراض أو الإيداع و الادخار. غير أن معدلات الفائدة الحقيقية بلغت معدلات سالبة نظرا لارتفاع معدل التضخم. كما أنه حتى إن كان التسيير المركزي لمعدلات الفائدة يسمح بتشجيع الاستثمار إلا أنه قد يؤدي إلى إعادة توزيع غير فعال للموارد الاقتصادية، بما أن التسيير الإداري لمعدلات الفائدة يعني أيضا التسيير الإداري لمنح القروض ما يعرقل النظام المالي<sup>1</sup>. فإن الخفض من تكلفة إعادة تمويل البنوك عند البنك المركزي سمح بزيادة القروض الموجهة للشركات العمومية، ما يجعل التوسع المالي يرتبط بالاختلالات المالية للشركات العمومية من جهة، و أدى ارتفاع معدل التضخم رغم سياسة تقييد الأسعار من جهة ثانية. كما عرفت هذه الفترة أيضا ضعفا في الادخار و زيادة كبيرة في الاكتناز الذي تراوح ما بين 52 بالمئة و 93 بالمئة خلال الفترة 1973-1985.

دفع هذا السلطات العمومية إلى التوجه نحو تحرير أسعار الفائدة. أتت القوانين 86-12 المتعلق بنظام المصارف و القرض الصادر في 1986، و القانون 88-06 الصادر في 1988 المعدل و المتمم للقانون السابق لرفع معدلات الفائدة المختلفة إلا أنها لم تطبق مباشرة. كما أن أسعار الفائدة المدينة المطبقة ابتداء من 1986 كانت تميل نحو تفضيل الشركات العمومية على القطاع الخاص ما لم يتلاءم مع محاولة التخفيف من مركزية القرارات في نظام التمويل الصادرة في القوانين السابقة الذكر<sup>2</sup>. ظهر أهم تغيير لسياسة تحديد أسعار الفائدة إثر القرارات التي اتخذت ابتداء من 1991، التي تمثلت في: الرفع من جميع أسعار الفائدة دون استثناء و اعتماد تقنية تحديد سقف أعلى و التأشير عوض التسيير الإداري.

<sup>1</sup> Djameleddine Ghaicha, op-cit, p1.

<sup>2</sup> شلغوم عميروش، مرجع سابق، ص376-381.

الشكل (2،14): تطور معدلات الفائدة (نسبة مئوية)



المصدر: الصندوق النقد الدولي و بنك الجزائر.

عرفت بالتالي أسعار الفائدة ارتفاعا كبيرا في بداية التسعينات. تم تحرير أسعار الفائدة المدينة أولا في 1991 و من ثم تم حذف السقف على أسعار الفائدة الدائنة في 1994، التي بقيت ثابتة قبل ذلك عند مستوى 8 بالمئة. حيث يعود تأخر تحرير أسعار الفائدة الدائنة إلى رغبة تقادي ارتفاع تكلفة تمويل الشركات العمومية. كما أنه تم وضع من خلال التعليمات 94-16 الصادرة في أبريل 1994 هامش مصرفي أقصى بنسبة 5 بالمئة فوق متوسط تكلفة الموارد المصرفية من أجل تقادي ارتفاع مفرط في تكلفة الائتمان في ظل غياب المنافسة في النظام البنكي. و أكد التنظيم 94-13 الصادر في جوان 1994 في مادته الرابعة على أن معدلات الفائدة المدينة و الدائنة تحدد بحرية، غير أنه يمكن لبنك الجزائر أن يحدد هامشا أقصى بالنسبة لعمليات القروض. لكن ألغي هذا الهامش في ديسمبر 1995 بغية تحفيز الوساطة المصرفية من جراء المادة 2 من التعليمات 95-77 المعدلة و المتممة للتعليمات 94-16. نلاحظ بالتالي أن معدلات الفائدة المدينة و الدائنة مرتفعة في بداية الفترة و تبدأ بالتناقص في 1995 بالنسبة للمعدلات المدينة و ابتداء من 1996 بالنسبة للمعدلات الدائنة. حيث أنها انتقلت من 16.58 بالمئة إلى 14.5 بالمئة و من 19 بالمئة إلى 15.71 بالمئة على التوالي. واصلت هذه الأخيرة في تناقصها بعد 1996. و من أهم العوامل التي ساهمت في هذا الانخفاض ظهور الفائض في السيولة الهيكلية في النظام البنكي إلى جانب انخفاض المعدلات الخاصة بأدوات استرجاع السيولة<sup>1</sup>.

نلاحظ اتساع الفرق ما بين المعدلات الدائنة و المدينة تدريجيا إلى أن استقرت هذه الأخيرة عند معدل 8 بالمئة بالنسبة للمعدلات الدائنة ابتداء من 2004، و عند معدل 1.75 بالمئة بالنسبة للمعدلات المدينة ابتداء من 2006. يفسر هذا الفرق الكبير من جهة بسلوك البنوك و بعدم رغبة هذه الأخيرة في استقطاب المقترضين لعدم توفرها على المعلومات الكافية من أجل تقويم المخاطر خاصة بالنسبة للقطاع الخاص. تتوجه هذه البنوك

<sup>1</sup> International Monetary Fund. (2014), p3.

إلى شراء أدونات الخزينة بأسعار فائدة منخفضة على حساب منح القروض و هذا حتى ان كانت أدونات الخزينة لا تجنى عائدا موجبا<sup>1</sup>. من جهة ثانية فقد أثر الفائض الهيكلي في السيولة الذي ظهر ابتداءا من 2001 إلى فقدان قدرة بنك الجزائر في التأثير على أسعار الفائدة التي تطبقها البنوك في سوق القرض.

تبعث التغييرات في سعر الفائدة ما بين البنوك عموما نفس اتجاه التغييرات في أسعار الفائدة الدائنة و المدينة. فقد عرف قيما مرتفعة خلال الفترة 1990-1996، و بلغ ذروته سنة 1995 بمعدل قدره 19.75 بالمئة، ليتناقص ابتداءا من 1997 من 14.59 بالمئة إلى 7.98 بالمئة سنة 2000. هناك علاقة قوية بين سعر الفائدة ما بين البنوك و مستوى السيولة في السوق النقدية، فإن هذا الأخير يتحدد حسب حاجة البنوك في السيولة و الطلب و العرض على هذه الأخيرة، ما يجعل بنك الجزائر يستهدف هذا الأخير من أجل التأثير على تطور أسعار الفائدة. إن الزيادة في السيولة البنكية ابتداءا من 2001 أدى إلى تناقص العمليات ما بين البنوك، ما أدى بدوره إلى تناقص هذا المعدل الذي انتقل من قيمة 19.75 بالمئة في 1995 إلى غاية 3.23 بالمئة في 2001 ليستقر بعد ذلك في قيم تتمحور ما بين 4.82 بالمئة و 0.34 بالمئة خلال الفترة الممتدة من 2001 إلى غاية 2018. كما أن اللجوء الكبير إلى أدوات استرجاع السيولة من طرف بنك الجزائر بمعدلات منخفضة نسبيا ساهم هو أيضا في الخفض من معدلات الفائدة ما بين البنوك، و هذا إلى غاية اللجوء إلى عمليات التمويل النقدي في نهاية عام 2017<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> شلغوم عميروش، مرجع سابق، ص382-391.

<sup>2</sup> Fond Monétaire Internationale. (2018), op-cit, p7.

## خاتمة الفصل

عرفت السياسة النقدية الجزائرية عدة تغيرات ابتداء من التسعينات، مع ظهور قانون النقد و القرض 90- الذي أعطى استقلالاً أكبر لبنك الجزائر في تحديد سياسته النقدية. عرف النظام البنكي الجزائري عدة تغيرات هيكلية في هذه الفترة. سمحت بالتخلص من القيود على النظام المالي، تحرير أسعار الفائدة و تطوير السوق النقدية ما بين البنوك. تعتبر هذه التغيرات الهيكلية من بين أهم العوامل المؤثرة على فعالية السياسة النقدية، إلى جانب التغيرات الخارجية التي تتجسد في التغيرات في أسعار البترول التي تظهر في شكل تغيرات في السيولة البنكية التي لعبت دوراً أساسياً في توجيه السياسة النقدية. حيث تأقلمت هذه الأخيرة على حسب حالة السيولة في النظام البنكي. فقد انتقل بنك الجزائر إلى سياسة تهدف إلى امتصاص الفائض في السيولة الذي أصبح هيكلياً ابتداءً من 2001، باللجوء أساساً إلى أداة استرجاع السيولة، بعدما كان يلجأ إلى أدوات غير مباشرة مثل إعادة الخصم في الفترة التي سبقت و التي كانت فيها البنوك لا تزال تلجأ إلى بنك الجزائر من أجل إعادة التمويل. كما دفع التغير في السيولة البنكية إثر الأزمة البترولية لسنة 2014 بنك الجزائر إلى التغير مجدداً في سياسته النقدية. و هذا من خلال التغيير في سياسة سعر الصرف، اللجوء إلى التمويل الداخلي، إعادة احياء أداة سعر إعادة الخصم، اللجوء إلى العمليات على السوق المفتوحة لأول مرة منذ 1996، و أخيراً اللجوء إلى التمويل غير التقليدي الذي تزامن مع سياسة مالية توسعية في الربع النهائي لسنة 2017. الشيء الذي يبين مكانة السياسة المالية كأحد أهم العوامل المؤثرة على السياسة النقدية الجزائرية إلى جانب تقلبات أسعار البترول في الأسواق العالمية، و التغيرات الهيكلية التي عرفها النظام البنكي الجزائري.

# الفصل الثالث:

فعالية أدوات السياسة النقدية

في الجزائر

## مقدمة الفصل

عرفت نماذج الاقتصاد الكلي المفسرة لتأثير السياسات الاقتصادية بشكل عام و السياسة النقدية على وجه الخصوص عدة تطورات و تغيرات. ما أدى إلى اختلاف النتائج الخاصة بفعالية السياسة النقدية من عدمها مع اختلاف التيار و الفرضيات المعتمدة من أجل شرح العلاقات الاقتصادية. حتى إن كان التوجه العام نحو الاتفاق ما بين التيار النيوكنزي و تيار الدورة الاقتصادية الحقيقية RBC و التوصل إلى نتيجة أن للسياسة النقدية تأثيرا كبيرا على نشاط الاقتصاد الحقيقي و أن عليها تحقيق استقرار الأسعار.

تتأثر فعالية السياسة النقدية في تحقيق هدف استقرار الأسعار بعدة عوامل، فهناك اختلاف ما بين الاقتصاديين و متخذي القرار في الأهداف التي يجب اتباعها، معدل التضخم الذي يجب استهدافه، و طبيعة السياسة و الأدوات التي يجب استعمالها. كما أن هذه الأخيرة مرهونة بطبيعة الاقتصاد المدروس.

نحاول من خلال هذا الفصل دراسة فعالية أدوات السياسة النقدية في حالة الاقتصاد الجزائري و ذلك بتقسيمه إلى ثلاث مباحث. سنتطرق في المبحث الأول إلى أهم الدراسات السابقة التي اهتمت أساسا بتحليل فعالية السياسة النقدية. بينما سنقوم في المبحث الثاني ببناء و تحديد النموذج و في المبحث الثالث و الأخير سنحاول تحليل النتائج المتحصل عليها.

## المبحث الأول: فعالية السياسة النقدية من خلال الدراسات السابقة

تعددت الدراسات التي اهتمت بشكل، آثار و فعالية السياسة النقدية. و إن يبقى صلب الموضوع، أي السياسة النقدية، نفسه إلا أن الإشكالية و وجهة النظر التي يدرس من خلالها تختلف من دراسة إلى أخرى. فهناك من يبحث عن تحديد طبيعة السياسة المتبعة أو القاعدة التي يعتمدها البنك المركزي، هناك من يقارن ما بين فعالية مختلف السياسات التي يمكن أن يتبعها البنك المركزي، و هناك من يدرس فعالية السياسة النقدية سواء من خلال فعالية قنوات انتقال السياسة النقدية أو من خلال أدواتها. و بما أنه هناك تشابك و ارتباط واضح ما بين أدوات، قنوات انتقال و أهداف السياسة النقدية فقد يؤدي هذا إلى التباس و خلط في التحليل، فلا يتم تحليل فعالية أدوات السياسة النقدية دون التطرق إلى قنوات انتقالها و العكس.

نهتم في هذا المبحث بالدراسات التي تناولت فعالية السياسة النقدية، حيث قسم إلى ثلاث مطالب، خصص المطلب الأول إلى أهم الدراسات في هذا الموضوع، المطلب الثاني إلى الدراسات التي عالجت هذه الإشكالية اعتمادا على تقنية اشعة الانحدار الذاتي، و أخيرا نتطرق إلى الدراسات التي عالجت فعالية السياسة النقدية في الجزائر.

## المطلب الأول: أهم الدراسات الخاصة بفعالية السياسة النقدية

من بين أهم الدراسات التي تناولت موضوع آثار السياسة النقدية نذكر دراسة **Christopher A. Sims** (1991)<sup>1</sup>. يعتمد المؤلف في هذا المقال على نماذج VAR من أجل الإجابة على السؤال التالي: هل هناك أثر للسياسة النقدية؟ و هذا من خلال تحديد ما إذا كانت التغيرات في معدل الفائدة و الكتلة النقدية تعبر عن إجراءات السياسة النقدية أم هي استجابة للتغيرات في الاقتصاد. كما أنه يبحث من خلال نموده على تحديد ما إذا كان هذا الأخير يعبر عن نموذج IS/LM أو نموذج النقديين من جهة، أو عن نموذج الدورة الاقتصادية الحقيقية RBC من جهة ثانية. لقد تم الاعتماد في هذه الدراسة على معطيات الدول التالية: فرنسا، ألمانيا، اليابان، بريطانيا و الولايات المتحدة الأمريكية و أظهرت معظم النتائج فعالية السياسة النقدية في جميع البلدان المدروسة مع وجود بعض الاستثناءات، خاصة قدرة معدل الفائدة على التنبؤ بالارتفاعات في معدل التضخم. من ناحية ثانية اتضح أن نماذج IS/LM و النموذج النقدي تعطي تفسير أحسن من نموذج RBC على العموم للنتائج التي تم الحصول عليها. علما أن المؤلف يؤكد على أن تحسين نمذجة RBC قد يحسن من تفسير النتائج.

<sup>1</sup> Sims. C. A. (1991): Interpreting the Macroeconomic Time Series facts: The Effects of Monetary Policy, prepared for presentation at the International Seminar on Macroeconomics in Madrid in July of 1991.

قام <sup>1</sup> Eric M.Leeper, Cfristopher A.Sims and Tao Zha.(1996) من جهتهم بتقدير مجموعة من نماذج VAR المختلفة من حيث نوع المتغيرات، القيود و الحجم (عدد المتغيرات)، حيث وصلت عدد المتغيرات في النماذج الكبيرة التي تهدف إلى نمذجة كل من سلوك البنك الفيدرالي و سلوك النظام البنكي، إلى 13 و 18 متغيرة. حيث يرى المؤلفون أن استعمال نماذج أكبر يسمح بالتطرق لمشكلة التعريف بوضوح أكبر و يسمح لتفسير أحسن للنتائج. و استنتجوا أن معظم التغيرات في أدوات السياسة النقدية هي نتيجة أو ردة فعل للتغيرات الاقتصادية و ليست انحرافات عشوائية في سلوك السلطات النقدية.

هدفت دراسة <sup>2</sup> Ben S. Bernanke, Mark Gertler and Mzrk Watson.(1997) إلى تحديد مدى تأثير السياسة النقدية المتوقعة Systematic Monetary Policy في حالة الاقتصاد الأمريكي بعد الحرب العالمية الثانية. اذ يعتمد المؤلفون على نموذج VAR هيكلي جزئي مبني ليتماشى مع خصائص معطيات الاقتصاد الأمريكي من أجل مقارنة تطور الاقتصاد مع التطورات التي كان يمكن أن يعرفها في حالة تطبيق سياسة نقدية مختلفة، ما يسمح بقياس أهمية البعد المتوقع systemic للسياسة النقدية. يبحث المؤلفون عن التفرقة بين السياسة النقدية المتوقعة و غير المتوقعة جزئيا، و رؤوا أن النماذج التي لا تفرق بين السياسات المتوقعة و غير المتوقعة تواجه مشكلة التعريف التي تبحث عن تفاديها نماذج VAR. لأنه من الصعب التفرقة ما بين آثار السياسة النقدية المتوقعة و آثار الصدمات التي تستجيب لها هذه الأخيرة. تم التركيز في هذا المقال على استجابة السياسة النقدية لصدمات أسعار البترول نظرا لسهولة تحديد هذه الصدمات و نظرا للاحتمال الكبير بأن تكون هذه الأخيرة خارجية. كما أنهم يرون أن هذه الصدمات يمكن أن تكون مصدر للركود الذي عرفه الاقتصاد الأمريكي عكس ما جاء به بعض الاقتصاديين الذين يفترضون أن هذا الركود سببه السياسة النقدية التي تم اتباعها في ذلك الوقت. أظهرت النتائج أن جزء مهم من أثر هذه الصدمات راجع إلى ردة فعل السياسة النقدية. ما يبين أن السياسة النقدية الداخلية أو المتوقعة (أي تلك التي تستجيب للصدمات في سعر البترول) لعبت دورا هاما.

يبحث كل من <sup>3</sup> Ben S.Bernanke and Ilian Mihov (1998) عن تحديد أحسن نموذج للتعبير عن آثار السياسة النقدية من خلال نموذج VAR هيكلي جزئي، مع أخذ التغيرات الهيكلية في السياسة النقدية بعين الاعتبار. و استنتجوا أن البنك الفيدرالي الأمريكي FED غير من هدفه خلال الفترة 1979-1982 لصالح

<sup>1</sup>.Leeper. E. M.,Sims C. A and Tao Zha.(1996): What Does Monetary Policy Do?, Brookings Papers on Economic Activity, No. 2.

<sup>2</sup>.Bernanke B. S, Gertler M and Watson M.( 1997) : Systematic Monetary Policy and the Effects of Oil Price Shocks, Brookings Papers on Economic Activity, vol. 28, No 1.

<sup>3</sup> Bernanke B. S. and Mihov I.(1998): Measuring Monetary Policy, The Quarterly Journal of Economics, Volume 113, Issue 3.

الاحتياطات غير المقترضة، في حين أنه اعتمد على معدل الموجه للبنك الفيدرالي The Federal Funds Rate في باقي الفترة.

يقترح<sup>1</sup>Christina D. Romer and david H. Romer (2012) عملا مكملًا للدراسة المشهورة الخاصة ب)Friedman and Schwartz (1963) تحت عنوان "Monetary History of the United States". حيث اشتهر Friedman and Schwartz باستنتاجهما أن السياسة النقدية الانكماشية التي اتبعها البنك الفيدرالي الأمريكي كانت عاملا أساسيا في ظهور الركود الكبير الذي عرفه الاقتصاد الأمريكي. لكن دراستهم لا تختصر في هذه النتيجة كما يؤكد (Romer and Romer (2012). فقد اهتمتا بتحديد التغيرات في الناتج التي لم تكن نتيجة التغيرات الاقتصادية في تلك الفترة، و النتيجة التي توصلوا إليها فيما يخص تطور كل من الناتج و النقود في نفس الاتجاه تعتبر كأهم دليل على وجود أثر للصدمات النقدية. إلا أن (Romer and Romer (2012) يقران أن Friedman and Schwartz لم يوضحوا ميكانيزمات تأثير الصدمات النقدية على الناتج، و هما يبحثان بالتالي على تفسير تأثير الصدمات النقدية على الناتج من خلال دراسة التوقعات بالانخفاض في الأسعار. لقد عرفت معدلات الفائدة الاسمية انخفاضا كبيرا خلال فترة الركود لذا يرى البعض أن هذا يتناقض مع النتائج التي توصل إليها Friedman and Schwartz و أن الصدمات النقدية لم تلعب دورا مهما في الخفض من الناتج. كما يرى البعض الآخر أن هذه الصدمات كانت لها تأثير عبر قنوات أخرى غير قناة سعر الفائدة. من ناحية أخرى، بحث بعض الاقتصاديين عن التنسيق ما بين استنتاج Friedman and Schwartz و التناقص المستمر لسعر الفائدة خلال الفترة المدروسة من خلال انخفاض الأسعار في نهاية 1929. ففي حالة توقع الانخفاض في مستوى الأسعار ترتفع أسعار الفائدة الحقيقية حتى و إن انخفضت أسعار الفائدة الاسمية. فإن كان التناقص في الأسعار متوقعا ترتفع تكلفة الاقتراض الحقيقية ما يؤدي إلى تناقص الانفاق و الناتج. لكن هذا غير كاف، إذا لا يوجد أية قناة أو ميكانيزم يسمح بتفسير الأثر الانكماشى للانخفاض في العرض النقدي دون الانخفاض في سعر الفائدة الاسمي، لهذا يجب أن يكون التوقع في الانخفاض في الأسعار نتيجة لسياسة نقدية انكماشية لكي يبقى تفسير Friedman and Schwartz صالحا. ينتمي هذا المقال إلى المجموعة الثانية و هو يبحث بالتالي على توضيح مصدر التوقع في الانخفاض في الأسعار. تم الاعتماد من أجل تحديد إن كان التوقع في الأسعار يتعلق بالانخفاض في العرض النقدي على النهج السردى The Narrative Approach . و هذا من خلال دراسة منشورات The Business Week magazine التي أظهرت أنه هناك علاقة قوية. ما يؤيد استنتاجات Friedman and

<sup>1</sup> Romer Christina D and Romer David H. (2012): Friedman and Schwartz's Monetary Explanation of the Great Depression: Old Challenges and New Evidence, Preliminary Draft.

Schwartz. كما يرى (Romer and Romer (2012) أن هذه النتائج تبين أيضا إمكانية الرفع من الناتج في حالة انخفاض أسعار الفائدة الاسمية إلى اقترابها من الصفر، من خلال الرفع من التوقعات التضخمية.

تعتمد بعض الدراسات على تقنيات مختلفة من أجل دراسة السياسة النقدية، مثل النهج السردى The Narrative Approach المعتمد من طرف (Romer and Romer (2012) ، و الذي اعتمد عليه Eric Monnet<sup>1</sup> (2012) إلى جانب نموذج VAR عند دراسته لحالة الاقتصاد الفرنسي و وضح أن للسياسة النقدية أثر واضح على معدل التضخم. فهو يرى أن هذه التقنية أكثر ملائمة لأن متغيرة عرض النقود لا تعبر جيدا على السياسة النقدية لأنها لا تأخذ بعين الاعتبار الأثر المباشر لتأطير القروض في المدى القصير، في حين استعمال متغيرة سعر الفائدة قد تعطي نتائج متناقضة.

رغم توجه معظم الدراسات التي تخص السياسة النقدية نحو دراسة فعالية قنوات انتقال هذه الأخيرة، إلا أنه هناك بعض الاستثناءات مثل (Ray C Fair<sup>2</sup> (1987) الذي يبحث عن الإجابة عن السؤال التالي: هل يتم تفضيل أحد أدوات السياسة النقدية من طرف البنك المركزي من خلال الاعتماد على نموذج خاص بالاقتصاد الأمريكي؟ حيث قارن ما بين سعر الفائدة و عرض النقود، و أظهرت النتائج أنه يتم تفضيل معدل الفائدة ما يتماشى مع السياسة النقدية التي طبقت في الفترة المدروسة.

اهتم<sup>3</sup> Christina D Romer, David H Romer, Stephen M Goldfeld et Benjamin M Fridman

(1990) من جهتهم بنظرية انتقال السياسة النقدية المبنية على التشوهات في سوق القرض، من أجل تحديد ما اذا كانت تتضمن قنوات انتقال السياسة النقدية أثر مباشر على القروض البنكية. تميل النتائج نحو قبول ما يعرف بالنظرية النقدية The Money View التي تقر على أن أثر السياسة النقدية يكون عبر جانب الخصوم لميزانية البنوك، أو ما يعبر عموما عن قناة سعر الفائدة، مقابل جانب الأصول الذي لا يلعب دورا، و الذي يعبر على قناة القرض. لكن يؤكد المؤلفون رغم هذه النتائج على أنه حتى إن لم تظهر النتائج أثر ما يعرف ب the lending view خلال الفترة المدروسة 1970-1980 إلا أن أثر قنوات السياسة النقدية ليس ثابتا بما أن الاقتصاد يتغير مع الوقت و هذا لا ينفي إمكانية أن يكون لها أثر في المستقبل.

<sup>1</sup> Monnet E.(2012): Politique monétaire et politique du crédit en France pendant les Trente Glorieuses 1945-1973, Thèse pour obtenir le titre de Docteur en Sciences économiques, Ecole des Hautes Etudes en Science Sociale Ecole D'Economie de Paris.

<sup>2</sup> Ray C Fair. (1987): Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Macroeconometric Model, Journal of Monetary Economics, Volume 22, Issue 2.

<sup>3</sup> Romer C. D et al. (1990): New Evidence on the Monetary Transmission Mechanism, Brookings Papers on Economic Activity, No. 1.

توصل <sup>1</sup>Jon C.Williams.(1999) ، من خلال تقييم مجموعة من القواعد البسيطة للسياسة النقدية باستعمال النموذج FRB/US ، إلى النتائج التالية: أولا القواعد البسيطة للسياسة النقدية أكثر فعالية في خفض من التذبذبات في التضخم، الناتج و معدلات الفائدة من القواعد المعقدة. ثانيا القواعد الفعالة تقوم بتمهيد سعر الفائدة استجابة للصدمات و تستعمل الأثر الرجعي لتوقعات القرارات الخاصة بالسياسة من أجل تحقيق استقرار الأسعار و الناتج في المدى القصير و التقليل من التقلبات في سعر الفائدة. و أخيرا أن فعالية القواعد البسيطة للسياسة النقدية لا تتأثر بشرط عدم سالبية معدل الفائدة الاسمي.

اهتم <sup>2</sup>Yinxia Guo.(2008) بتقييم فعالية سوق الأسهم في الصين بالنسبة للسياسة النقدية، من خلال تقدير نموذج VAR بالاعتماد على الفرضية التي تقر أنه هناك علاقة وطيدة بين السياسة النقدية (خاصة سعر الفائدة و عرض النقود) و عوائد الأسهم . استنتج هذا الأخير من خلال دراسته أنه لا يمكن للمستثمرين التنبؤ بأسعار الأسهم اعتمادا على معلومات حول السياسة النقدية، ما يعني أنه يمكن استعمال هذه الأخيرة من أجل تعديل سوق الأسهم الصيني و من ثم الاقتصاد ككل. من جهة أخرى فإنه يوضح أن هناك عوائق قد تقلل من فعالية السياسة النقدية في تأثيرها على الاقتصاد الكلي، مثل النقص في السيولة و ميل المستثمرين إلى المضاربة.

تمثل الهدف من دراسة <sup>3</sup>Puriya Abbassi and Tobias Linzert (2011) في قدرة السياسة النقدية على توجيه أسعار الفائدة في حالة أزمة مالية. اعتمد المؤلفان من أجل ذلك على مؤشرين هما القدرة على التنبؤ بمعدل الفائدة و التوقع بالسياسة النقدية، ما يعبر على قناة الانتقال الرئيسية لهذه الأخيرة. و أثر الإجراءات غير التقليدية التي يتم اللجوء إليها في حالة الأزمة. و استنتجا أن الأدوات غير التقليدية ساهمت في خفض من معدل الفائدة عند الأزمة.

### المطلب الثاني: دراسة فعالية السياسة النقدية و نماذج الانحدار الذاتي.

تعتمد العديد من الدراسات التي تهتم بفعالية السياسة النقدية على نماذج شعاع الانحدار الذاتي VAR. من بينها دراسة <sup>4</sup>Kevin C. Cheng (2006) الذي اعتمد على نموذج VAR هيكلي من أجل دراسة حالة كينيا و استنتج أن زيادة غير متوقعة، ظرفية و خارجية لسعر الفائدة تؤدي إلى انخفاض في الأسعار. في حين اهتم

<sup>1</sup> Williams Jon C. (1999): Simple Rules for monetary policy, Board of Governors of the Federal Reserve system.

<sup>2</sup> Yinxia Guo.(2008) : The efficiency of the chinese stock market with respect to monetary policy, Thesis for Master programme in finance school of Economics and management.

<sup>3</sup> Puriya Abbassi and Tobias Linzert.(2011) : The Effectiveness of Monetary Policy in steering Money Market Rates During The Recent financial Crisis, European Central Bank, NO 1328.

<sup>4</sup> Cheng Kevin C (2006): A VAR Analysis of Kenya's Monetary Policy Transmission Mechanism: How Does the Central Bank's REPO Rate Affect the Economy?, International Monetary Fund, WP/06/300.

<sup>1</sup>Adnen Chockri et Ibticem Frihka (2011) بقنوات انتقال السياسة النقدية في حالة الاقتصاد التونسي من خلال تقدير نموذج VAR هيكلية، بهدف تحديد ما إذا يجب التوجه نحو سياسة استهداف التضخم. و استنتج أنه من الضروري التوجه نحو سياسة استهداف التضخم بما أن التضخم في حالة الاقتصاد التونسي يتحدد أساسا بالطلب الكلي و الطلب على النقود.

اهتم كل من (2012) Jean-Paul Tasasa V. kimbanbu<sup>2</sup> و Felix Fisher, Charlotte Lundgren

(2013) et Samir Jahjah<sup>3</sup> من جهتهم بحالة جمهورية كونغو الديمقراطية la République Démocratique du Congo. حيث اعتمدت الدراسة الأولى على نموذج VAR هيكلية و استنتجت أن السياسة النقدية أقل فعالية في حالة الصدمات الخارجية و أكثر فعالية في حالة الصدمات النقدية. في حين أظهرت الدراسة الثانية أسباب ضعف فعالية السياسة النقدية. تمثلت هذه الأخيرة في: فقدان العملة المحلية لخاصيتها كمخزن للقيمة بسبب الانخفاض الكبير في قيمتها ما أدى إلى استبدالها بعملة أجنبية ما يعرف ب La dollarisation ، الضعف المؤسساتي la faiblesse institutionnelle ، هيمنة السياسة المالية و عدم مصداقية البنك المركزي. كما تم الاعتماد على كل من نموذج VAR هيكلية و نموذج DSGE في دراسة Jen-Paul Kimbanbu Tsasa Vangu<sup>4</sup> (2014) التي توصلت إلى نتيجة أن للسياسة النقدية تأثير ضعيف على الطلب العام لأن فجوة الناتج ليست حساسة لتغيرات معدل الفائدة.

أما <sup>5</sup>C.Amarasekara فقد اعتمد على نموذج VAR و نموذج VAR هيكلية جزئي أين يتم فرض القيود على الجزء من المتغيرات التي تعبر على السياسة النقدية فقط من أجل دراسة أثر السياسة النقدية في حالة سري لانكا Sri Lanka . كما تم حساب مؤشر السياسة النقدية الذي يبين أثر كل من السياسة النقدية المتوقعة (التي تمثل ردة فعل السلطات النقدية للتغيرات في مؤشرات الاقتصاد الكلي و الصدمات الاقتصادية) و السياسة النقدية غير المتوقعة. لم تختلف النتائج الخاصة بكل من نموذج VAR و نموذج VAR الهيكلية الجزئي، التي تتماشى عموما مع النظرية الاقتصادية إلا فيما يخص ظهور ما يعرف بلغز السعر، أي أن سياسة نقدية انكماشية لا تؤدي إلى انخفاض في معدل التضخم في العديد من التقديرات الخاصة بالفترات الجزئية ما تم تفسيره بزيادة طول فترة الاستجابة. أظهر مؤشر السياسة النقدية الذي تم حسابه انطلاقا من نتائج نموذج VAR الهيكلية الجزئي، من جهة أن السياسة النقدية المتوقعة تمثل الجزء الأكبر من السياسة النقدية في سري لانكا مقارنة

<sup>1</sup> Chockri Adnen et Frihka Ibticem. (2011) : La portée de la politique de ciblage d'inflation : Approche analytique et empirique pour le cas Tunisien, Panoeconomicus, vol. 58, No 1.

<sup>2</sup> Tasasa Jean-paul et kimbanbu V. (2012) : Evaluation de la Politique Monétaire R.D. Congo Un Regard Rétrospectif.

<sup>3</sup> Fisher Felix, Lundgren Charlotte et Jahjah Samir.(2013) : Vers une politique monétaire plus efficace : le cas de la République démocratique du Congo, 2013 Fonds monétaire international, WP/13/226.

<sup>4</sup> Kimbanbu Jen-paul Tsasa Vangu (2014) : Diagnostic de la politique monétaire en Rép. Dém.Congo -Approche par l'Equilibre Général Dynamique Stochastique, CEPREMAP Centre Pour la Recherche Economique et ses Applications.

<sup>5</sup>.Amarasekara C,The Impact of Monetary Policy on Economic Growth and Inflation in Sri Lanka,Central Bank of Sri Lanka, Staff Studies – Volume 38 Numbers 1& 2.

بالسياسة النقدية غير المتوقعة. و من جهة أخرى أن السياسة النقدية المتوقعة لها علاقة عكسية مع معدل نمو الناتج الداخلي الخام، في حين أن كل من السياسة النقدية المتوقعة و غير المتوقعة لهما علاقة عكسية مع معدل التضخم.

اعتمد <sup>1</sup>(2015) Amine Ben Amara et autres من جهتهم على نموذج شعاع الانحدار الذاتي هيكلية بمتغيرات خارجية SVAR-X من أجل دراسة فعالية السياسة النقدية في ظل وجود بنوك إسلامية في المملكة العربية السعودية. تم إدراج الميزانية العامة، أسعار البترول، الناتج الداخلي الخام للولايات المتحدة الأمريكية و معدل الفائدة ما بين البنوك للولايات المتحدة الأمريكية كمتغيرات خارجية. إضافة إلى متغيرتين داخليتين تعبران على تمويل البنوك الإسلامية و القروض الممنوحة إلى باقي البنوك إلى جانب باقي المتغيرات الداخلية المعبرة على السياسة النقدية مثل معدل الفائدة ما بين البنوك، و إلى الناتج الداخلي الخام خارج قطاع المحروقات للقطاع الخاص و التغير في المؤشر العام للاستهلاك التي تعبر عن المتغيرات الهدف. حيث بينت النتائج أن قناة القروض فعالة في تأثيرها على الناتج الداخلي خارج قطاع المحروقات، لكنها أقل فعالية في تأثيرها على الأسعار. درست <sup>2</sup>(2003) Laysa Koziarivska من جهتها حالة أوكرانيا من خلال نموذج أشعة تصحيح الخطأ VEC ، و أظهرت أن تأثير السياسة النقدية على المتغيرات الاسمية أكبر من تأثيرها على المتغيرات الحقيقية، و أن استهداف المجمعات النقدية سياسة غير فعالة.

في حين اهتمت دراسة <sup>3</sup>(2009) Dario Rukelj بالتفاعل ما بين السياسة المالية و السياسة النقدية في كرواتيا، و بعلاقتها بالناتج الوطني National Output بالاعتماد على نموذج هيكلية لأشعة تصحيح الخطأ. أظهرت النتائج أن هناك تأثير سلبي لكل من صدمات السياسة المالية على الكتلة النقدية M1 و هذه الأخيرة على السياسة المالية أي أنه يمكن اعتبار السياستان الاقتصاديتين كبديل لبعضهما البعض. كما استنتج أن لكل من السياسة المالية و السياسة النقدية تأثير كبير على الاقتصاد في المدى القصير و ينخفض هذا التأثير في المدى المتوسط و المدى الطويل.

<sup>1</sup> Ben Amara Amine, Hachichab Néjib, and Saadallahc Ridha.(2015): The Effectiveness of Monetary Policy Transmission Channels in the Presence of Islamic Banks: The Case of Saudi Arabia, International Journal of Business, vol20, No 3.

<sup>2</sup> Koziarivska Laysa.(2003): Evaluation of Monetary Policy Efficiency in Transition Economies: the Case of Ukraine, a Thesis Submitted in partial fulfillment of the Requirements for the degree of Master in Arts in Economics, National University of "Kyiv-Mohyla Academy".

<sup>3</sup> Dario Rukelj .(2009): Modelling Fiscal and Monetary Policy Interactions in Croatia Using Structural Vector Error Correction Model, Privredna kretanja i ekonomska politika.

أما <sup>1</sup> (Lumengo Bonga-Bonga et Alain Kabundi (2015) فقد اعتمدا على نموذج SVEC من أجل دراسة حالة جنوب افريقيا، و توصلوا إلى نتيجة أن السياسة النقدية غير فعالة و غير قادرة على التأثير على معدل التضخم على فترة تتجاوز عشرون شهرا.

يلجأ البعض إلى دراسة فعالية السياسة النقدية من خلال دراسات مقارنة، مثل دراسة **Abdoulaye Diagne** <sup>2</sup> (2001) et **Fodiyé B. Doucouré** . اهتم المؤلفون من خلال هذه الدراسة التي تطرقت إلى حالة دول الاتحاد الاقتصادي و النقدي لغرب افريقيا l'UEMOA بتحديد أثر نفس السياسة النقدية على دول ذات خصائص مختلفة و أظهرت أولا أن أثر السياسة النقدية يختلف من بلد إلى آخر. من الناحية الثانية بينت أن لصدمة في معدلات الفائدة الحقيقية أثر واضح على متغيرات انتقال السياسة النقدية و على أهداف السياسة النقدية في جميع الدول. و أخيرا أن هناك تأثير لكل من قناة النقد و قناة القرض، لكن أثر هذه الأخيرة أكبر.

يقوم <sup>3</sup> **Woon Shin** (2002) من خلال دراسته بالمقارنة ما بين استجابة مجموعة من المتغيرات الكلية لصدمة في السياسة النقدية ما بين ثمانية دول من مجموعة OCDE، من خلال تقدير نموذج VAR هيكلي خاص بكل دولة تحت فرضية حيادية النقود في المدى الطويل. أظهرت النتائج أن لكل من قناة سعر الفائدة و قناة سعر الأسهم دور مهم في نقل آثار السياسة النقدية، أما قناة القرض فهي غير فعالة.

اهتم <sup>4</sup> **Laurencec Ball et Niamh Sheridam** (2003) أيضا بدراسة مجموعة من دول OCDE. الهدف من هذه الدراسة هو تحديد ما إذا كان تطبيق استهداف التضخم يحسن من فعالية السياسة النقدية. تم دراسة عشرون بلد من بينها سبعة بلدان قامت بتطبيق سياسة استهداف التضخم في التسعينات. حيث سمحت النتائج برفض الفرضية التي تقر أن تطبيق سياسة استهداف التضخم يحسن من فعالية السياسة النقدية ما يوحي إلى أن التحسين من شفافية و استقلالية البنك المركزي ليس له أثر ملحوظ، و هذا حتى إن اعترف المؤلفين بأن الفترة المدروسة لم تعرف الكثير من التغيرات و أن دراسة فترة أطول قد يعطي نتائج مختلفة.

<sup>1</sup> Bonga-Bonga Lumengo et Kabundi Alain.(2015) : Monetary Policy Instruments and Inflation in South Africa: Structural Vector Error Correction Model Approach, MPRA Paper 63731, University Library of Munich, Germany.

<sup>2</sup> Abdoulaye Diagne et Fodiyé B. Doucouré.(2001) : Les Canaux de Transmission de la Politique Monétaire Dans Les Pays de l'UEMOA, Consortium pour la recherche économique et sociale (CRES), Université Cheikh Anta Diop de Dakar.

<sup>3</sup> Woon Shin. (2002) : Monetary Transmission Mechanism : An International Comparison, Submitted to Texas A&M university in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Doctor of Philosophy.

<sup>4</sup> Ball Laurencec et Sheridam Niamh (2003): Does Inflation Targeting Matter?, National Bureau of Economic research, Cambridge, NBER Working Paper No. 9577.

يقارن (Stephen G and al.(2006)<sup>1</sup> من جهتهم ما بين الأداء الاقتصادي للسياسة النقدية في كل من الثمانينات و التسعينات لمجموعة من الدول النامية و الدول المتقدمة، تضم 24 بلد، و استنتجوا أنه هناك زيادة في فعالية السياسة النقدية في التسعينات في 21 دولة من مجموع 24.

أما (Bikai Jacques Landry et kenkouo Guy Albert)<sup>2</sup> (2015) فقد اهتمتا بتحديد قناة السياسة النقدية الأكثر فعالية في بلدان المجموعة الاقتصادية و النقدية لوسط افريقيا CEMAC. تم الاعتماد على نموذج VAR هيكلي بالنسبة لكل بلد كما تم الاعتماد على نموذج SPVAR خاص بستة دول. بينت النتائج أن الدول المدروسة لا تستجيب بطريقة مماثلة للصدمات في السياسة النقدية، و أن قناة القرض هي الأكثر فعالية ما بين قنوات انتقال السياسة النقدية و هذا حتى إن كانت هذه الأخيرة غير فعالة على العموم.

### المطلب الثالث: أهم الدراسات التي اهتمت بفعالية السياسة النقدية في الجزائر

من بين الدراسات التي اهتمت بحالة الجزائر نذكر (Bakhouche A.(2006)<sup>3</sup> الذي قام بتقدير دالة الطلب على النقود للفترة 1988-2004 بهدف تحديد أحسن هدف مباشر للسياسة النقدية ما بين المجمعات النقدية و معدل التضخم. سمحت هذه الدراسة بالتوصل إلى مجموعة من الاستنتاجات أهمها أن استهداف التضخم في الجزائر أكثر ملائمة من استهداف المجمعات النقدية. كما توجي النتائج إلى أن معدل التضخم في الجزائر ليس ظاهرة نقدية بل يتحدد بعوامل هيكلية تميز الاقتصاد الجزائري مثل ضعف الإنتاجية و برنامج التحرير المالي، و أن الكتلة النقدية متغيرة خارجية في حالة الاقتصاد الجزائري ما يعني أن بنك الجزائر لا يتحكم في كمية النقود في الاقتصاد بسبب أهمية السوق غير الرسمية. أظهرت النتائج أيضا عدم مرونة الكتلة النقدية لسعر الفائدة المدين ما يفسر بعدم تطور السوق المالية، و يوجي إلى عدم فعالية أداة سعر الفائدة.

اعتمد (Mohand Akli Oughlissi (2017)<sup>4</sup> من جهته على نموذج DSGE و بين أن السياسة النقدية لم تكن فعالة بسبب الفائض في السيولة الذي عرفه الاقتصاد، إلى جانب تبعية هذا الأخير للواردات خلال الفترة 2000-2015. اهتم (Nasreddine Ennemri (2016)<sup>5</sup> أيضا بتحديد فعالية السياسة النقدية في التحكم في

<sup>1</sup> Stephen G and al.(2006) : Has monetary policy become more efficient a cross country Analysis?, The Economic Journal, Volume 116, Issue 511.

<sup>2</sup> Bikai Jacques Landry et kenkouo Guy Albert (2015) : Analysis and evaluation of the Monetary Policy Transmission Channels in the CEMAC: A SVAR and SPVAR Approaches, Bank of Central Africa States (BEAC), MPRA Paper No. 78227.

<sup>3</sup> Bakhouche A.(2006) : Money Demand in Algeria, Savings and Development, Vol. 30, No. 3.

<sup>4</sup> Oughlissi Mohand Akli .(2017) : Analyse de la politique monétaire en Algérie à l'aide d'un modèle DSGE, Strategy and Development Review, Volume 7, Numéro 13.

<sup>5</sup> Ennemri Nasreddine .(2016): The effectiveness of Bank of Algeria in controlling the excess liquidity during the period (2001-2015), El-Bahith Review, Volume 16, Numéro 16.

الفائض في السيولة، و تحديد ما إذا كان للاحتياطات النقدية دورا في التحكم في هذا الأخير. اعتمد من أجل ذلك على نموذج الانحدار المتعدد، و استنتج عكس الدراسة السابقة أن السياسة النقدية لعبت دورا فعالا في التحكم في الفائض في السيولة و في معدل التضخم.

استخدم **بن طابي فريد (2013/2012)**<sup>1</sup> أيضا النموذج المتعدد من أجل دراسة فعالية السياسة النقدية في الجزائر. خصت الدراسة لفترة 1970-2000 مع أخذ التغيرات الخاصة بالإصلاح الاقتصادي بعين الاعتبار في شكل متغيرة صماء و أظهرت أنه لا يوجد تأثير للسياسة النقدية على معدل التضخم في المرحلة التي سبقت الإصلاحات و أصبح لها دور فعال في فترة الإصلاحات الاقتصادية.

أما **بوشه محمد (2012/2011)**<sup>2</sup> فقد اعتمد في دراسته للسياسة النقدية الجزائرية على تقدير نموذج VAR من أجل دراسة شدة تأثير قرارات السياسة النقدية في مجاميع النشاط الاقتصادي سواء الناتج أم الأسعار في الجزء الأول. تم الاعتماد على نماذج VARX من أجل دراسة و تحليل فعالية قنوات الانتقال و تقييم فعاليتها و دورها في انتقال السياسة النقدية في الجزء الثاني. استنتج أن السياسة النقدية غير فعالة في التأثير على الناتج خلال فترة الإصلاحات الاقتصادية، لكنها فعالة في مراقبة مستوى مستقر للمؤشر العام للأسعار، و بينت النتائج الدور الهام لقناة معدل الفائدة و معدل الصرف مقارنة بقناة القرض.

لجأ **صندوق النقد الدولي**<sup>3</sup> في دراسته لحالة الاقتصاد الجزائري سنة 2014 أيضا إلى نموذج VAR و توصل إلى مجموعة من النتائج تمثلت فيما يلي: تأثير الاحتياط الاجباري على القروض ضعيف بصفة عامة و هو يتسبب سلبيا في القروض الممنوحة للاقتصاد و لا يتسبب في القروض الموجهة للقطاع العام، يتسبب معدل إعادة الخصم في معدلات الفائدة (الدائنة، المدينة و معدل فائدة أذونات الخزينة t-bill rates)، يؤثر معدل إعادة الخصم على القروض الممنوحة للقطاع الخاص لكنه لا يؤثر على القروض الممنوحة للقطاع العام، لا يظهر تأثير سعر الفائدة الموجه على سعر الفائدة ما بين البنوك بسبب الفائض في السيولة الذي ميز فترة الدراسة، بل يتأثر هذا الأخير بالضغوطات في السيولة التي قد تعرفها بعض البنوك، كما أن الطلب الكبير على أذونات الخزينة إلى جانب العرض المحدود لها أدى إلى انخفاض سعر الفائدة الخاص بها و ابتعادها عن التغيرات في سعر الفائدة الموجه. حيث ينخفض هذا الأخير في بعض الأحيان تحت سعر فائدة الإيداع لدى بنك الجزائر،

<sup>1</sup> بن طابي فريد. (2013/2012): فعالية السياسة النقدية في ظل برامج الإصلاح الاقتصادي "حالة الاقتصاد الجزائري للفترة 1970-2011"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود و مالية، جامعة الجزائر 3.

<sup>2</sup> بوشه محمد. (2012/2011): محاولة تقييم السياسة النقدية في ظل الإصلاحات الاقتصادية -حالة الجزائر- الفترة 1990-1998، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، فرع القياس الاقتصادي، جامعة الجزائر 3.

<sup>3</sup> Lahreche Amina and Jewell Andrew (MCD); and Sampawende J.-A. Tapsoba (FAD). (2014): ALGERIA SELECTED ISSUES, International Monetary Fund; IMF Country Report No. 14/34.

أداة سعر الصرف و معدل الفائدة الموجه لا يؤثر على معدل التضخم و على معدل النمو، هناك تأثير أدوات استرجاع السيولة على معدل التضخم و على معدل النمو لكنه ضعيف و أخيرا الصدمات على أدوات السياسة النقدية لها أثر ضعيف على معدل التضخم والنتائج الداخلي الخام خارج قطاع المحروقات.

لم يدرس <sup>1</sup>Hamamousse Amina et Maamar Belkheir (2015) فعالية السياسة النقدية بل اهتماما بنمذجة تحديد سعر الفائدة من طرف بنك الجزائر بالاعتماد على قاعدة تايلور من خلال تقدير نموذج الانحدار البسيط، و تحديد ما إذا كان بنك الجزائر يميل نحو إعطاء أهمية أكبر لهدف استقرار الأسعار أم تحقيق النمو. حيث أظهرت النتائج أن بنك الجزائر يميل نحو إعطاء أهمية أكبر لهدف استقرار الأسعار، لكنها أظهرت أيضا أن قاعدة تايلور لا تعبر جيدا عن سلوك بنك الجزائر.

أما <sup>2</sup>M. Y. Boumghar (2016) فقد استنتج بعد اعتماده على نموذج VAR هيكلي على غرار العديد من الدراسات التي ذكرت سابقا، أن فعالية قنوات انتقال السياسة النقدية ضعيفة و يتم على الترتيب التالي: قناة سعر الفائدة، قناة القرض و قناة سعر الصرف. في حين توصل زبير عياش و بوسكي حليلة (2018)<sup>3</sup> للذان اعتمادا على نموذج تصحيح الخطأ العشوائي VECM إلى نتيجتين. الأولى أن التضخم ظاهرة نقدية لأن هناك سببية أحادية الاتجاه من نمو الكتلة النقدية نحو معدل التضخم. ثانيا أن لمعدل نمو الكتلة النقدية تأثير إيجابي على معدل التضخم في المدى القصير و في المدى الطويل لكن الأثر يكون سلبيا في المدى المتوسط، أما الأثر على الناتج فإنه دائما موجبا.

تتناول دراسة <sup>4</sup>Radia Benziane et Chkebkab Aissa (2016) مدى فعالية أدوات السياسة النقدية على معدل التضخم في الجزائر خلال الفترة 1990-2014، بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي حيث أخذ استهداف التضخم بعين الاعتبار على شكل متغيرة صماء. من نتائج هذه الدراسة: أن الكتلة النقدية و سعر الصرف يؤثران على التضخم بصفة مباشرة، أن تأثير أسعار الفائدة على الأسعار لا يكون مباشر و أنه على الرغم من أن السلطات العامة قد وفرت جهدا كبيرا لتحقيق الأهداف التي رسمتها سياسة استهداف التضخم إلا أنه تبين أن هذه الأخيرة غير فعالة.

<sup>1</sup> Hamamousse Amina et Maamar Belkheir, Etude des fluctuations du taux directeur en Algérie (1990-2015).

<sup>2</sup> Boumghar Mohamed Yazid. (2015/2016) :La Conduite de la Politique Monétaire en Période de Transition : Examen de l'Expérience de la Banque d'Algérie, Thèse Pour l'obtention du diplôme de Docteur en Science en Statistique et Economie Appliquée, Ecole Nationale Supérieure de Statistique et d'Economie Appliquée.

<sup>3</sup> زبير عياش و بوسكي حليلة. (2018): تقييم فعالية السياسة النقدية في الجزائر باستخدام نموذج تصحيح الخطأ العشوائي (VECM) خلال الفترة

(1990-2016)، مجلة اقتصاديات المال و الأعمال JFBE، المجلد 2، العدد 1.

<sup>4</sup> Benziane Radia et Chekebkab Aissa. (2016) :Essai D'évaluation Des Instruments De La Politique Monétaire En Algérie، مجلة الاقتصاد والمالية، Volume 2، Numéro 2.

اعتمد نذير يسين (2019/2018)<sup>1</sup> على تقنية VAR من خلال تقدير نموذج أساسي يتكون من الكتلة النقدية و المتغيرات الهدف و ثلاث نماذج أخرى يعبر كل واحد منها عن تأثير قناة من قنوات انتقال السياسة النقدية، و تمثلت أهم النتائج المتوصل إليها في أن معظم التقلبات الظرفية في المستوى العام للأسعار ناتجة أساسا عن الصدمات الذاتية لهذه المتغيرة، ضعف قنوات انتقال السياسة النقدية إلى الناتج الحقيقي و في أن قناة سعر الصرف و قناة القروض تلعب دورا مهما في نقل آثار السياسة النقدية إلى المستوى العام للأسعار، عكس قناة سعر الفائدة.

### المبحث الثاني: بناء، تقدير و اختبار النموذج

انتقد Sims (1980) نماذج المعادلات الآنية لأنها تستلزم تحديد و التفريق ما بين المتغيرات الداخلية و المتغيرات الخارجية<sup>2</sup>. حيث انتقدت النماذج الهيكلية الكبيرة خاصة من طرف Robert Lucas et Christopher Sims بسبب العدد الكبير من القيود التي تفرضها و التي لا تتوافق حتما مع خصائص السلاسل الزمنية<sup>3</sup>. أتت نماذج الانحدار الذاتي VAR كبديل لنماذج المعادلات الآنية التقليدية و تعتبر كحل منهجي لمشكل اختيار النموذج المناسب، حيث تعتبر كل المتغيرات في هذه النماذج كمتغيرات داخلية. كما تعتبر هذه النماذج كأداة فعالة لوصف السلوك الديناميكي للسلاسل الزمنية و تستعمل كثيرا في تحليل السياسات الاقتصادية.

نعتمد من خلال هذا المبحث، الهادف إلى دراسة فعالية أدوات السياسة النقدية على تحقيق هدف استقرار الأسعار في الجزائر، على نماذج أشعة الانحدار الذاتي VAR. يتم تحديد النموذج المناسب على حسب درجة تكامل السلاسل الزمنية، فتكون أول خطوة بالتالي هي دراسة استقرارية السلاسل الزمنية.

### المطلب الأول: تحديد المتغيرات و اختبار استقرارية السلاسل الزمنية

بعد التطرق إلى أهم الدراسات التي عالجت فعالية السياسة النقدية ننقل إلى دراسة فعالية أدوات السياسة النقدية في تحقيق هدف استقرار الأسعار في حالة الاقتصاد الجزائري. و أول خطوة هي تحديد متغيرات النموذج و دراسة استقراريته السلاسل الزمنية.

<sup>1</sup> نذير يسين (2019/2018): الآثار الاقتصادية الكلية لصدمات السياسة النقدية في الجزائر دراسة تحليلية قياسية للفترة (1970-2014)، أطروحة

مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد كمي، جامعة الجزائر 3.

<sup>2</sup> Asteriou Dimitios and Hall Stephen G. (2007): Applied Econometrics, Palgrave Macmillan, p279.

<sup>3</sup> Bernanke B. S, Gertler M and Watson M, op-cit, p92.

## 1- طبيعة المتغيرات المستعملة في الدراسة:

نعتمد من أجل دراسة فعالية أدوات السياسة النقدية في تحقيق هدف استقرار الأسعار على معطيات<sup>1</sup> فصلية تمتد من الرباعي الأول لسنة 1990 إلى غاية الرباعي الأول لسنة 2019. سوف نستعمل في دراستنا مؤشر أسعار المواد الاستهلاكية في الجزائر الوسطى IPC للتعبير عن تطور المؤشر العام للأسعار خلال الفترة المدروسة و الذي يمثل استقراره الهدف النهائي للسياسة النقدية.

أما فيما يخص أدوات السياسة النقدية فبرغم من تعددها نظريا إلا أن السلطات الجزائرية اعتمدت على مجموعة منها بشكل أساسي، في حين استعملت المجموعة الأخرى لفترات محدودة و تم الاستغناء عنها نظرا لعدم فعاليتها حسب بنك الجزائر. نهتم في دراستنا هذه بصفة خاصة بالكتلة النقدية بمفهومها العام M2 التي توافق المجمع النقدي M1 الذي يشمل الحسابات الجارية و الودائع تحت الطلب، إضافة إلى باقي الودائع القصيرة و المتوسطة الأجل، أي التي تقل عن ستة أشهر. نعتمد على هذه الأخيرة كونها تمثل السيولة اللازمة لتمويل القطاع الاقتصادي و حسب بعض النظريات الاقتصادية (خاصة النظرية الكلاسيكية) فهي المحدد الرئيسي لتغيرات المستوى العام للأسعار.

على الرغم من أن معدل إعادة الخصم هو الأداة المباشرة للسياسة النقدية ، إلا أن هذه الأخيرة لم تعرف تغيرات كبيرة خلال فترة تطبيقها و بقيت ثابتة خلال جزء كبير من هذه الأخيرة ما يصعب التعامل مع هذه السلسلة الزمنية. يدفعنا هذا إلى الاستعانة بمعدل الفائدة ما بين البنوك INT فرغم أنه لا يمثل أداة مباشرة للسياسة النقدية إلا أنه يمكننا استخدامه كمؤشر مناسب للسياسة النقدية لأنه يعكس إجراءات البنك المركزي<sup>2</sup>.

تمثل القروض الموجهة للاقتصاد CE أيضا أداة من الأدوات المتاحة لبنك الجزائر من أجل التحكم في النشاط الاقتصادي و بالتالي في تغيرات المستوى العام للأسعار كما يمكن اعتبارها كمقياس للعمق المالي و التطور المصرفي.

أخيرا سوف نلجأ لسعر الصرف TC كأداة للسياسة النقدية كما أنه ينقل تأثيرات العوامل الخارجية إلى الاقتصاد المحلي و نخص بالذكر المستوى العام للأسعار مما يؤدي إلى تدخل بنك الجزائر في سوق الصرف ما بين البنوك. في دراستنا هذه سوف نستعين بسعر الصرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار الجزائري وذلك للتأثير الذي يمارسه قطاع المحروقات على الاقتصاد الوطني و المقيم بالدولار الأمريكي.

<sup>1</sup> مصدرها الديوان الوطني للإحصائيات و منشورات بنك الجزائر.

<sup>2</sup> C.Amarasekara, op-cit, p20.

نعمد في دراستنا على متغيرات بقيم اسمية لأن أثر السياسة النقدية يكون عبر المجمعات بالقيم الاسمية، كما ندرج الوغاريتم على السلاسل الزمنية (و العبر عنه ب L قبل كل متغيرة) و ذلك لعدة أسباب. من بينها توحيد الوحدات و الحصول على سلاسل زمنية تتراوح قيمها في مجالات متقاربة من حيث القيمة. كما أن ادراج الوغاريتم يسمح بالتخلص من اتجاه عام قوي، الذي قد يكون نتيجة نمو إذ أن للسلسلة الزمنية عدة ميزات أو خصائص تعبر عن سلوكها، و النمو قد يكون أحدها. قد تغطي هذه الميزة في السلسلة الزمنية على باقي مميزاتها، ما يصعب دراسة العلاقة السببية بين هذه السلسلة الزمنية و سلسلة أخرى تحتوي اتجاه عام<sup>1</sup>. نقوم بالتالي بإدراج الوغاريتم على جميع المتغيرات ماعدا معدل الفائدة لأن القيم الخاصة به منخفضة بما أنه يأتي على شكل معدل، كما أنه لا يظهر اتجاه عام واضح على عكس باقي المتغيرات<sup>2</sup>.

## 2- دراسة استقرارية السلاسل:

نقول عن سلسلة زمنية أنها مستقرة عندما تتمحور هذه الأخيرة حول وسط حسابي ثابت ذو تباين و تباين مشترك يكونان على شكل أرقام منتهية و غير مرتبطان بالزمن<sup>3</sup>. يؤدي استعمال سلاسل زمنية غير مستقرة في نماذج الانحدار الذاتي إلى نتائج غير موثوقة فاحتمال التوصل إلى نتيجة صلاحية النموذج و وجود علاقة قوية ما بين السلسلتين من خلال استعمال توزيع ستودنت من أجل اختبار صلاحية النموذج هي حوالي 2/3، و هذا حتى إن لم تكن أية علاقة ما بين هاتين الأخيرتين. في هذه الحالة عادة ما تبين إحصائية درين واتسن وجود ارتباط قوي من الدرجة الأولى<sup>4</sup>، و تعرف هذه الأخيرة بالانحدار المزيف.

يعتبر **Dickey and Fuller (1979,1981)** أول من عالج مشكلة عدم إمكانية استعمال توزيع ستودنت من أجل دراسة استقرارية السلاسل الزمنية. لكن يعتمد هذا الاختبار على فرضية عدم الارتباط الذاتي للأخطاء، ما يعني أنه لا يمكن الاعتماد على نتائج هذا الاختبار في حالة عدم تحقق هذه الفرضية. دفع هذا العديد من المؤلفين من بينهم **Dickey and Fuller** إلى تشكيل اختبار يتجاوز هذا الاشكال. ما ظهر في اختبار augmented Dickey-Fuller (ADF) الذي يتم فيه إضافة تأخيرات للمتغيرة الداخلية المدروسة<sup>5</sup>. قام **Pierre Perron and Peter Phillips (1988)** أيضا بتشكيل اختبار يعالج مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء، و هو يعتبر

<sup>1</sup> Dimitios Asteriou and Stephen G.Hall. (2007), op-cit, p18.

<sup>2</sup> الملحق رقم 01.

<sup>3</sup> Lutkephol Helmut and Kratzig Markus.(2004): Applied Time Series Econometrics, cambridge university press,p11.

<sup>4</sup> Wojciech W.Charemza and Derek F.Deadman.(1992): New Directions in Econometric Practice, Edward Elgar Publishing, p92-95.

<sup>5</sup> Ambler Steve .(1989) : La stationnarité en économétrie et en macroéconomie : un guide pour les non-initiés, L'Actualité Economique, p 594-596.

كتعميم لاختبار ADF لا يحتوي على افتراضات قوية حول توزيع الأخطاء<sup>1</sup>. سيتم بالتالي الاعتماد من أجل دراسة استقرار السلاسل الزمنية على كل من اختبار ADF و اختبار Phillips Perron (PP).

الجدول رقم (1،3) : درجة تكامل متغيرات الدراسة حسب نتائج اختبارات ADF و PP

المتغيرة	نتائج اختبار ADF	نتائج اختبار PP
LCE	I(1)	I(1)
LM2	*I(1)	I(1)
LTC	I(2)	I(1)
INT	I(1)	I(1)
LIPC	I(2)	I(1)

المصدر: من اعداد الطالبة حسب مخرجات برنامج Eviews، الملاحق من 4 إلى 13.

\* تستقر السلسلة عند الفروقات من الدرجة الأولى حسب معيار SBC، لكنها غير مستقرة حسب معيار AIC.

يؤدي تغير هيكل في متوسط سلسلة مستقرة إلى تحيز في نتائج اختبار ADF نحو قبول فرضية احتواء السلسلة على جذر وحدة و عدم استقرارية هذه الأخيرة. في حين تصلح جملة الاختبارات المقترحة من طرف Perron في حالة وجود تغير هيكل<sup>2</sup>. يدفعنا هذا إلى اتباع نتائج اختبار PP، و نستنتج بالتالي أن كل المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى.

### المطلب الثاني: تقدير النموذج

كون كل المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى يعني أنه هناك احتمال وجود تكامل مشترك، و نقصد بالتكامل المشترك وجود تطور مشترك في المدى الطويل، أي أن المتغيرات لا تبتعد عن بعضها البعض إلا مؤقتاً. ما يعبر عن توازن احصائي يعبر عن علاقة اقتصادية في المدى الطويل<sup>3</sup>.

يؤدي الاعتماد على الفروقات في حالة وجود تكامل مشترك إلى مشاكل التشخيص في النموذج Mispesification Error و إلى ضياع معلومات خاصة بعلاقة التكامل المشترك. كما أن الاعتماد على نموذج VAR عند وجود تكامل مشترك يعني أن علاقة التوازن في المدى الطويل لم تأخذ بعين الاعتبار. تجعل في

<sup>1</sup> Dimitios Asteriou and Stephen G.Hall. (2007), op-cit, p298.

<sup>2</sup> Wojciech W.Charemza and Derek F.Deadman.(1992), op-cit, p119-120.

<sup>3</sup> Kirchgassner Gebhard.(2007) : Introduction to Modern Time Series Analysis, Springer, p203.

هذه الحالة أخطاء التشخيص مخرجات النموذج غير صالحة فلا يمكن الاعتماد بالتالي على نتائج الخاصة بدوال الاستجابة و تفكيك تباين الخطأ<sup>1</sup>.

يمكن الاعتماد على نهجان من أجل تحديد ما إذا يوجد تكامل مشترك. أولهما منهجية **Engle et Granger** (1987) التي تسمح بدراسة معادلة واحدة، و الثانية هي منهجيات تسمح بدراسة مجموعة من المتغيرات من خلال نموذج الانحدار الذاتي مثل منهجية **Johansen**<sup>2</sup>. سوف نعتد على هذه الأخيرة من أجل تحديد ما إذا يوجد تكامل مشترك ما بين متغيرات الدراسة.

تعتبر أول خطوة في تحديد عدد تأخيرات النموذج، و هي خطوة أساسية فإن عدد تأخيرات كبيرة جدا تؤدي إلى فقدان كبير لدرجة الحرية، في حين أن عدد تأخيرات صغيرة أو غير كافية تؤدي إلى خلل في تشخيص النموذج **A misspecified model**<sup>3</sup>. يظهر لنا من خلال الجدول الموالي أن عدد التأخيرات المناسب هو 7 تأخيرات و هي عدد التأخيرات المحددة حسب معيار AIC الذي يمتلك أصغر قيمة - 12.88729 مقارنة بباقي المعايير.

الجدول رقم (2،3) : تحديد عدد التأخيرات المناسبة من أجل تطبيق منهجية **Johansen**<sup>4</sup>

المعيار عدد التأخيرات	LOGL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-239.2020	/	6.08e-05	4.480770	4.604226	4.530836
1	711.2214	1796.213	2.57e-12	-12.49948	<b>-11.75874*</b>	<b>-12.19908*</b>
2	734.6961	42.21124	2.65e-12	-12.47149	-11.11347	-11.92076
3	775.7039	69.97675	1.99e-12	-12.76521	-10.78991	-11.96415
4	805.2032	47.63187	<b>1.86e-12*</b>	-12.84777	-10.25518	-11.79638
5	817.1450	18.18662	2.41e-12	-12.60817	-9.398301	-11.30645
6	845.6413	40.78368	2.34e-12	-12.67232	-8.845172	-11.12027
7	882.3571	<b>49.17893*</b>	1.98e-12	<b>-12.88729*</b>	-8.442859	-11.08491
8	903.8163	26.77472	2.26e-12	-12.82232	-7.760607	-10.76961

المصدر: من اعداد الطالبة حسب مخرجات برنامج Eviews، الملحق رقم 14.

تبين نتائج اختبار **Johansen** وجود خمس علاقات تكامل مشترك حسب نتائج اختبار الأثر و علاقته تكامل مشترك حسب نتائج اختبار القيمة الذاتية العظمى.

<sup>1</sup> Walter Enders.(2010): Applied Econometrics Time Series, Wiley, p396

<sup>2</sup> William Green .(2005) : Econometrie, Pearson Education, p640.

<sup>3</sup> Walter Enders.(2010), op-cit, p316.

<sup>4</sup> أنظر الملحق رقم 14.

يتم رفض الفرضية الصفرية التي تقر على أنه لا توجد علاقة تكامل مشترك فإن القيمة المحسوبة 123.52 أكبر من القيمة الحرجة 69.81 عند مستوى 5 بالمئة بالنسبة لاختبار الأثر، و القيمة المحسوبة 63.00 أكبر من القيمة الحرجة 33.87 عند مستوى 5 بالمئة بالنسبة لاختبار القيمة الذاتية العظمى.

كما يتم رفض الفرضية التي تقر على أنه يوجد على الأكثر علاقة تكامل مشترك واحدة عند مستوى 5 بالمئة، بما أن القيمة المحسوبة 60.51 أكبر من القيمة الحرجة 47.85 عند مستوى 5 بالمئة بالنسبة لاختبار الأثر، و أن القيمة المحسوبة 28.91 أكبر من القيمة الحرجة 27.58 عند مستوى معنوية 5 بالمئة بالنسبة لاختبار القيمة الذاتية العظمى.

تقبل الفرضية التي تقر على أنه يوجد على الأكثر علاقتي تكامل مشترك بالنسبة لاختبار القيمة الذاتية العظمى. بما أن القيمة المحسوبة 14.90 أصغر من القيمة الحرجة 21.13 عند مستوى معنوية 5 بالمئة. لكنها ترفض بالنسبة لاختبار الأثر، بما أن القيمة المحسوبة 31.60 أكبر من القيمة الحرجة 29.79.

ترفض الفرضية التي تقر على أنه يوجد على الأكثر ثلاث علاقات تكامل مشترك و تلك التي تقر على أنه يوجد على الأكثر أربع علاقات تكامل مشترك. فإن القيم المحسوبة 16.70 و 5.58 أكبر من القيم الحرجة 15.49 و 3.84 على التوالي بالنسبة لاختبار الأثر.

الجدول رقم (3،3) : نتائج اختبار Johansen

	اختبار الأثر		اختبار القيمة الذاتية العظمى	
	القيمة المحسوبة	القيمة الجدولة	القيمة المحسوبة	القيمة الجدولة
لا توجد علاقة تكامل مشترك	123.5217	69.81889	63.00590	33.87687
توجد على الأكثر علاقة تكامل مشترك واحدة	60.51582	47.85613	28.91068	27.58434
توجد على الأكثر علاقتي تكامل مشترك	31.60514	29.79707	14.90176	21.13162
توجد على الأكثر ثلاث علاقات تكامل مشترك	16.70339	15.49471	11.11723	14.26460
توجد على الأكثر أربع علاقات تكامل مشترك	5.586154	3.841466	5.586154	3.841466

المصدر: من اعداد الطالبة حسب مخرجات برنامج Eviews، الملحق رقم 15.

بعد تأكد من وجود تكامل مشترك نتوجه نحو تقدير نموذج تصحيح الخطأ الذي يسمح بالتعبير عن تأثير التغيرات في المدى القصير بالانحرافات عن التوازن في المدى الطويل. نقوم بتقدير نموذج يحتوي على علاقتي تكامل مشترك حسب نتائج اختبار القيمة الذاتية العظمى. حيث أنه يفضل اتباع نتائج هذا الأخير لأنه يحتوي على فرضية بديلة ذات دقة أكبر. فيختبر اختبار الأثر الفرضية الصفرية التي تقر على أن عدد أشعة التكامل المشترك أقل أو يساوي  $r$  مقابل فرضية بديلة عامة، في حين يختبر اختبار القيمة الذاتية العظمى الفرضية الصفرية التي تقر على أن عدد الأشعة الذاتية هي  $r$  مقابل الفرضية البديلة التي تقر على أن عدد الأشعة الذاتية هي  $r+1$ <sup>1</sup>.

يتبين لنا من خلال نتيجة التقدير<sup>2</sup> التي تم تلخيصها في المعادلات الموالية\* أن المعلمات الخاصة بمعادلات التكامل المشترك، والتي تعبر عن سرعة التعديل، معنوية وذات إشارة سالبة. فإن المعلمات الخاصة بالمعادلة الأولى ذات إشارة سالبة و معنوية عند مستوى 5 بالمئة في كل من المعادلة الخاصة بالمستوى العام للأسعار، المعادلة الخاصة بالكتلة النقدية و المعادلة الخاصة بسعر الصرف. و معلمة المعادلة الثانية سالبة و معنوية عند مستوى 5 بالمئة في المعادلة الخاصة بسعر الفائدة، ما يدفعنا إلى قبول النموذج.

$$D(LIPC) = -0.075997 \text{ CoIntEq1} + 0.013075 \text{ CoIntEq2} + 0.128275 D(LIPC(-1)) + \dots + 0.021997 \dots (1,3)$$

[-2.56795]                      [ 1.43079]

$$D(LM2) = -0.030799 \text{ CoIntEq1} + 0.019292 \text{ CoIntEq2} + 0.027338 D(LIPC(-1)) + \dots + 0.029591 \dots (2,3)$$

[-0.60358]                      [ 1.22442]

$$D(LCE) = 0.438979 \text{ CoIntEq1} + 0.021858 \text{ CoIntEq2} + 0.672068 D(LIPC(-1)) + \dots - 0.027053 \dots (3,3)$$

[ 3.89748]                      [ 0.62851]

$$D(INT) = 6.802956 \text{ CoIntEq1} - 2.048830 \text{ CoIntEq2} - 0.604105 D(LIPC(-1)) + \dots - 1.419846 \dots (4,3)$$

[ 5.50791]                      [-5.37222]

$$D(LTC) = -0.085275 \text{ CoIntEq1} + 0.032890 \text{ CoIntEq2} + 0.476784 D(LIPC(-1)) + \dots + 0.015394 \dots (5,3)$$

[-1.08899]                      [ 1.36028]

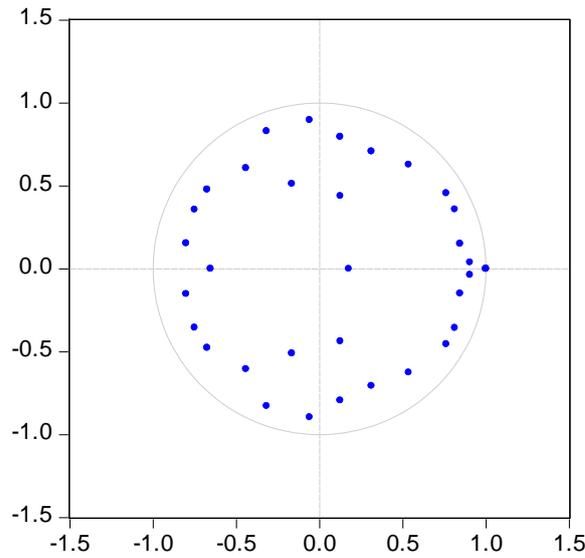
<sup>1</sup> Walter Enders.(2010), op-cit, p366/ 391-392.

<sup>2</sup> أنظر الملحق رقم 16.  
\* تعبر القيم ما بين عارضتين على إحصائية ستودنت.

## المطلب الثالث: اختبار فعالية النموذج

قبل تحليل النتائج التي تم الحصول عليها يجب اخضاع النموذج إلى مجموعة من الاختبارات هدفها تحديد مدى صلاحية هذا الأخير. أول هذه الاختبارات هو اختبار استقرارية النموذج  $AR$  Inverse Rootsof Characteristic Polynomial . حيث يتبين لنا من خلال الشكل الموالي الذي يوضح نتائج هذا الاختبار أن كل الجذور العكسية تقل عن الواحد، و تقع داخل دائرة الوحدة، ما يدفعنا إلى استنتاج أن النموذج المقدر مستقر.

الشكل رقم (3،1): نتائج اختبار استقرارية نموذج تصحيح الخطأ

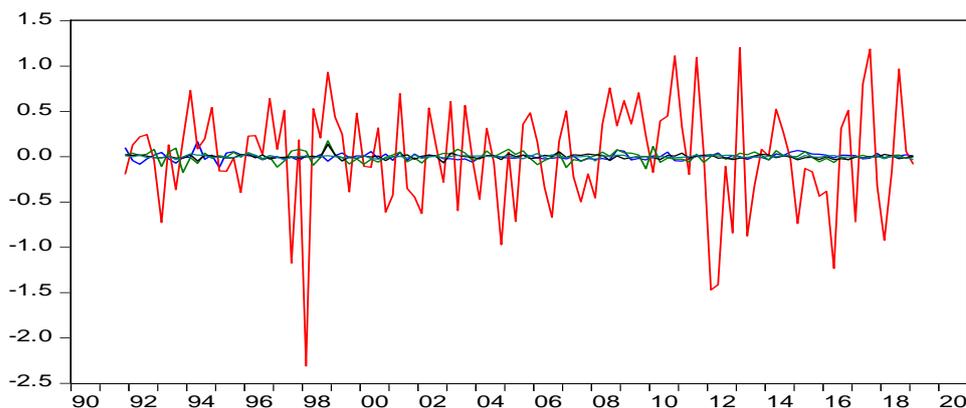


المصدر: من اعداد الطالبة حسب مخرجات برنامج Eviews، الملحق رقم 26.

يبين لنا الشكل الموالي البواقي الخاصة بالمعادلات الخمسة للنموذج، و من الظاهر أنها تمحور حول وسط حسابي ثابت ما يوحي إلى استقراريتها. كما يظهر لنا من خلال دراسة دوال الارتباط الذاتي و الارتباط الذاتي الجزئي الخاصة بالبواقي<sup>1</sup> ، أن هذه الأخيرة عبارة عن شوشرة بيضاء.

<sup>1</sup> أنظر الملاحق من 17 إلى 21.

الشكل رقم (2،3): بواقي نموذج تصحيح الخطأ



المصدر: من اعداد الطالبة حسب مخرجات برنامج Eviews، الملحق رقم 27.

يعتبر عدم الارتباط الذاتي للأخطاء من أهم الشروط التي يجب توفرها من أجل تأكيد صلاحية النموذج. نقوم باختبار هذه الخاصية بالاعتماد على اختبار لاقرانج للارتباط الذاتي للأخطاء LM، الذي تظهر نتائجه في الجدوب الموالي.

الجدول رقم (4،3): نتائج اختبار LM للارتباط الذاتي للبواقي.

Lags	LM-stat	Prob
1	45.08550	0.0082
2	23.62276	0.5412
3	51.29706	0.0015
4	31.56551	0.1710
5	27.27299	0.3424
6	27.29109	0.3415
7	32.70753	0.1385

المصدر: من اعداد الطالبة حسب مخرجات برنامج Eviews، الملحق رقم 22.

يتبين لنا من خلال هذه النتائج أنه يتم قبول الفرضية الصفرية التي تقر على عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء عند مستوى معنوية 5 بالمئة في معظم الحالات. كما يبين اختبار التباين أن النموذج لا يعاني من هذا المشكل، بما انه يتم قبول الفرضية الصفرية التي تقر على عدم وجود اختلاف في التباين عند مستوى معنوية 5 بالمئة.

الجدول رقم (5.3): نتائج اختبار اختلاف التباين.

Chi-sq	Prob
1024.184	0.0737

المصدر: من اعداد الطالبة حسب مخرجات برنامج Eviews، الملحق رقم 23.

بين لنا اختبار **Jarque-Bera** عدم اتباع الأخطاء قانون توزيع طبيعي بما أنه يتم رفض الفرضية الصفرية التي تقر على اتباع الأخطاء لقانون توزيع طبيعي عند مستوى معنوية 5 بالمئة. يرى في هذا الصدد العديد من المختصين أن هذا الاختبار ضعيف و غير جذير بالثقة، من بينهم **Lutz Kilian and Ufuk Demiroglu**.<sup>1</sup> و أنه يمكن تجاهل هذه النتائج خاصة عند توفر عدد مشاهدات كبير كما هو الحال هنا. يدفعا هذا بالتالي إلى قبول النموذج و الانتقال إلى مرحلة تحليل النتائج.

الجدول رقم (6.3): نتائج اختبار **Jarque-Bera**.

	Jarque-Bera	Prob.
بواقي المعادلة الأولى	3.351483	0.1872
بواقي المعادلة الثانية	282.7971	0.0000
بواقي المعادلة الثالثة	3.832813	0.1471
بواقي المعادلة الرابعة	19.21571	0.0000
بواقي المعادلة الخامسة	32.98310	0.0000
مشترك	342.1802	0.0000

المصدر: من اعداد الطالبة حسب مخرجات برنامج Eviews، الملحق رقم 24.

### المبحث الثالث: تحليل النتائج

نظرا لطبيعة الإشكالية فإننا نهتم بالتغيرات في المدى القصير و لا نهتم بتحليل العلاقات التوازنية في المدى الطويل. فإننا نستعين بالتالي من أجل دراسة فعالية أدوات السياسة النقدية في تحقيق هدف استقرار الأسعار على تحليل نتائج كل من اختبار غرانجر، نتائج دوال الاستجابة و نتائج تفكيك تباين الخطأ.

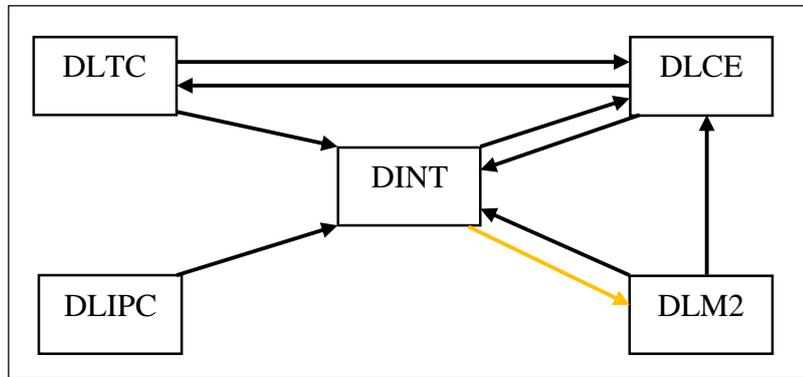
<sup>1</sup> Lutz Kilian and Ufuk Demiroglu.(2000): Residual-Based Tests for Normality in Autoregressions: Asymptotic Theory and Simulation Evidence, Journal of Business & Economic Statistics, Vol 18, No 1, pp. 40-50.

المطلب الأول: اختبار السببية لفرانجر

نقول أن متغيرة ما تتسبب في متغيرة أخرى حسب فرانجر إذا كانت المتغيرة الأولى تحسن من التنبؤ بالمتغيرة الثانية.

يلخص الشكل الموالي نتائج اختبار فرانجر، حيث يمثل كل سهم علاقة سببية، عند مستوى معنوية 5 بالمئة بالنسبة للأسهم باللون الأسود و بمستوى معنوية 10 بالمئة بالنسبة للأسهم باللون البرتقالي.

الشكل رقم (3،3): تمثيل للعلاقات السببية ما بين المتغيرات على حسب نتائج اختبار فرانجر.



المصدر: من اعداد الطالبة حسب مخرجات برنامج Eviews، الملحق رقم 25.

مثلا، نرفض الفرضية الصفرية التي تقر على أن مجموع تأخيرات التغير في لوغاريتم سعر الصرف لا تتسبب في كل من التغير في سعر الفائدة و التغير في لوغاريتم القروض الموجهة للاقتصاد عند مستوى معنوية خمسة بالمئة. بالمثل، و من الشكل السابق نستنتج أن:

- لا تسبب أي متغيرة من المتغيرات المدروسة حسب فرانجر في التغير في لوغاريتم المستوى العام للأسعار، و التغير في لوغاريتم الكتلة النقدية بمفهومها العام عند مستوى معنوية 5 بالمئة.
- تتسبب كل متغيرات الدراسة حسب فرانجر في التغيرات في أسعار الفائدة عند مستوى 5 بالمئة.
- هناك سببية متبادلة حسب فرانجر عند مستوى 5 بالمئة ما بين كل من التغير في لوغاريتم القروض الموجهة للاقتصاد و التغير في أسعار الفائدة من جهة، و ما بين كل من التغير في لوغاريتم القروض الموجهة للاقتصاد و التغير في لوغاريتم سعر الصرف من جهة ثانية.
- هناك سببية متبادلة ما بين كل من التغيرات في لوغاريتم الكتلة النقدية بمفهومها العام و التغيرات في سعر الفائدة حسب فرانجر، عند مستوى 5 بالمئة من التغير في لوغاريتم الكتلة النقدية إلى التغير في

أسعار الفائدة، و عند مستوى معنوية 10 بالمئة من التغير في أسعار الفائدة إلى التغير في لوغاريتم الكتلة النقدية.

- تتسبب التغيرات في لوغاريتم الكتلة النقدية بمفهومها العام في التغيرات في لوغاريتم القروض الموجهة للاقتصاد حسب غرانجر.

يعطي هذا الاختبار فكرة عن العلاقة ما بين متغيرات الدراسة لكنه لا يسمح بإعطاء فكرة دقيقة عن الميكانيزمات التي قد تربط هذه الأخيرة، ما سنحاول دراسته من خلال تحليل دوال الاستجابة و تحليل تفكيك تباين الخطأ.

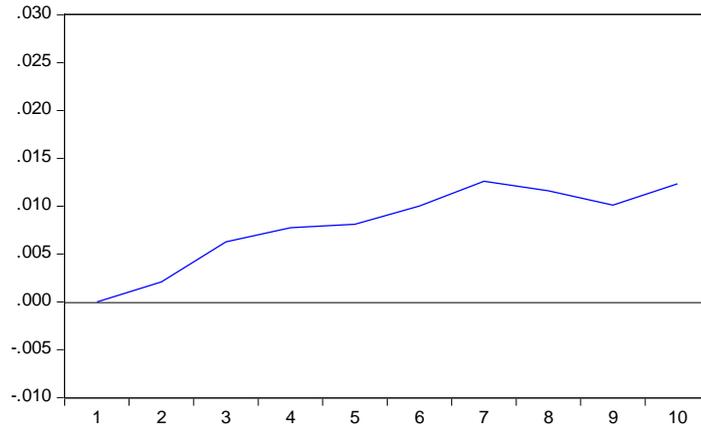
#### المطلب الثاني: دوال الاستجابة

تسمح دوال الاستجابة بتتبع تأثير الصدمات على المتغيرات المختلفة عبر الزمن. أي تحديد التغيرات التي تعرفها متغيرة معينة عبر الزمن إثر صدمة في متغيرة ثانية بوحدة واحدة عند نقطة معينة في الزمن. و تعتبر دوال الاستجابة كأداة فعالة في تحليل و تقييم السياسات الاقتصادية، في حين لا تعطي المعلومات الخاصة بمخرجات نماذج الانحدار الذاتي إلا معلومات محدودة، تخص التغير في الفترة الموالية. كما أننا لن نهتم بتحليل علاقات المدى الطويل التي توفرها نماذج تصحيح الخطأ، بل سوف نكتفي بتحليل الديناميكية في المدى القصير فقط نظرا لاحتياجات الدراسة.

- أثر تغيرات الكتلة النقدية و سعر الفائدة على المستوى العام للأسعار

يتبين لنا من خلال النتائج المتحصل عليها أن صدمة موجبة في سعر الفائدة تؤدي إلى ارتفاع في المستوى العام للأسعار ليستقر هذا الأخير في حوالي 0.007-0.008 خلال الفصل الرابع و الخامس. يرتفع مجددا خلال الفصلين المواليين ليصل أكبر قيمة له في الفصل السابع 0.012، ثم يعرف انخفاضا مؤقتا ليصل إلى 0.010 في الفصل التاسع و يعود إلى الارتفاع في الفصل العاشر.

الشكل رقم (3،4): استجابة مؤشر المستوى العام للأسعار لصدمة موجبة في سعر الفائدة ما بين البنوك.



المصدر: من اعداد الطالبة حسب مخرجات برنامج Eviews، الملحق رقم 28.

توحي هذه النتائج إلى أن سياسة نقدية انكماشية، و التي تقابل زيادة في سعر الفائدة، تؤدي إلى ارتفاع في المستوى العام للأسعار ما لا يتوافق مع النظرية الاقتصادية. تمت ملاحظة نتائج مشابهة لما تم الحصول عليه في العديد من الدراسات، حيث تعرف هذه الظاهرة بلغز السعر.

لوحظ ما عرف بلغز السعر لاحقا لأول مرة في دراسة<sup>1</sup> Christopher A. Sims (1962) الذي اعتمد على نموذج VAR من أجل دراسة حالة كل من الولايات المتحدة الأمريكية ، بريطانيا، فرنسا ، اليابان و ألمانيا. حيث أشار إلى أن الحالة الوحيدة التي تكون فيها استجابة المستوى العام للأسعار لصدمة موجبة في سعر الفائدة سالبة، هي في حالة الولايات المتحدة الأمريكية و لا تظهر هذه الاستجابة السالبة إلا بعد تأخير قدره سنة.

من بين الدراسات التي لوحظ فيها ظهور لغز السعر نذكر دراسة Javid Muhammad and Munir Kashif (2011)<sup>2</sup> اللذان اهتمتا بفعالية السياسة النقدية في باكستان من خلال نموذج VAR هيكلي، خلال الفترة 1992-2010. إلى جانب Stella Muhanji , Christopher Malikane , Kalu Ojah الذين وجدوا أنه في تسعة من بين احدى عشر بلد افريقي التي تم دراسته يظهر وجود لغز السعر<sup>3</sup>. أما Marek Rusnak, Tomas Havranek and Roman Horvath (2013)<sup>4</sup> فقد قاموا بجمع سبعين دراسة خاصة بانتقال أثر السياسة النقدية في 31 بلد مختلف باستعمال نماذج الانحدار الذاتي، و هذا باستعمال ما يعرف ب Meta-analysis. أظهرت

<sup>1</sup> Sims Christopher A.(1962) : Interpreting the macroeconomic time series facts The effects of monetary policy, European Economic Review, Volume 36, Issue 5 , p995.

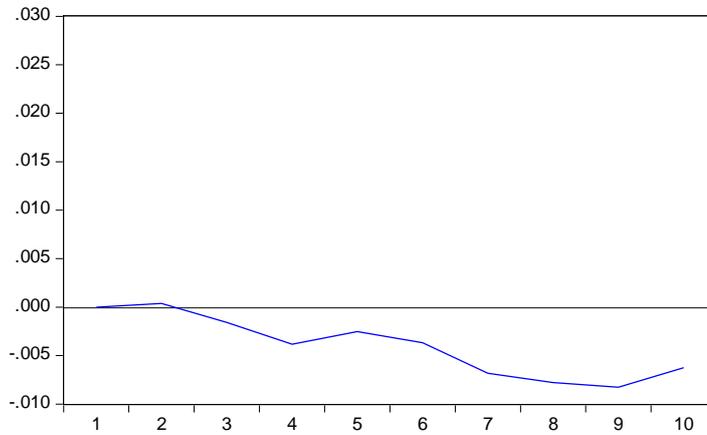
<sup>2</sup> Javid, Muhammad and Munir, Kashif.(2011): The price puzzle and monetary policy transmission mechanism in Pakistan: Structural vector autoregressive approach, MPRA Paper No. 30670, p10.

<sup>3</sup> Muhanji Stella , Malikane Christopher , Ojah Kalu.(2013): Price and liquidity puzzles of a monetary shock: Evidence from indebted African economies, Economic Modelling, Volume 33, p627.

<sup>4</sup> Rusnak Marek, Havranek Tomas and Horvath Roman. (2013): How to Solve the Price Puzzle? A Meta-Analysis, Journal of Money, Credit and Banking, p61.

النتائج أنه هناك تحيز ضد نتائج تحتوي على لغز السعر عند نشر الأبحاث. كما تبين أن النتائج تتأثر بخصائص الاقتصاد المدروس و بشكل النموذج المستعمل حيث أن نماذج الانحدار الذاتي التي لا تحتوي على متغيرات هامة مثل الناتج عند مستوى التشغيل الكامن Potential Output لها احتمال أكبر في أن تحصل على نتيجة لغز السعر. و أخيرا يظهر أن تأثير السياسة النقدية في المدى الطويل يكون أضعف في الاقتصاديات ذات متوسط معدل تضخم مرتفع ما تم تفسيره بتدهور مصداقية البنوك المركزية في هذه الحالة. بينما يكون تأثيرها أقوى في البلدان الأكثر تفتحا، ذات بنوك مركزية مستقلة و خلال فترة الركود.

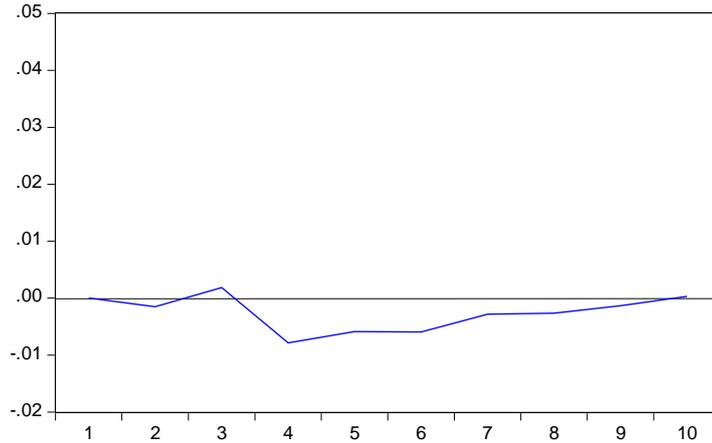
الشكل رقم (3،5): استجابة مؤشر المستوى العام للأسعار لصدمة موجبة في الكتلة النقدية.



المصدر: من اعداد الطالبة حسب مخرجات برنامج Eviews، الملحق رقم 28.

نلاحظ أيضا أن صدمة موجبة في الكتلة النقدية تؤدي في بداية الأمر إلى ارتفاع طفيف في المستوى العام للأسعار ابتداء من الفصل الثاني بقدر 0.0004 و هي النتيجة المتوقعة، لكن سرعان ما يعرف هذا الأخير تناقصا إلى أن يبلغ أدنى قيمة له في الفصل التاسع -0.008. لا تتوافق هذه النتائج، على غرار تلك الخاصة باستجابة الأسعار لصدمة موجبة على سعر الفائدة، مع ما تنص عليه النظرية الاقتصادية. ما يؤكد على وجود لغز السعر، حيث أن سياسة نقدية توسعية المعبر عنها هنا بزيادة في الكتلة النقدية تؤدي إلى تناقص في مؤشر المستوى العام للأسعار. هذا إلى جانب ظهور ما يعرف بلغز السيولة الذي يوافق الحالة التي يتم فيها ملاحظة انخفاض في الكتلة النقدية إثر صدمة موجبة في سعر الفائدة و هذا ما يبينه الشكل الموالي. فإن صدمة موجبة في سعر الفائدة ما بين البنوك تؤدي إلى انخفاض في الكتلة النقدية إلا في الفصل الثالث أين تعرف ارتفاعا مؤقتا قدره 0.002. حيث تصل إلى أدنى قيمة لها في الفصل الرابع و الي تقدر ب -0.008. يتلاشى بعد ذلك أثر الصدمة في أسعار الفائدة تدريجيا إلى أن ينعدم كليا في الفصل العاشر.

الشكل رقم (3،6): استجابة الكتلة النقدية لصدمة موجبة في سعر الفائدة ما بين البنوك.



المصدر: من اعداد الطالبة حسب مخرجات برنامج Eviews، الملحق رقم 28.

يفسر البعض ظهور لغز السعر بخلل في تشخيص النموذج بسبب عدم ادراج متغيرات مهمة. فهم يرون أن البنك المركزي يمتلك معلومات حول التضخم المستقبلي لا تأخذ بعين الاعتبار في نماذج الانحدار الذاتي. فيطبق البنك المركزي سياسة نقدية انكماشية من خلال الرفع من سعر الفائدة من أجل مواجهة ارتفاع متوقع لمعدل التضخم، إلا أن نسبة الارتفاع في سعر الفائدة لا تكون كافية من أجل تقادي الارتفاع في معدل التضخم<sup>1</sup>. اقترح Sims ادراج مؤشر حساسية أسعار السلع The Index of Sensitive Commodity Prices \* كمتغيرة في نموذج الانحدار الذاتي من أجل التعبير على المعلومات التي تسمح للبنك المركزي بالتنبؤ بمعدل التضخم. لكنه لاحظ أن ادراج هذه المتغيرة يخفف أو يقلل من لغز السعر غير أنه لا يلغيه<sup>2</sup>. في حين قام Ben S. Bernanke and Ilian Mihov<sup>3</sup> بإدراج مؤشر Dow-Jones من أجل التعبير عن المعلومات التي قد يمتلكها البنك المركزي حول التغيرات في معدل التضخم. أما Michael S. Hanson.(2004)<sup>4</sup> فقد وجد أن هناك ارتباط ضعيف ما بين قدرة مؤشر معين على التنبؤ بالأسعار و قدرته على التخلص من لغز السعر في نموذج الانحدار الذاتي.

يفسر آخرون ظهور لغز السعر بقناة التكلفة و لا يرونه كنتيجة عن مشكلة في تشخيص النموذج. أي أن ارتفاع في أسعار الفائدة يؤدي إلى ارتفاع في تكلفة الإنتاج ما يرفع من معدل التضخم، فيكون التضخم في هذه

<sup>1</sup> Balke Nathan S and Emery. Kenneth M. (1994): Understanding the Price Puzzle, Economic Review, p 19-20.

\* هناك من يقوم بإدراج الناتج عند مستوى التشغيل الكامل، أنظر

Marek Rusnak, Tomas Havranek and Roman Horvath. (2013), op-cit

<sup>2</sup> Demiralp Selva, Hoover Kevin D. and Perez Stephen J. (2014): Still puzzling: evaluating the price puzzle in an empirically identified structural vector autoregression, Empir Econ, p702.

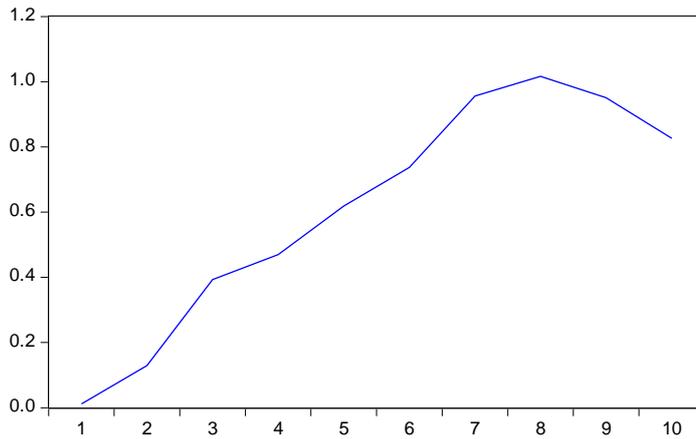
<sup>3</sup> Bernanke Ben S. and Mihov Ilian, Measuring Monetary Policy. (1998): The Quarterly Journal of Economics, Volume 113, Issue 3, pp869-902.

<sup>4</sup> Hanson Michael S. (2004): The "Price Puzzle" Reconsidered, Journal of Monetary Economics, Volume 51, Issue 7, p21.

الحالة ناتج عن صدمات العرض التي يفوت تأثيرها على تأثير جانب الطلب. حتى وإن يفترض أن لا يظهر هذا الأثر في المدى القصير<sup>1</sup>. تعتبر العلاقة ما بين التغيير في السيولة و المستوى العام للأسعار في المدى القصير أكثر تعقيدا مما هي في المدى الطويل بما أن التغييرات في الاقتصاد الحقيقي تتدخل في تحديد المستوى العام للأسعار، و يؤثر في هذه الحالة على المستوى العام للأسعار عوامل مثل الأسعار المدارة<sup>2</sup>.

هناك من يفسر ظهور لغز السعر بما يعرف فرضية Neo-Fisher. حيث يقصد بأثر فيشر The Fisher Effect وجود علاقة طردية ما بين معدل الفائدة و معدل التضخم، مع علاقة سببية تتجه من معدل التضخم نحو معدل الفائدة. لكن هناك نقاش حول إمكانية اتجاه العلاقة السببية من معدل الفائدة نحو معدل التضخم و تفسر هذه العلاقة كالاتي: الزيادة في أسعار الفائدة تؤدي إلى زيادة مماثلة في معدل التضخم لأن أسعار الفائدة الحقيقية لا تتأثر بالسياسة النقدية، ما يعرف ب Neo-Fisherism<sup>3</sup>، حيث يسمح هذا بتفسير الاستجابة غير المنتظرة للأسعار إثر صدمة في السياسة النقدية. مع العلم أن المشكل مع هذه النظرية هنا أيضا هو أن الزيادة في معدل التضخم بعد زيادة في أسعار الفائدة لا يكون إلا بعد فترة تأخير معتبرة<sup>4</sup>. يؤكد الشكل أدناه الأثر الايجابي لمعدل التضخم على معدل الفائدة، حيث تؤدي صدمة موجبة في المستوى العام للأسعار إلى ارتفاع سعر الفائدة ب 0.01 في الفصل الأول ثم يواصل هذا الارتفاع إلى أن يصل إلى قيمته القصوى التي تقدر ب 1.02 في الفصل الثامن. و يتناقص بعد ذلك أثر الصدمة تدريجيا خلال الفصول التي تلي.

الشكل رقم (7،3): استجابة معدل الفائدة ما بين البنوك لصدمة موجبة في المستوى العام للأسعار.



المصدر: من اعداد الطالبة حسب مخرجات برنامج Eviews، الملحق رقم 28.

<sup>1</sup> Bishop James and Tulip Peter. (2017): Anticipatory Monetary Policy and the 'Price Puzzle', RBA Research Discussion Papers rdp2017-02, Reserve Bank of Australia., p21.

<sup>2</sup> The author's name is not available. (1990): Money-Prices Puzzle, Economic and Political Weekly, p11-21.

<sup>3</sup> Pleșcău Ioana. (2017): Monetary Policy and Inflation: Is there a Neo- Fisher Effect? Evidence from Inflation Targeting Countries in Central and Eastern Europe, "Ovidius" University Annals, Economic Sciences Series, Volume XVII, Issue 1, p578.

<sup>4</sup> James Bishop and Peter Tulip. (2017), op-cit, p19.

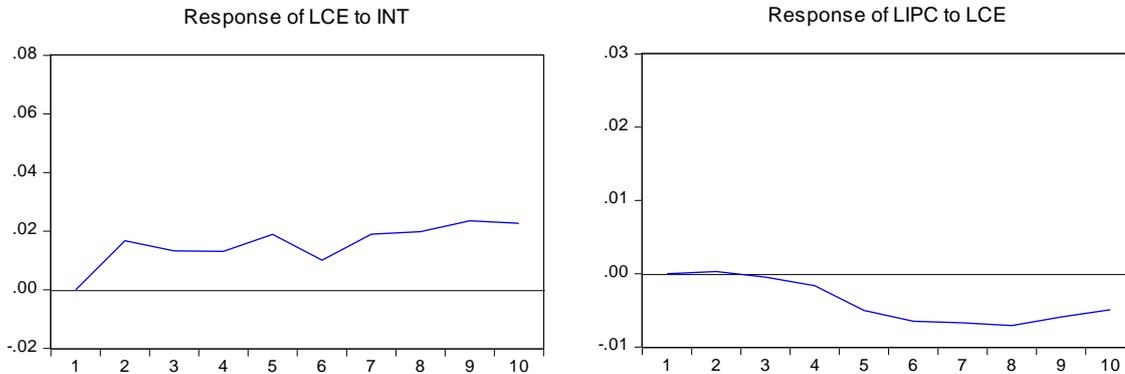
• أثر القروض الممنوحة للاقتصاد على تغير مستوى الأسعار

ينتج عن صدمة موجبة في القروض الموجهة للاقتصاد ارتفاع طفيف في المستوى العام للأسعار ابتداء من الفصل الثاني لينخفض إلى أن ينعدم ابتداء من الفصل الثالث، أين يصبح تأثير هذه الصدمة سلبيا. يتم الوصول إلى أدنى قيمة التي تقدر ب  $-0.007$  خلال الفصل الثامن، ليرتفع مجددا خلال الفصلين المواليين حتى و إن تبقى القيم سالبة. في حين، تؤدي صدمة موجبة في سعر الفائدة إلى ارتفاع في القروض الموجهة للاقتصاد ب  $0.017$  ابتداء من الفصل الثاني، يتراوح بعد ذلك ما بين  $0.013$  و  $0.020$  إلا في الفصل السادس أين يعرف أدنى قيمة له  $0.010$ . هذا ليرتفع و يستقر في نهاية الفترة في  $0.023$  خلال الفصلين الأخيرين.

مما سبق نلاحظ أن سياسة نقدية انكماشية تؤدي إلى زيادة القروض الموجهة للاقتصاد عوض تناقصها و هذا ابتداء من الفصل الثاني، في حين أن صدمة موجبة في القروض الموجهة للاقتصاد تدفع إلى تناقص في الأسعار عوض ارتفاعها ابتداء من الفصل الرابع.

الشكل رقم (3،8): استجابة كل من القروض الموجهة للاقتصاد و المستوى العام للأسعار لصدمة موجبة في سعر

الفائدة و القروض الموجهة للاقتصاد على التوالي.



المصدر: من اعداد الطالبة حسب مخرجات برنامج Eviews، الملحق رقم 28.

يؤكد الكثير من الاقتصاديين على أهمية قناة القرض من بينهم **Ben S. Bernanke and Mark Gelter. (1995)** ويرون أن هذه الأخيرة كقناة مكملة للقناة الكلاسيكية لسعر الفائدة، و أن الاختلالات في سوق القرض و عدم تناسق المعلومات المتوفرة لدى المقرضين و المقترضين لها دور كبير في تفسير قوة تأثير السياسة النقدية. فلا تؤثر السياسة النقدية على سعر الفائدة فقط بل على تكلفة الفرق ما بين التمويل الداخلي (مثل الادخار) و الخارجي (مثل الاقتراض من البنوك)، ما يؤدي إلى تغييرات عبر كل من ميكانيزمات قناة الثروة

الصافية\* (أو ما يعرف بقناة الميزانية) و عبر قناة الإقراض البنكي\*\* . أوضحت النتائج الخاصة بنموذج الانحدار الذاتي المقدر من طرف (Ben S. Bernanke and Mark Gelter, 1995) أن مكونات الانفاق العام لا تستجيب للسياسة النقدية الانكماشية، التي تأتي على شكل ارتفاع مؤقت في سعر الفائدة، إلا بعد عودة هذا الأخير إلى مستواه الأصلي. ما يفسر بالتالي صعوبة ملاحظة تأثير سعر الفائدة على الانفاق العام في الدراسات التجريبية و يؤكد أهمية و دور قناة القرض<sup>1</sup>.

لكن حسب النتائج السابقة فإن هذه القناة غير فعالة حسب الميكانيزمات المذكورة سابقا. هناك العديد من العوامل التي قد تفسر عدم فعالية قناة القرض في نقل أثر أدوات السياسة النقدية حالة الاقتصاد الجزائري، من أهمها:

- أن الإعانات المالية التي تم تقديمها للأفراد و المؤسسات الخاصة (قروض دون فائدة أو بمعدلات منخفضة جدا) أثرت سلبا على فعالية السياسة النقدية؛
- يتميز الاقتصاد الجزائري بأسواق سندات و أسهم غير متطورة، نقص الاندماج في السوق المالية العالمية، نظام مالي غير متطور و نقص التنافسية في النظام البنكي؛
- عدم تطور سوق رأس المال و عدم وفرة أدوات الخزينة يقلل من أثر الثروة للسياسة النقدية<sup>2</sup>؛
- اتساع السوق غير الرسمية التي لا تصلها آثار السياسة النقدية.
- عدم استقرار المضاعف النقدي و مضاعف القروض كما تبين حسب دراسة شلغوم عميروش (2017) يؤثر سلبا على قدرة بنك الجزائر على التأثير على العرض النقدي و حجم القروض المصرفية الممنوحة للاقتصاد كأهداف وسيطية للسياسة النقدية، عن طريق تحكمه في القاعدة النقدية. الزيادة في مبالغ السيولة المعقمة (التي تؤثر في احتياطات الصرف و بالتالي في القاعدة النقدية) و عدم استقرار قيمة العملة له أثرا سلبا على استقرارية المضاعف النقدي و يقلل من دور العرض النقدي في نقل تأثير السياسة النقدية<sup>3</sup>.

\* يؤثر التغير في الثروة الصافية للمؤسسات و الأفراد على قراراتهم في الانفاق و الاستثمار. حيث يمكن أن تؤثر سياسة نقدية انكماشية على الثروة الصافية عبر عدة قنوات: فقد تؤدي إلى زيادة عبئ الدين على المقترضين، تخفض من أسعار الأصول المالية، تخفض من عائدات المؤسسات بطريقة غير مباشرة بسبب تناقص في طلب الأفراد بسبب تناقض في ثروته الخاصة في ظل ثبات التكاليف في المدى القصير كما أن تناقض عائدات المؤسسات يخفض من قدرتها على الاقتراض.

\*\* من خلال تأثير السياسة النقدية على قدرة البنوك على منح القروض.

<sup>1</sup> Bernanke Ben S and Gelter Mark. (1995) : Inside the Black Box: the Credit Channel of Monetary Policy Transmission, Journal of Economic Perspectives, vol. 9, no 4, p3-22.

<sup>2</sup> Prepared By Amina Lahreche, Andrew Jewell and Sampawende J.-A. Tapsoba. (2014), op-cit, p8-12.

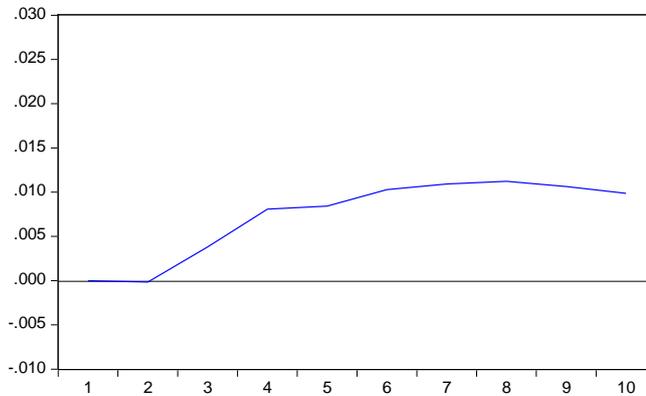
<sup>3</sup> شلغوم عميروش. (2017)، مرجع سبق ذكره، ص42.

يختلف سلوك البنوك و الأفراد في حالة الاقتصاد الجزائري على ما هو متعارف عليه حسب النظرية الاقتصادية. فمن المحتمل أن يساهم ضعف تغلغل الوعي المصرفي و ارتفاع ظاهرة الاكتناز من جهة في عرقلة انتقال آثار السياسة النقدية. من ناحية أخرى فإن فترة الفائض في السيولة التي عرفها النظام البنكي قد تساهم أيضا في تفسير صعوبة انتقال آثار أدوات السياسة النقدية حسب الميكانيزمات التقليدية. فإن ارتفاع سعر الفائدة ما بين البنوك لا يحث حتما البنوك على خفض من القروض التي تمنحها نظرا لامتلاكها لاحتياطات كافية من السيولة. هذا إلى جانب تفضيل توجيهها نحو الاستثمار في السندات الحكومية لأنها تفضل الاستثمار بمعدل فائدة منخفض لكن بنسبة خطر ضعيفة عوض الإقراض، و احجام هذه الأخيرة على الإقراض للقطاع الخاص.

### • أثر تغير سعر الصرف على المستوى العام للأسعار

ينتج عن صدمة موجبة في سعر الصرف ارتفاع مستمر في المستوى العام للأسعار ابتداء من الفصل الثالث إلى غاية الفصل السادس و يستقر خلال الفصل الرابع و الخامس عند 0.008، ثم يرتفع مجددا في الفصل السادس أين يستقر هذا الأخير في حوالي 0.011 خلال الفترة المتبقية. و ذلك مثلما يبينه الشكل الموالي:

الشكل رقم (9.3): استجابة مؤشر المستوى العام للأسعار لصدمة موجبة في سعر الصرف.



المصدر: من اعداد الطالبة حسب مخرجات برنامج Eviews، الملحق رقم 28.

يجدر الإشارة هنا إلى أن الاستقرار في نهاية الفترة لا يترجم أثر دائم لسعر الصرف على الأسعار. فمن ميزات دوال الاستجابة في نماذج VECM على عكس نماذج VAR أنها لا تقول إلى الصفر و لا تتجه نحو الانعدام مع مرور الوقت بل تستقر حول قيمة تختلف عن الصفر. أي أن صدمة مؤقتة يكون لها أثر دائم. و يعود هذا إلى عدم استقرارية السلاسل الزمنية<sup>1</sup>.

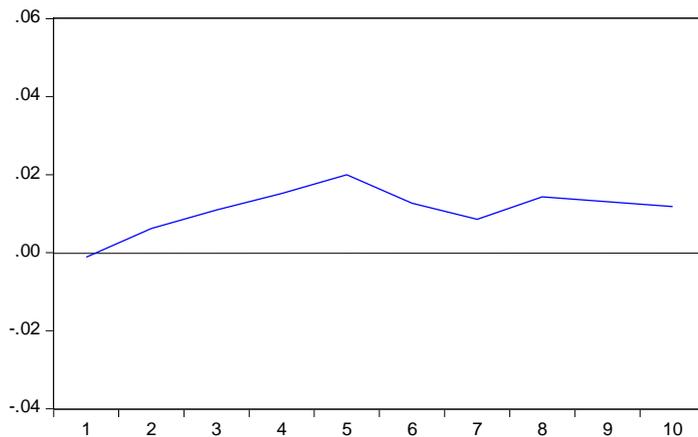
<sup>1</sup> Helmut Lutkepohl. (2005): New Introduction to Multiple Time Series Analysis, Springer, p264.

تقابل زيادة في سعر الصرف الدينار الجزائري مقابل الدولار انخفاض في قيمة العملة الوطنية، ما يعني احتمال زيادة في تنافسية السلع المحلية مقابل السلع الأجنبية و بالتالي زيادة في الطلب عليها ما ينجر عنه زيادة في المستوى العام للأسعار و هو ما تم ملاحظته في الشكل أعلاه.

يبين الشكل الموالي أن صدمة موجبة في سعر الفائدة ما بين البنوك يؤدي إلى ارتفاع في سعر الصرف ابتداءً من الفصل الثاني إلى 0.006، وهذا بعد انخفاض مؤقت في الفصل الأول ب -0.001 حيث يعرف أقصى قيمة له في الفصل الخامس 0.020 و يستقر في نهاية الفترة عند حوالي 0.013. أي أنه هناك انتقال لأثر الارتفاع في سعر الفائدة عبر قناة سعر الصرف، غير أن العلاقة ما بين التغير في سعر الفائدة و سعر الصرف لا تتماشى مع ما تنص عليه النظرية الاقتصادية عكس أثر سعر الصرف على المستوى العام للأسعار الذي يمر عبر الميكانيزمات الكلاسيكية.

نظرياً ارتفاع أسعار الفائدة المحلية يجعل هذه الأخيرة أكثر جاذبية من أسعار الفائدة الأجنبية. يدفع هذا إلى زيادة دخول رؤوس الأموال ما ينتج عنه تحسن في قيمة العملة و انخفاض في سعر الصرف. هناك من يفسر ظهور لغز السعر الذي تم ملاحظته سابقاً من خلال قناة سعر الصرف مثل **Stella Muhanji**, <sup>1</sup>**Christopher Malikane and Kalu Ojah.(2013)**، حيث أن سياسة انكماشية تؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار من خلال ارتفاع سعر الصرف عوض انخفاضه. مما سبق يظهر أن الخلل يكمن في انتقال أثر السياسة النقدية إلى سعر الصرف و ليس في سعر الصرف كأداة من أدوات السياسة النقدية بحد ذاتها بما أنها تؤدي إلى الآثار المنتظرة و بقوة تأثير أكبر من باقي القنوات.

الشكل رقم (3،10): استجابة سعر الصرف لصدمة موجبة في سعر الفائدة ما بين البنوك.

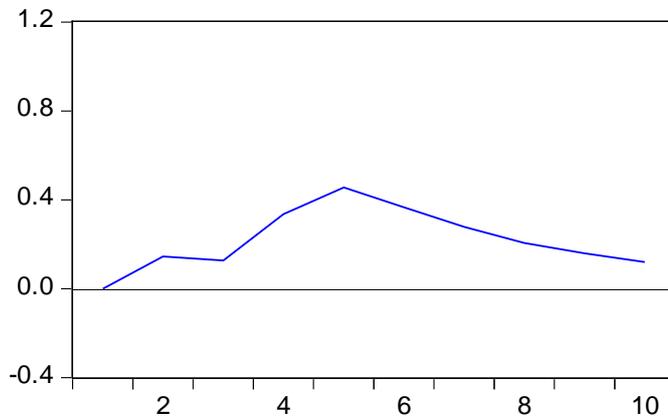


المصدر: من اعداد الطالبة حسب مخرجات برنامج Eviews، الملحق رقم 28.

<sup>1</sup> Stella Muhanji, Christopher Malikane and Kalu Ojah.(2013), op-cit,p629.

يؤكد تحليل تأثير التغيرات في سعر الصرف على أسعار الفائدة وجود علاقة موجبة تربط هذين المتغيرتين في حالة الاقتصاد الجزائري. فإن صدمة موجبة في سعر الصرف كما يوضحه الشكل أدناه، تؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة، إذ ينتج نظريا عن تدهور قيمة العملة ارتفاع تنافسية السلع المحلية فيرتفع الطلب عليها و من تم يرتفع الطلب الكلي مؤديا إلى ارتفاع الطلب على النقود ما ينجم عنه ارتفاع في معدلات الفائدة. نلاحظ ارتفاع سعر الفائدة ليصل إلى 0.14 ابتداء من الفصل الثاني. ثم يرتفع معدل الفائدة مجددا إلى أن يبلغ ذروته 0.46 في الفصل الخامس بعد انخفاض طفيف في الفصل الثالث أين تبلغ 0.13، يتناقص بعد ذلك تدريجيا على باقي الفترة. حيث أن هذه التغيرات متناسقة مع تغيرات الأسعار إثر صدمة موجبة في سعر الصرف التي تأتي بفترة تأخير قدرها حوالي فصلين. فإن ارتفاع سعر الفائدة في الفصل الثاني يقابله ارتفاع مستوى الأسعار في الفصل الرابع، الانخفاض في الفصل الثالث يقابله انخفاضا في مستوى الأسعار في الفصل الخامس، و الارتفاع في سعر الفائدة في الفصل الخامس يقابله ارتفاع في مستوى الأسعار في الفصل الثامن، ثم يتناقص التأثير في كلتا الحالتين في باقي الفترة.

الشكل رقم (3،11): استجابة سعر الفائدة ما بين البنوك لصدمة موجبة في سعر الصرف.



المصدر: من اعداد الطالبة حسب مخرجات برنامج Eviews، الملحق رقم 28.

إن فعالية قناة سعر الصرف و انتقال آثار التغيير في سعر الفائدة الموجه إلى سعر الصرف مرهونة بطبيعة نظام الصرف المعتمد. يعتبر نظام الصرف في الجزائر بنظام التعويم المدار، أين يتحدد سعر الصرف وفق الطلب و العرض لكن مع تدخل السلطات النقدية في حالة تغيرات غير مرغوبة في سعر الصرف، حيث تحدد قيمة العملة الوطنية مقابل سلة من العملات الرئيسية، ما قد يفسر ضعف انتقال آثار التغيرات في سعر الفائدة إلى سعر الصرف. يتميز الاقتصاد الجزائري من جهة بعدم تنوع صادراته واعتماده الكلي على الإيرادات

البتروولية، بالتالي فإن دخول العملة الصعبة إلى البلاد يكون أساسا عن طريق تصدير البترول بالدولار، أما فيما يخص الاستيراد فإن الجزائر تستورد أساسا من الدول الأوروبية بالأورو. فتلجأ السلطات النقدية إلى التخفيض من قيمة الدينار مقابل الأورو من أجل التخفيف من تكلفة الواردات. كما كان الحال في 2015 عندما تم تخفيض قيمة الدينار الجزائري إلى 105.84 دينار مقابل كل أورو من أجل مواجهة الأزمة النفطية<sup>1</sup>. من جهة أخرى قد تسعى السلطات النقدية إلى تخفيض قيمة الدينار مقابل الدولار من أجل تضخيم حجم الحساب الجاري الذي يقيم بالدينار من أجل تمويل الميزانية بأكثر قدر ممكن من الإيرادات.

كما يمكن ملاحظة أن أثر الزيادة في سعر الصرف على معدل التضخم أكبر بكثير من أثر المتغيرات السابقة الذكر. إن تناقص قيمة العملة، أي زيادة سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي، يؤدي إلى تضخيم إيرادات الصادرات من المحروقات. يؤدي هذا إلى زيادة في الطلب العام من خلال الزيادة في الانفاق الحكومي ما يرفع من المستوى العام للأسعار و بالتالي في معدل التضخم. من هذا يتبين لنا أن الطابع الريعي للاقتصاد الجزائري الذي تتكون صادراته أساسا من المحروقات يزيد من قوة تأثير التغيرات في سعر الصرف على معدل التضخم. يجعل هذا سعر الصرف في مثابة أداة فعالة في يد السلطات النقدية خاصة في حالة الأزمات كما تم ملاحظته في السنوات الأخيرة. لكنه يجعل أيضا الاقتصاد الجزائري عرضة للتغيرات في أسعار المحروقات في الأسواق العالمية، كما أن استيراد معظم السلع من الدول الأوروبية يزيد من خطر استيراد التغيرات في معدلات التضخم الخاصة بهذه الدول و يزيد في صعوبة التحكم في التضخم المحلي.

### المطلب الثالث: تحليل تفكك تباين الخطأ

يسمح تفكك تباين الخطأ بتبيين دور ونسبة تأثير متغيرات النموذج في تفسير متغيرة ما. حيث يبين الجدول الموالي نتائج تفكك تباين الخطأ الخاصة بكل من الكتلة النقدية، سعر الصرف، سعر الفائدة و القروض الموجهة للاقتصاد.

<sup>1</sup>مرغيت عبد المجيد، مرجع سابق، ص 14-12.

الجدول رقم (7.3): نتائج تفكيك تبين الخطأ الخاصة بكل من الكتلة النقدية، سعر الصرف، سعر الفائدة و القروض الموجهة للاقتصاد.

تفكيك التباين الخاص بالكتلة النقدية					
الفترة	LIPC	LM2	LCE	INT	LTC
1	1.174228	98.82577	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.936574	98.11851	0.093122	0.142332	0.709461
3	0.557252	96.85702	1.141645	0.195086	1.249000
4	0.413873	95.19863	1.486677	1.563332	1.337487
5	0.380828	94.10270	1.614172	1.708073	2.194231
6	0.638013	93.39436	1.510990	1.829081	2.627558
7	1.630006	92.73588	1.526715	1.583015	2.524381
8	2.581163	92.12594	1.460218	1.385990	2.446690
9	3.298983	91.86427	1.365014	1.191120	2.280610
10	4.329175	91.20845	1.376374	1.015123	2.070880
تفكيك التباين الخاص بالقروض الموجهة للاقتصاد					
الفترة	LIPC	LM2	LCE	INT	LTC
1	1.044957	7.087456	91.86759	0.000000	0.000000
2	10.16300	14.46747	69.29691	3.754258	2.318357
3	15.56277	16.45532	55.30632	4.168636	8.506950
4	16.96259	22.32146	43.10975	3.928110	13.67809
5	21.48728	23.65491	34.16335	4.517226	16.17724
6	26.92892	19.25620	28.41154	3.959029	21.44431
7	28.52800	15.99865	23.63458	4.337781	27.50100
8	30.70748	13.52659	20.19075	4.662220	30.91296
9	33.31581	12.03393	17.98955	5.391971	31.26874
10	34.93616	11.06327	16.45203	5.991827	31.55671
تفكيك التباين الخاص بمعدل الفائدة					
الفترة	LIPC	LM2	LCE	INT	LTC
1	0.027915	2.019015	0.002108	97.95096	0.000000
2	1.323747	1.627033	1.604656	93.79774	1.646826
3	8.985625	1.263342	2.834174	84.97395	1.942911
4	15.10110	1.509835	3.769564	73.87829	5.741209
5	21.71967	1.599918	3.977935	62.71736	9.985118
6	28.38014	1.421061	5.538462	54.10266	10.55768
7	37.66954	1.779142	5.145805	45.82966	9.575847
8	44.59012	2.083600	4.546366	40.45504	8.324883
9	48.49950	3.026456	4.499231	36.58850	7.386318
10	50.71546	3.967744	4.554572	33.97457	6.787655
تفكيك التباين الخاص بسعر الصرف					
الفترة	LIPC	LM2	LCE	INT	LTC
1	1.532281	8.932827	0.228238	0.065051	89.24160

2	4.808763	5.292020	0.875803	0.835102	88.18831
3	7.026688	4.558587	1.299274	1.962543	85.15291
4	6.150321	5.367380	0.997191	3.221570	84.26354
5	6.914499	5.742666	0.772386	4.829939	81.74051
6	7.377411	6.567044	1.052063	4.617962	80.38552
7	7.873786	7.285491	1.222035	4.252981	79.36571
8	7.971703	7.182654	1.333366	4.537199	78.97508
9	8.557499	7.081278	1.377117	4.725213	78.25889
10	9.257734	7.044625	1.406705	4.819641	77.47130

المصدر: من اعداد الطالبة حسب مخرجات برنامج Eviews، الملحق رقم 29.

لا تتعدى نسبة تفسير باقي المتغيرات للتباين في خطأ التنبؤ في الكتلة النقدية نسبة 4 بالمئة، و التي يحققها المستوى العام للأسعار في نهاية الفترة. فإن الكتلة النقدية تفسر أساسا بالتغيرات الخاصة بها، و التي لا تقل عن 91 بالمئة في حين لا يتجاوز مجموع تأثير باقي المتغيرات 8 بالمئة في الفصل العاشر. تتوافق هذه النتائج مع نتائج اختبار غرانجر الذي يقر على أنه لا توجد متغيرة تتسبب في الكتلة النقدية عند مستوى خمسة بالمئة.

يفسر التباين في خطأ التنبؤ في القروض الموجهة للاقتصاد أساسا بالتغيرات الخاصة بها في بداية الفترة أين تبلغ حوالي 91 بالمئة لكنها تتناقص تدريجيا لتصل حوالي 16 بالمئة في الفصل العاشر، أين تصبح الأسعار أهم متغيرة مفسرة لها بنسبة تقترب ل 35 بالمئة. ثم يليه سعر الصرف الذي يمتلك نسبة تفسير قريبة من هذه الأخيرة و التي تقدر ب حوالي 31 بالمئة في الفصل الأخير. أما الكتلة النقدية التي تأتي في المرتبة الثالثة من حيث نسبة التفسير فإنها تصل إلى حوالي 23 بالمئة في الفصل الخامس لكنها تتناقص مجددا لتصل حوالي 11 بالمئة في الفصل الأخير. أما نسبة تفسير أسعار الفائدة في تباين خطأ التنبؤ في القروض الموجهة للاقتصاد فإنها ضعيفة و لا تتجاوز 6 بالمئة. تؤكد هذه النتائج ما تم التوصل إليه في اختبار غرانجر بالنسبة لتأثير كل من سعر الصرف و الكتلة النقدية إلا أنها تتعارض مع ما تم الحصول عليه بالنسبة لأسعار الفائدة و الأسعار، حيث أظهرت نتائج اختبار غرانجر أن أسعار الفائدة تتسبب في القروض الموجهة للاقتصاد و الأسعار لا.

تعتبر الأسعار من أهم المتغيرات التي تدخل في تفسير التباين في خطأ التنبؤ أسعار الفائدة أيضا و هذا بنسبة حوالي 50 بالمئة في الفصل الأخير. في حين لا تصل نسبة تفسير التغيرات الخاصة بأسعار الفائدة نفسها 34 بالمئة في نفس الفترة. بعدما تتناقص تدريجيا من نسبة 97 بالمئة في الفصل الأول. أما تأثير باقي المتغيرات فإنه ضعيف و لا يتجاوز 7 بالمئة. و تتوافق هذه النتائج مع تلك التي تم الحصول عليها في اختبار غرانجر الذي أظهر أن المتغيرة الوحيدة التي تتسبب في معدل الفائدة هي مؤشر المستوى العام للأسعار.

لا تساهم أية متغيرة بنسبة معتبرة في تفسير التباين في خطأ التنبؤ في سعر الصرف، فإن النسب الخاصة بها تتراوح ما بين حوالي 1 و 9 بالمئة، و تبقى التغيرات في سعر الصرف نفسه أهم مفسر للتغيرات في هذا

الأخير. ما يتعارض مع ما تم الحصول عليه في اختبار غرانجر الذي أظهر أن القروض الموجهة للاقتصاد تتسبب في التغيرات في سعر الصرف.

يبين الجدول الموالي معدل تفسير الصدمات في المتغيرات الموافقة لقنوات السياسة النقدية المختلفة للتباين في خطأ التنبؤ في مؤشر المستوى العام للأسعار.

الجدول رقم (3،8): تفكيك تباين خطأ التنبؤ لمؤشر المستوى العام للأسعار.

تفكيك التباين الخاص بالمستوى العام للأسعار					
الفترة	LIPC	LM2	LCE	INT	LTC
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	99.22775	0.024406	0.015200	0.728626	0.004017
3	93.77984	0.265984	0.031103	4.440777	1.482300
4	86.16110	1.168766	0.206250	7.048791	5.415097
5	82.55061	1.105387	1.325354	7.952472	7.066175
6	77.80110	1.298775	2.466033	9.452384	8.981708
7	72.46121	2.291666	3.172698	11.76501	10.30942
8	69.43669	3.203344	3.683183	12.52645	11.15033
9	68.61369	3.937973	3.714513	12.34024	11.39358
10	68.18518	3.987763	3.560093	12.97420	11.29277

المصدر: من اعداد الطالبة حسب مخرجات برنامج Eviews، الملحق رقم 29.

يفسر المستوى العام للأسعار حسب الجدول اعلاه أساسا بالتباين الخاص به، حيث نلاحظ أن هذا الأخير يتحدد كلياً بالتغيرات الخاصة به في الفترة الأولى. تتناقص هذه النسبة تدريجياً لكنها تبقى قوية و لا تقل على حوالي 68 بالمئة في الفترة الأخيرة. يأتي معدل الفائدة في المرتبة الثانية، إلا أنه لا يفسر إلا حوالي 0.72 بالمئة ابتداءً من الفصل الثاني. ترتفع هذه النسبة في الفصول الموالية تدريجياً لتستقر حول 12 بالمئة في الفصول الأخيرة.

لا تتباعد نسبة تفسير سعر الصرف عن تلك الخاصة بمعدل الفائدة حيث أنها تستقر في حوالي 11 بالمئة في نهاية الفترة، و يكمن الاختلاف الوحيد في نسبة تفسير الصدمات في سعر الصرف للتباين في خطأ التنبؤ في مؤشر المستوى العام للأسعار في الفصل الثاني التي هي ضعيفة وتقدر بحوالي 0.004 بالمئة. أما نسبة تفسير الصدمات في القروض الموجهة للاقتصاد و الكتلة النقدية فإنها ضعيفة جداً، تصل إلى حوالي 3.56

بالمئة في الفصل العاشر بالنسبة للقروض الموجهة للاقتصاد، و حوالي 3.98 بالمئة بالنسبة للكتلة النقدية في نفس الفترة.

#### المطلب الرابع: تحليل فعالية أدوات السياسة النقدية في الجزائر

من الظاهر أن فعالية أدوات السياسة النقدية ضعيفة جدا و هناك عدة عوامل قد تفسر نقص هذه الفعالية خاصة في الدول النامية مثل الجزائر من بينها:<sup>1</sup>

- عدم تطور الجهاز المصرفي، قلة البنوك و قلة التعامل من خلال الوساطة البنكية؛
- ضعف في انتشار الوعي المصرفي؛
- ارتفاع ظاهرة الاكتناز؛
- صعوبة تحديد عرض النقود بسبب المكانة الهامة التي تلعبها صافي الأصول الخارجية في تحديد التغيرات في العرض النقدي، الشيء الذي يعود عادة إلى اعتماد هذه الدول على منتج واحد في صادراتها (البترول عادة) و اعتمادها الكبير على الواردات من أجل تغطية حاجياتها المحلية؛
- عدم توسع السوق النقدية، و عادة ما تكون الأوراق الأكثر تداولاً فيها هي الأوراق الحكومية ما يجعل حكومات هذه الدول تحجم عن الخفض من قيمتها بل تعمل على تحقيق استقرار أسعارها، ما يقلل من تداولها و يؤدي إلى جمود في السوق النقدية. من ناحية أخرى فإن البنوك المركزية قد لا تكون مستعدة على تحمل الخسارة الناجمة عن البيع بسعر منخفض أو الشراء بسعر مرتفع و دخول السوق من خلال عمليات السوق المفتوحة من أجل التحكم في السيولة؛
- اعتماد الدول النامية على سلعة واحدة أو عدد محدود من السلع ما يجعلها عرضة للتقلبات في الأسواق العالمية و لعدم الاستقرار؛
- جمود النظام الضريبي، ما ينتج عنه حصيلة ضريبية غير كافية الشيء الذي يدفع بالسلطات العامة إلى التوجه نحو التمويل عن طريق الإصدار النقدي مما يؤدي إلى ضغوطات تضخمية و محاولة الخفض من العرض النقدي من خلال تقييد الائتمان المصرفي قد يؤدي إلى معدل انخفاض في العرض النقدي يكون أقل من معدل الانخفاض في الطلب الكلي ما يؤدي إلى ركود اقتصادي يتبعه ارتفاع في معدل التضخم ناجم عن الفائض في الطلب، و الذي يؤدي بدوره إلى ما يعرف بالركود التضخمي؛
- سوء إدارة البنوك؛

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد. (2013): السياسة النقدية و استقلالية البنك المركزي، الدار الجامعية الاسكندرية، 2013، ص319-329.

- سلبت برامج الائتمان الموجه التي تم اعتمادها في كثير من الدول النامية جزءا كبيرا من قدرة البنوك المركزية في إدارة الائتمان و أثرت على كيفية توزيع التسهيلات الائتمانية بين القطاعات الاقتصادية المختلفة بحيث لم تؤد إلى التوزيع الأمثل<sup>1</sup>.

لا شك أن الاقتصاد الجزائري لا يمثل استثناء و يعاني من معظم المشاكل المذكورة سالفاً، فبالرغم من أن السلطات النقدية قد انتهجت سياسة استهداف التضخم رسمياً منذ 2010 إلا أننا نسجل ضعف السياسة النقدية في تحقيق أهدافها.

إن العوامل التي تميز سياسة استهداف التضخم عن سياسة نقدية غير معلنة عديدة و من بين الصعوبات التي يمكن مواجهتها عند الاعتماد على هذه الأخيرة نذكر: صعوبة تحقيق أهداف متعددة و التي غالباً ما تكون متعارضة، الاعتماد على أهداف وسيطية، شرط وجود علاقة قوية بين الأهداف النهائية و الأهداف الوسيطة التي عادة ما تكون على شكل المجمعات النقدية و عدم ثبات توقعات الأفراد التي تأخذ بعين الاعتبار التغيرات في السياسة النقدية. تتوجه بالتالي السلطات النقدية إلى خيار تطبيق سياسة استهداف التضخم و تحدد السياسة الأكثر ملائمة من خلال تحديد المقياس المناسب لمعدل التضخم، الاختيار ما بين استهداف التضخم الجوهري و ما بين استهداف التقلبات القصيرة الأجل و استهداف قيمة محددة لمعدل التضخم أم مجال لمعدل التضخم. علماً أنه حتى إن كان عدد الدول التي تتبع هذه السياسة في تزايد إلا أنه ليس هناك اجماع حول فعالية هذه السياسة و ما إذا يجب التوجه نحو تطبيقها. و يرى البعض أن لسياسة استهداف التضخم مجموعة من العيوب منها:

- أن استهداف قيمة محددة لمعدل التضخم يقلل من قدرة البنك المركزي على مواجهة الصدمات؛
- كون هذه السياسة تتعارض مع مسؤولية البنك المركزي في توفير السيولة اللازمة و الحرص على توفير أسواق مستقرة؛
- أن الاعتماد على تنبؤات معدل التضخم يؤثر سلباً على مصداقية السياسة النقدية.

كما يتطلب تطبيق سياسة استهداف التضخم تحقق مجموعة من الشروط التي لا تكون محققة في حالة جميع الاقتصاديات، خاصة في حالة الدول السائرة في طريق النمو. تتمثل هذه الشروط عموماً في<sup>2</sup>:

<sup>1</sup>حشاد نبيل. (1994): استقلالية البنوك المركزية، اتحاد المصارف العربية، ص124.

<sup>2</sup>البحري عبد الله و صاري على. (2017): تقييم مدى مساهمة السياسة النقدية لبنك الجزائر في تسيير العرض النقدي و الحد من التضخم للفترة 2000-2014، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 4، العدد 4، ص7.

- استقلالية البنك المركزي ما يسمح بزيادة فعالية هذا الأخير في تحقيق هدفه من جهة و من أجل التأكيد على مسؤوليته في أداء هذه المهمة من جهة ثانية؛
- تحديد استقرار الأسعار كهدف وحيد للسياسة النقدية، لأن تعدد الأهداف يقلل من شفافية السياسة النقدية و يضعف من إمكانية محاسبة المصرف المركزي؛
- توفر أدوات القياس و التحكم ، أي معدلات تقع تحت التحكم المباشر للسياسة النقدية و التي تمكن هذه الأخيرة من تحقيق أهدافها النهائية؛
- شفافية البنك المركزي فيما يخص الهدف المسطر و الأدوات المستعملة من أجل تحقيق هذا الهدف؛
- توفر نموذج يسمح بالتنبؤ بمعدل التضخم.

ترتبط فعالية السياسة النقدية على العموم و سياسة استهداف التضخم على وجه الخصوص في الجزائر أساسا إلى احترام مجموعة من الشروط التي يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

#### • الالتزام المؤسسي لهدف استقرار الأسعار

أي تحديد استقرار الأسعار كهدف وحيد أو على الأقل ذو أولوية و ترسيخه من الناحية القانونية. يظهر هذا الالتزام من خلال تعديلات قانون النقد و القرض. هذا إلى جانب تحقيق نمو سريع في المدى القصير، فإن تحقيق تطور نمو منتظم يعتبر جوهر سياسة استهداف التضخم. من ناحية أخرى فقد تم الاعتماد على المجمعات النقدية معدل نمو الكتلة النقدية و معدل نمو القروض الموجهة للاقتصاد كأهداف وسيطية ما لا يتوافق مع سياسة استهداف التضخم.<sup>1</sup>

#### • تطور النظام البنكي و المالي

إن هذا الشرط غير محقق في الجزائر حيث أن النظام البنكي و المالي الجزائري غير متطور بالرغم من مرور مدة طويلة من انشاء البورصة. كما أن البنوك العمومية تسيطر على النظام البنكي على الرغم من فرصة زيادة التنافسية بعد دخول العديد من البنوك الخاصة، فقد ضاعت هذه الفرصة بعد سقوط

<sup>1</sup> Mohamed Cherif Ilmane, Réflexion sur la politique monétaire en Algérie : Objectifs instruments et résultats (2000-2004), op-cit, p75-85.

بنك الخليفة. حيث أن هذا النقص في التنافسية إلى جانب الإجراءات الإدارية المطولة و القروض المصرفية المدعومة يساهم في إعاقة تنمية الأسواق المالية و يؤدي إلى عدم نجاعة عملية تمويل الاقتصاد<sup>1</sup>.

كما تعتبر نسبة القروض الممنوحة للقطاع الخاص ضعيفة جدا. إذ أن سلوك البنوك و احجام هذه الأخيرة على الإقراض للقطاع الخاص يلعب دورا في عرقلة تأثير السياسة النقدية، هذا إلى جانب خصوصيات النظام البنكي و فترة الفائض في السيولة التي عرفها هذا الأخير، و التي تشكل عائقا في انتقال آثار السياسة النقدية. حيث أن الفائض في السيولة لدى البنوك الذي ظهر ابتداءا من 2002 و أصبح هيكليا إلى غاية 2014، العام الذي سجل فيه عودة النقص في السيولة في النظام البنكي إثر الانخفاض في الإيرادات البترولية، أدى إلى توقف لجوء البنوك إلى إعادة التمويل لدى البنك المركزي. ما نجم عنه فقدان فعالية العديد من أدوات السياسة النقدية مثل سعر إعادة الخصم، مناقصات القروض و العمليات على السوق المفتوحة\*.

#### • استقلالية البنك المركزي

تعتبر استقلالية البنك المركزي عاملا أساسيا لفعالية السياسة النقدية. حيث أنه هناك مجموعة من النقاط التي قد توجي إلى ضعف هذه استقلالية في حالة بنك الجزائر. لا يحظى بنك الجزائر بحرية تحديد الأهداف النهائية التي يحددها القانون، بل يتحكم في الأهداف الوسيطة و الأدوات المستعملة، إلا أن هذا الأخير يحظى باستقلالية من حيث معيار تحديد السياسة النقدية، حيث أنه اختار بالتركيز على هدف استقرار الأسعار رغم ما ينص عليه قانون النقد و القرض الذي يحدد التشغيل الكامل كهدف موازي لهذا الأخير. رغم هذا هناك تدهور لاستقلالية البنك المركزي عند النظر إلى معايير أخرى. فتغيير القانون 90-10 لسنة 2001 واستبداله في 2003 قلص من مستوى استقلالية بنك الجزائر، حيث نصت الفقرة الثالثة من المادة 46 على ما يلي: " ... كما أن بنك الجزائر مرخص لتقديم بشكل استثنائي للخرينة العمومية، سلفة موجهة خصيصا للتسيير الفاعل للديون العمومية الخارجية " كما تسمح المادة 45 حسب التعديلات التي أتى بها الأمر 17-10 الموافق لأكتوبر 2017، بشراء السندات التي

<sup>1</sup> Benziane Radia.(2019) : The Impact of Monetary Policy on Algerian Economic Activity. Journal of Business and Economic Development. Vol. 4, No. 1, 2019, p19.

\* هناك أسباب أخرى دفعت بنك الجزائر إلى عدم اللجوء إلى هذه الأداة: عدم وفرة السندات العمومية في السوق النقدية، عدم توفر أوراق مالية للقطاع الخاص و أن القانون لا يسمح له بالتدخل في السوق الأولية للسندات الحكومية.

تصدرها الخزينة مباشرة من طرف بنك الجزائر ما يدخل ضمن السياسة غير التقليدية التي توجه إليها بنك الجزائر من أجل مواجهة الأزمة بعد فشل عمليات الاستدانة الداخلية.

أما فيما يخص هيكل مجلس النقد و القرض، فقد تم تقسيم هذا الأخير حسب المرسوم رقم 01-01 الصادر في 2001 إلى عضوين مستقلين: مجلس النقد و القرض الذي يمثل السلطات النقدية و المجلس الإداري الذي يقوم بإدارة و تسيير بنك الجزائر. حيث مكنت هذه التغييرات الحكومة من توجيه السياسة النقدية بما أن مسؤوليها يتمتعون بالأغلبية. كما أنه لم يتم تحديد مدة عهدة المحافظ و أسباب اقالته و اقالة نوابه حسب نفس المرسوم، ما يقلل من استقلالية بنك الجزائر، و نفس الشيء بالنسبة للأمر الرئاسي رقم 03-11 الصادر في 26 أوت 2003 الذي لم يتم الإشارة فيه إلى مدة عهدة المحافظ و نوابه في المادة 13. هذا إلى جانب كون المؤسسات التي تقوم بتوفير المعطيات اللازمة و حساب المؤشر العام للأسعار الذي تعتمد عليه السلطات النقدية تحت سيطرة الحكومة.<sup>1</sup>

#### • الشفافية

تعتبر الشفافية أحد أهم شروط نجاح سياسة استهداف التضخم فهي تسمح بتثبيت توقعات الأعوان الاقتصاديين إلى جانب التحسين من مصداقية السياسة النقدية. شرع بنك الجزائر بإصدار تقارير دورية للوضع المالية و النقدية ابتداء من 2008 بغرض تحسين الشفافية. لكن رغم هذا فإن العديد من الاحصائيات تبقى مجهولة مثل سلة العملات التي يحتفظ بها الاحتياطي الاجباري، حيث أن آخر افصاح عن هيكل سلة العملات كان في 1994. و من ناحية أخرى فإنه رغم محاولة تحسين الشفافية من خلال اصدار هذه التقارير إلا أن ثقة الأعوان الاقتصاديين تبقى ضعيفة بسبب الخروقات التي حصلت في المجال البنكي خاصة فضيحة بنك الخليفة<sup>2</sup>. كما أن السلطات النقدية في حالة الجزائر لا تعلن عن معدل التضخم المستهدف مسبقا بل تكتفي بالتصريح بتحقيق ذلك الهدف من عدمه في الفترة الموالية.

#### • التنبؤ بمعدل التضخم

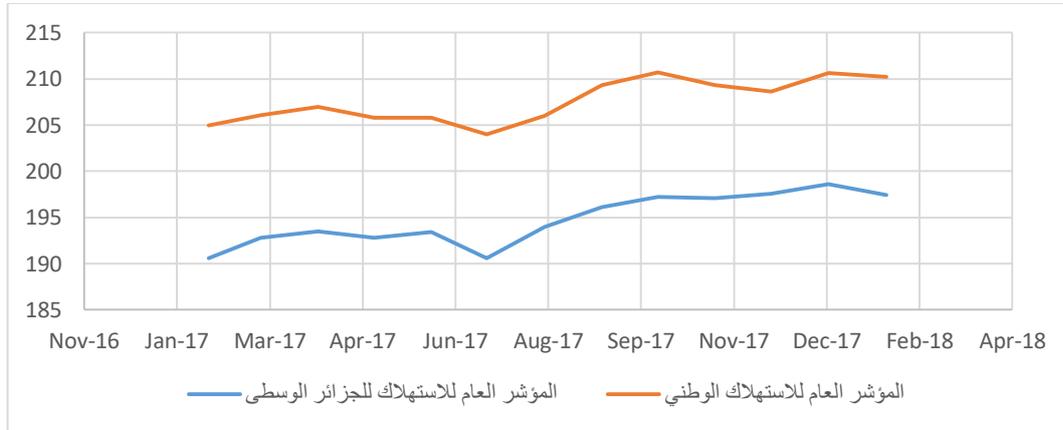
تعتمد سياسة استهداف التضخم على التنبؤ بمعدل التضخم، فهي بالتالي تستلزم نظام احصائي فعال يسمح بتوفير المعطيات اللازمة على المستوى القطاعي من أجل تقدير نموذج يسمح بنمذجة سلوك

<sup>1</sup> Mohamed Yazid Boumghar, op-cit, p185-190.

<sup>2</sup> بشيشي وليد. (2017): مرجع سابق، ص112.

الأعوان الاقتصاديين و التنبؤ بقيمة التضخم. إلا أن النظام الإحصائي الجزائري لا يسمح بتوفير المعطيات على المستوى القطاعي، و هذا بغض النظر على أن هذه المعطيات تصدر سنويا و بتأخر. من ناحية أخرى فإن بنك الجزائر يعتمد على مؤشر المستوى العام للأسعار الخاص بالجزائر الوسطى و ليس على المؤشر الوطني الذي يكون أكثر ملائمة بما أنه يتم تحديد سياسة نقدية خاصة بكافة التراب الوطني، علما أن هناك فرق كبير بين قيم هذان المؤشران كما يوضحه الشكل الموالي الخاص بتطورهما خلال عام 2017 و بداية 2018. هذا إضافة إلى أن بنك الجزائر يقوم بتقييم أداء السياسة النقدية بالمقارنة ما بين معدل الانزلاق السنوي و متوسط معدل التضخم كما ظهر في التعليلة الخاصة بالفصل الثاني لسنة 2004. بحيث أنه لا يمكن الاعتماد على هذه المقارنة لأن معدل الانزلاق السنوي يتميز بتطايير أكبر. فهو يعبر عن تطور معدل التضخم خلال سنة من 1 جانفي إلى 31 ديسمبر، و هو جد حساس للقيم الشاذة. فإن كان معدل التضخم مرتفع خلال ديسمبر، يؤدي هذا إلى ارتفاع هذا المعدل. في حين أن متوسط معدل التضخم يعبر عن متوسط عامين متتاليين<sup>1</sup>.

الشكل (3،12): مقارنة ما بين المؤشر العام للاستهلاك الوطني و المؤشر العام للاستهلاك للجزائر الوسطى.



المصدر: الديوان الوطني للإحصائيات.

هناك مجموعة من الميزات الخاصة بالاقتصاد الجزائري التي قد تعتبر من بين أهم العوامل التي قد تؤدي إلى عدم فعالية سياسة بنك الجزائر إلى جانب شروط نجاح سياسة استهداف التضخم المذكورة سابقا، نذكر من بين هذه الميزات:

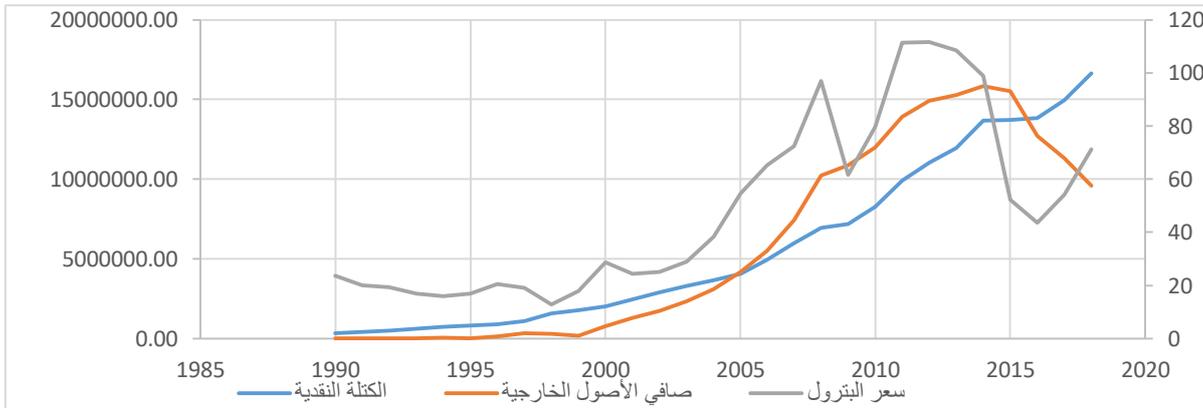
<sup>1</sup> Conseil National Economique et Social, op-cit, p91.

## • تأثير الطابع الريعي للاقتصاد الجزائري

على غرار الكثير من الدول النامية يعاني الاقتصاد الجزائري من نقص في تنوع الصادرات التي تتمثل أساسا في المحروقات، و يعتمد كثيرا على الاستيراد. حيث أن للإيرادات البترولية التي تسجل بالدينار الجزائري تأثير معتبر على نسبة السيولة و يجعلها لا تتوافق مع الطلب الخارج عن قطاع المحروقات. حيث تم اقتراح في تقرير صندوق النقد الدولي ل 2014 تغيير نظام التعامل مع الإيرادات البترولية و تسجيل الإيرادات بعملة أجنبية أو تسجيلها في حسابات خارجية<sup>1</sup>.

فيصعب الطابع الريعي للاقتصاد الجزائري على بنك الجزائر عزل التغيرات في الكتلة النقدية عن التقلبات في الأسواق العالمية و يجعل التضخم المحلي عرضة للتغيرات في الأسعار الأجنبية. حيث أن التحسن في أسعار البترول ابتداءا من 1999 أدى كما يبينه الشكل ادناه إلى زيادة معتبرة في صافي الأصول الخارجية التي أصبحت تتخذ مكانة مهمة في الخلق النقدي، علما أن هذه الأخيرة أصبحت المصدر الرئيسي للخلق النقدي ابتداءا من 2005 ما لا يسهل تطبيق السياسة النقدية بسبب طبيعتها المستقلة.<sup>2</sup> بينما يتبع الانخفاض الكبير الذي عرفته أسعار البترول ابتداءا من 2014 انخفاضا مماثلا في صافي الأصول الخارجية ، كما نلاحظ تناقص في معدل نمو الكتلة النقدية في نفس الفترة، لترتفع مجددا في 2017 ، العام الذي عرف عودة الفائض في السيولة التي عرفت انخفاضا كبيرا في 2014. الشيء الذي قد يعود إلى تغير من السياسة النقدية لبنك الجزائر و اللجوء إلى التمويل غير التقليدي.

الشكل (3،13): تطور كل من سعر البترول (Europe Brent)، صافي الأصول الخارجية (مليون دينار جزائري) و الكتلة النقدية بمفهومها العام (مليون دينار جزائري) خلال الفترة 1990-2018.



المصدر: بنك الجزائر، U.S. Energy Information Administration.

<sup>1</sup> Prepared By Amina Lahreche, Andrew Jewell and Sampawende J.-A. Tapsoba. (2014), op-cit, p13.

<sup>2</sup> Yamma Achour Tassi , op-cit,p23.

### • ضعف مرونة الجهاز الإنتاجي

يجعل ضعف الجهاز الإنتاجي هذا الأخير عاجزا عن مواكبة الزيادات المتتالية في الانفاق العام ما يؤدي إلى زيادة الطلب الكلي عن العرض الكلي من الناتج الحقيقي و يساهم بدوره في الزيادة في معدل التضخم<sup>1</sup>. ما يؤكد و يزيد بالتالي من حدة أثر التغيرات في السياسة المالية على فعالية أدوات السياسة النقدية.

كما أن عدم مرونة الجهاز الإنتاجي من جهة يعني أن زيادة في الطلب تقابلها زيادة في الأسعار و ليس زيادة في كمية السلع المعروضة. من جهة أخرى فإن الزيادة في الطلب العام يقابلها زيادة في الاستيراد، و بالتالي زيادة الضغوطات التضخمية من الخارج ما يصعب عملية التحكم و التأثير على المستوى العام للأسعار من طرف بنك الجزائر من خلال أدوات السياسة النقدية. حيث يوحي هذا إلى أن التضخم في حالة الاقتصاد الجزائري قد لا يكون ظاهرة نقدية بل يتحدد أساسا بميزات هيكلية للاقتصاد الجزائري، و أنه يتحدد بجانب العرض أكثر من جانب الطلب.

### • تطور السوق غير الرسمية

تصعب المكانة المهمة التي تأخذها السوق غير الرسمية من ناحية من إمكانية التحكم في كمية النقود التي تسير في الاقتصاد و تأثر سلبا على فعالية أدوات السياسة النقدية التي لا تصلها. حيث تقدر كمية النقد التي يتم تداولها في السوق الموازية بحوالي 4780 مليار دينار جزائري، و يقدر حجم الاكتناز النقدي بحوالي 2000 مليار دينار جزائري حسب تقديرات بنك الجزائر<sup>2</sup>.

من ناحية ثانية لا تسمح الأسعار المدارة بتقييم جيد للضغوطات التضخمية. كما لم يكن لسياسة تثبيت الأسعار الآثار المنتظرة على معدل التضخم ، حيث أن انخفاض الأسعار في السوق الرسمية للسلع و الخدمات خدم السوق غير الرسمية، من خلال حرية تحديد السعر عند التوزيع ما أدى إلى تشكل تضخم خارج السوق الرسمية للسلع و الخدمات<sup>3</sup>. تؤدي النقائص في ضبط الأسواق إلى اختلالات في السوق السلع و الخدمات خاصة سوق المواد الزراعية الطازجة التي تتميز بنقص في الشفافية، كثرة الوسطاء و سوء التسيير. فتعتبر حلقة التوزيع على العموم العامل الأساسي لتطور السوق غير الرسمية للسلع و الخدمات في الجزائر، أين تباع سلع يتم الحصول عليها بالسعر المدار ليعاد ببيعها بأسعار مرتفعة جدا.

<sup>1</sup> عبد الله البحري و على صاري. (2017)، مرجع سبق ذكره، ص16.

<sup>2</sup> العشي وليد و صديقي أحمد، مرجع سابق، ص263.

<sup>3</sup> Bedjaoui Z et Benammar H, Le statut de la monnaie en Algérie et son impact sur le développement du secteur informel, مجلة الإستراتيجية والتنمية, Volume 4, Numéro 6, p77.

فهذه السلع تمر عبر عدة قنوات توزيع خارجة عن القناة الرسمية ما يؤدي إلى ارتفاع كبير في الأسعار بسبب المضاربة. بالتالي فحتى إن تمكن بنك الجزائر من التحكم في النظام البنكي و النقدي فإنه لن يتمكن من التحكم في سلوك الأفراد و ظاهرة المضاربة و الاكتناز التي تؤدي إلى ضغوطات تضخمية<sup>1</sup>.

#### • طريقة حساب المستوى العام للأسعار و تشكيلة الأسعار:

قد تختلف نتائج تحليل أثر صدمات السياسة النقدية على الأسعار حسب طبيعة و طريقة حساب مؤشر الأسعار. يتكون مؤشر المستوى العام لأسعار الاستهلاك في حالة الجزائر من عينة من 260 سلعة وخدمة. حيث تشكل أسعار المواد الغذائية أكبر مجموعة في مؤشر أسعار المستهلك وهي أكثر تقلباً من المكونات الأخرى. في حين يمثل مقياس التضخم الأساسي، الذي لا يشمل المواد الغذائية و المواصلات و يعبر عن معدل التضخم الناتج عن تدهور في قيمة النقود و ليس في التغير أسعار السلع التي تعرف تطايراً كبيراً، أقل من نصف سلة مؤشر أسعار المستهلكين مما يجعل هذا الأخير مقياساً ضعيفاً إلى حد ما. كما أظهرت دراسة (Mehibel Samer et Belarbi Yacine, 2017) فإن التقلبات في تضخم المواد الغذائية تفسر بجزء كبير بصدمات العرض (75 بالمئة) في حين تفسر النسبة المتبقية من خلال الطلب الكلي. من ناحية أخرى، يمكن تفسير التقلب في التضخم الأساسي بنسبة 96 بالمئة من خلال إجمالي الطلب<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Bedjaoui Z et Benammar H, op-cit, p82.

<sup>2</sup> Mehibel Samer et Belarbi Yacine. (2017) : Inflation Dynamics in Algeria: A closer look at the Consumer Price Index, Revue d'Economie et de Statistique Appliquée, Volume 14, Numéro 2, p5-6/12.

## خلاصة الفصل

حاولنا من خلال الدراسة التطبيقية تحليل مدى فعالية أدوات السياسة النقدية في الجزائر في تحقيق هدف استقرار الأسعار. حسب النتائج التي تحصلنا عليها لا يتسبب كل من سعر الصرف، معدل الفائدة ما بين البنوك، القروض الموجهة للاقتصاد و الكتلة النقدية في المستوى العام للأسعار حسب غرانجر، ما يوحى إلى ضعف أدوات السياسة النقدية في التأثير على استقرار الأسعار. سمح تحليل كل من دوال الاستجابة و تفكيك تباين الخطأ من تأكيد هذه النتائج مع توضيح بعض التفاصيل. فمن الظاهر أنه هناك خلل في انتقال السياسة النقدية عبر كل من القناة الكلاسيكية لسعر الفائدة و قناة القرض. حيث تم ملاحظة ظهور ما يعرف بلغز السعر و لغز السيولة. كما أنه هناك خلل في انتقال أثر السياسة النقدية عبر معدل الفائدة إلى سعر الصرف. لكن ليس في سعر الصرف كأداة من أدوات السياسة النقدية بحد ذاتها بما أنها تؤدي إلى الآثار المنتظرة و بقوة تأثير أكبر من باقي الأدوات. هناك عدة عوامل قد تفسر عدم فعالية السياسة النقدية في تحقيق هدف استقرار الأسعار في حالة الاقتصاد الجزائري، تتحصر عموماً في تأثير الطابع الريعي للاقتصاد الجزائري، عدم مرونة الجهاز الإنتاجي، تطور السوق غير الرسمية، مميزات النظام البنكي و ضعف استقلالية بنك الجزائر.

الخاتمة العامة

سعيًا من خلال دراستنا إلى تحليل و تقييم مدى فعالية أدوات السياسة النقدية في تحقيق هدف استقرار الأسعار في حالة الاقتصاد الجزائري من خلال الاعتماد على نماذج الانحدار الذاتي. حيث اهتمنا بتحليل السياسة النقدية لبنك الجزائر ابتداءً من التسعينات، الفترة التي عرفت تطبيق فعلي للسياسة النقدية كأداة لتوجيهه والتأثير على الاقتصاد الوطني، بعدما كان يقتصر دور بنك الجزائر (البنك المركزي الجزائري سابقاً) في تمويل الخزينة العمومية في ظل التخطيط المركزي.

قسمت دراستنا إلى ثلاث فصول. تطرقنا في الفصل الأول إلى مفاهيم عامة حول التضخم من جهة من خلال التطرق إلى محدداته، آثاره كما اهتمنا بالمعدل الأنسب الذي يجب استهدافه. و إلى مفاهيم عامة حول السياسة النقدية من الجهة الثانية، و هذا من خلال عرض أهدافها، قنوات انتقالها، أدواتها و فعاليتها. في حين خصص الفصل الثاني إلى تطور السياسة النقدية في الجزائر و النظام البنكي الجزائري. عبر مرحلة التي سبقت ثم تلك التي تلت ظهور قانون النقد و القرض الذي أعطى صلاحيات أكبر للبنك المركزي الجزائري الذي أصبح يعرف ببنك الجزائر، و يرمز إلى ظهور السياسة النقدية بمفهومها الفعلي بأهدافها و الأدوات الخاصة بها بعدما كانت تعتبر سوى مفهوم نظري تنص عليه القوانين التشريعية. إضافة إلى تحليل سياسة استهداف التضخم التي تبناها بنك الجزائر رسمياً ابتداءً من 2010، و تحليل تطور أهم المؤشرات النقدية للاقتصاد الجزائري. أما الفصل الأخير فقد خصص للدراسة القياسية الهادفة إلى معالجة الإشكالية محل الدراسة. و هذا من خلال عرض أهم الدراسات السابقة التي تناولت فعالية السياسة النقدية و من ثم بناء، تقدير و تحليل نتائج النموذج.

توصلنا من خلال ما سبق إلى مجموعة من النتائج منها ما يخص الجانب النظري و منها هو متعلق بالجانب التطبيقي. كما نشير إلى مجموعة من الاقتراحات، و في الأخير إلى الآفاق المكملة لموضوع الدراسة.

### ❖ نتائج الدراسة النظرية:

- 1- تدخل عدة عوامل في تحديد فعالية السياسة النقدية، من بينها مصداقية البنك المركزي، أثر توقعات الأعوان على السير الحسن للسياسة النقدية، المناخ الاقتصادي، حالة السوق المالية، مدى التنسيق ما بين السياسة النقدية و السياسة المالية.
- 2- لا يوجد اتفاق عام حول السياسة النقدية التي يجب اتباعها بسبب غياب اتفاق حول التفسير النظري للعلاقات التي تسيّر الاقتصاد وبالتالي حول كيفية تأثير السياسة النقدية.
- 3- هناك توجه عام نحو الاتفاق ما بين التيار النيوكنزري و تيار الدورة الاقتصادية الحقيقية RBC، و التوصل إلى نتيجة أن للسياسة النقدية تأثير كبير على نشاط الاقتصاد. كما يطالبون باستهداف معدل

## خاتمة عامة

تضخم يقترب من الصفر، و يعتبرون أن سياسة استهداف التضخم فعالة تعتمد على مصداقية السياسة النقدية و التزام السلطات النقدية بتحقيق أهدافها.

4- هناك جدال قائم حول فعالية و ضرورة التوجه إلى سياسة نقدية على شكل قاعدة. حيث يرى مؤيدي اتباع سياسة نقدية غير معلنة أن هذه الأخيرة تعطي مرونة أكبر للسلطات النقدية، و أنه يستحيل للسياسة النقدية على شكل قاعدة أخذ كل الصعوبات و الأزمات التي قد يواجهها الاقتصاد بعين الاعتبار. في حين يرى مؤيدي السياسة النقدية على شكل قاعدة، أن لهذه الأخيرة عدة مزايا أهمها أنها تحسن من مصداقية البنك المركزي و تسمح بمواجهة مشكلة عدم التناسق الديناميكي.

### ❖ نتائج الدراسة التحليلية:

1- لم تكن السياسة النقدية في الفترة التي سبقت ظهور قانون النقد و القرض سوى وسيلة من أجل تحقيق الأهداف المسطرة من طرف الدولة، و لم تعتبر سوى مفهوم نظري تنص عليه القوانين التشريعية. و اعتبر النظام البنكي الجزائري قبل اصلاح 1990 كأداة لتمويل القطاع العام، وكان مجرد وسيط بين الخزينة العمومية و المؤسسات العمومية.

2- ارتبطت التغييرات في السياسة النقدية و الأدوات التي لجأ إليها بنك الجزائر عموما بالتغييرات في حالة السيولة في السوق النقدية التي هي بدورها مربوطة بالتغييرات في أسعار البترول في السوق العالمية.

3- تم تحديد سنة 2003 هدف استقرار الأسعار كهدف أساسي للسياسة النقدية، و تم الإعلان عن هدف عددي واضح لأول مرة قدره 3 بالمئة. لكن تم التعبير عن هذا الهدف كهدف صريح للسياسة النقدية و التكلم لأول مرة عن سياسة استهداف التضخم في تقرير 2010 لبنك الجزائر.

4- تعتبر استقلالية بنك الجزائر أحد أهم العوامل المحددة لفعالية سياسة استهداف التضخم. لم يكن يتمتع بنك الجزائر بالاستقلالية في الفترة التي تلت انشائه، لكن سمح ظهور قانون النقد و القرض و التعديلات التي تلتها بالتحسين من هذه الاستقلالية.

### ❖ نتائج الدراسة القياسية:

1- أظهرت نتائج تحليل دوال الاستجابة ظهور ما يعرف بلغز السعر، الذي يعبر عن استجابة غير تقليدية للأسعار إثر صدمة موجبة لأسعار الفائدة، حيث أن سياسة نقدية انكماشية تؤدي إلى ارتفاع في المستوى العام للأسعار. هذا إلى جانب ظهور ما يعرف بلغز السيولة الذي يوافق الحالة التي يتم فيها ملاحظة انخفاض في الكتلة النقدية إثر صدمة موجبة في سعر الفائدة.

2- لا يوجد اتفاق حول الميكانيزمات التي تؤدي إلى ظهور لغز السعر. من بين النظريات التي تسمح بتفسير ظهور لغز السعر نذكر:

- تفسير Sims الذي يقر على أن للبنك المركزي معلومات حول التضخم المستقبلي، ما يدفعه إلى الرفع من معدلات الفائدة إلا أن هذا الارتفاع لا يكون كاف للحد من الارتفاع في معدل التضخم الفعلي، ما يظهر بالتالي على شكل ارتفاع في معدل الفائدة يليه ارتفاع في معدل التضخم.
- تفسير قناة التكلفة الذي ينص على أن ارتفاع في أسعار الفائدة يؤدي إلى ارتفاع في تكلفة الإنتاج ما يرفع من معدل التضخم، فيكون التضخم في هذه الحالة ناتج عن صدمات العرض التي يفوت تأثيرها على تأثير جانب الطلب.
- فرضية Neo-Fisher التي تقر على وجود علاقة طردية ما بين معدل الفائدة و معدل التضخم مع اتجاه السببية من معدل الفائدة نحو معدل التضخم. حيث أن الزيادة في أسعار الفائدة تؤدي إلى زيادة مماثلة في معدل التضخم لأن أسعار الفائدة الحقيقية لا تتأثر بالسياسة النقدية ما يسمح بتفسير الاستجابة غير المنتظرة للأسعار إثر صدمة في السياسة النقدية.

3- أظهرت النتائج عدم فعالية قناة القرض في نقل أثر أدوات السياسة النقدية في حالة الاقتصاد الجزائري. هناك عدة عوامل قد تدخل في تفسير هذه النتائج من بينها: عدم تطور السوق المالية، نقص التنافسية في النظام البنكي، الإجراءات الإدارية المطولة و القروض المصرفية المدعومة التي تساهم في إعاقة تنمية الأسواق المالية. كبر حجم السوق غير الرسمية التي لا تصلها آثار السياسة النقدية، ضعف تغلغل الوعي المصرفي في المجتمع الجزائري و ارتفاع ظاهرة الاكتناز.

كما أن هذه النتائج توجي أيضا إلى صحة الفرضية التي تخص الدور الأساسي الذي تلعبه السيولة البنكية في تحديد فعالية أدوات السياسة النقدية. فإن تأثير الفائض الهيكلي في السيولة الذي عرفه النظام البنكي الجزائري و الذي ساهم في عرقلة انتقال آثار أدوات السياسة النقدية حسب الميكانيزمات التقليدية قد يلعب أيضا دورا في تفسير عدم فعالية قناة القرض في نقل أثر أدوات السياسة النقدية، حيث يؤدي هذا الفائض إلى فقدان فعالية العديد من أدوات السياسة النقدية مثل سعر إعادة الخصم، مناقصات القروض و العمليات على السوق المفتوحة.

4- هناك انتقال لأثر الارتفاع في سعر الفائدة عبر قناة سعر الصرف، غير أن العلاقة ما بين التغير في سعر الفائدة و سعر الصرف لا تتماشى مع ما تنص عليه النظرية الاقتصادية عكس أثر سعر الصرف على المستوى العام للأسعار الذي يمر عبر الميكانيزمات الكلاسيكية. من بين العوامل التي قد تؤدي إلى خلل في العلاقة التي تربط سعر الصرف بسعر الفائدة: نظام صرف التعويم المدار المطبق في

الجزائر الذي يعني أن قيمة العملة الوطنية تحدد مقابل سلة من العملات الرئيسية و أن السلطات النقدية تتدخل في حالة تغيرات غير مرغوبة في سعر الصرف. لكن الطابع الربيعي للاقتصاد الجزائري يزيد من أثر سعر الصرف كأداة للسياسة النقدية، فقد أظهرت النتائج أنه هناك خلل في انتقال أثر السياسة النقدية إلى سعر الصرف و ليس في سعر الصرف كأداة من أدوات السياسة النقدية بحد ذاتها بما أنها تؤدي إلى الآثار المنتظرة و بقوة تأثير أكبر من باقي القنوات.

5- لا يتسبب كل من سعر الصرف، معدل الفائدة ما بين البنوك، القروض الموجهة للاقتصاد و الكتلة النقدية في المستوى العام للأسعار حسب غرانجر، ما يوحى إلى عدم فعالية أدوات السياسة النقدية في التأثير على استقرار الأسعار، ما تم تأكيده بنتائج تحليل تباين الخطأ الخاص بالأسعار. حيث يفسر المستوى العام للأسعار أساسا بالتباين الخاص به. قد يعود النقص في فعالية أدوات السياسة النقدية في تحقيق هدف استقرار الأسعار إلى عدة أسباب لها علاقة بمميزات الاقتصاد الجزائري، نذكر من بينها:

- عدم توفر بعض الشروط التي تسمح بتعزيز فعالية سياسة استهداف التضخم التي طبقت رسميا من طرف بنك الجزائر ابتداءا من 2010، مثل: الاعتماد على معدل نمو الكتلة النقدية و معدل نمو القروض الموجهة للاقتصاد كأهداف وسيطية ما لا يتوافق مع سياسة استهداف التضخم، عدم تطور النظام البنكي و المالي، ضعف استقلالية بنك الجزائر خصوصا بعد تعديلات التي جاء بها الأمر رقم 03-11 الصادر في 2003 و الأمر رقم 17-10 الصادر في 2017، نقص في شفافية بنك الجزائر و عدم توفر المعطيات اللازمة من أجل التنبؤ بمعدل التضخم ما يعتبر عاملا أساسا من أجل نجاح سياسة استهداف التضخم إلى جانب الاعتماد على مؤشر المستوى العام للأسعار الخاص بالجزائر الوسطى و ليس على المؤشر الوطني الذي يكون أكثر ملائمة بما أنه يتم تحديد سياسة نقدية خاصة بكافة التراب الوطني.
- الطابع الربيعي للاقتصاد الجزائري الذي يصعب على بنك الجزائر عزل التغيرات في الكتلة النقدية عن التقلبات في الأسواق العالمية و يجعل التضخم المحلي عرضة للتغيرات في الأسعار الأجنبية.
- ضعف مرونة الجهاز الإنتاجي الذي لا يستطيع مواكبة الزيادات المتتالية في الانفاق العام ما يؤدي إلى زيادة الطلب الكلي عن العرض الكلي من الناتج الحقيقي و يساهم بدوره في الزيادة في معدل التضخم. و الذي قد يدفعنا إلى قبول فرضية قناة التكلفة كالمفسر الأكثر احتمالا للغز السعر، أو على الأقل يوحى إلى أنها أحد التفسيرات التي تلعب دورا هاما لفك هذا اللغز.

- تطور السوق غير الرسمية التي تعرقل فعالية أدوات السياسة النقدية بما أن أثر هذه الأخيرة لا يصلها. إلى جانب تطور السوق غير الرسمية للسلع و الخدمات التي تمثل حلقة التوزيع العامل الرئيسي لتطورها، حيث تباع فيها بأسعار مرتفعة السلع التي تشتري بالأسعار المدارة، فتعرف بالتالي الأسعار ارتفاعا كبيرا بسبب المضاربة.
- كما قد يعتبر مؤشر المستوى العام للأسعار مقياسا ضعيفا إلى حد ما لأنه يتكون أساسا بأسعار سلع تعرف تطائرا كبيرا. حيث أن تحليل أثر أدوات السياسة النقدية يتغير عند مقارنة هذا الأخير بالتضخم الأساسي.

#### ❖ مقترحات و توصيات لتحسين فعالية أدوات السياسة النقدية:

بناء على النتائج المتوصل إليها نقترح مجموعة من التوصيات التي تبدو لنا ضرورية من أجل تعزيز فعالية أدوات السياسة النقدية:

- 1- تعزيز استقلالية البنك المركزي من أجل سياسة نقدية أكثر فعالية و تقادي الضغوطات الخارجية، إلى جانب التنسيق ما بين السياستين المالية و النقدية. و التأكيد على ضرورة السعي إلى تحقيق استقلالية حقيقية للبنك المركزي إلى جانب الاستقلالية القانونية، فإنه لا يكفي إعطاء استقلالية للبنك المركزي من خلال القوانين من أجل تحقق هذه الأخيرة، فعادة ما لا تترجم الاستقلالية القانونية إلى استقلالية حقيقية في البلدان النامية.
- 2- تقليص أثر السوق غير الرسمية للنقود و السوق غير الرسمية للسلع و الخدمات. و هذا من خلال إعادة إدماج النقود التي تدور في السوق غير الرسمية و تشديد الرقابة على سوق السلع و الخدمات على العموم و حلقة التوزيع على وجه الخصوص من أجل مكافحة ظاهرة المضاربة.
- 3- على المدى الطويل، يسمح تشجيع الإنتاج المحلي و تنويعه من الخفض من تبعية الاقتصاد الجزائري للقلبات في أسعار البترول في الأسواق العالمية و يخفض من حدة تأثير التضخم المستورد. كما أن هذا يسهل لبنك الجزائر عملية التحكم في العرض النقدي و السيولة البنكية من خلال أدوات سياسته النقدية.

#### ❖ آفاق البحث:

يتضح لنا من خلال دراسة فعالية أدوات السياسة النقدية في الجزائر أن هذه الأخيرة ترتبط بمجموعة من العوامل التي قد تشكل موضوع بحث مكمل لهذا العمل، و من بينها:

- 1- دراسة مدى تأثير السياسة المالية على السياسة النقدية و تحديد عواقب هذا التأثير على نسبة استقلالية البنك المركزي و فعالية السياسة النقدية.
- 2- دراسة فعالية أدوات السياسة النقدية بالتفصيل من خلال الحصول على المعطيات اللازمة مثل كميات السيولة التي تم امتصاصها من النظام البنكي من خلال الأدوات المختلفة. أو من خلال إيجاد حل من أجل التعامل مع معطيات المتغيرات الخاصة بالأدوات التي لا تتغير كثيرا عبر الزمن.
- 3- دراسة فعالية سياسة استهداف التضخم على وجه الخصوص و مقارنتها بأداء السياسة النقدية قبل اللجوء إليها.
- 4- تقييم كمي لأثر السوق غير الرسمية على أداء السياسة النقدية.
- 5- كما أنه طالما اهتم الاقتصاديون بفعالية السياسات الاقتصادية في وقت الأزمات، مثل الدراسات العديدة التي خصت فعالية السياسة النقدية إثر الأزمة المالية لسنة 2008، فيمكن بالتالي دراسة فعالية سياسة بنك الجزائر في ظل الأزمة الصحية العالمية الراهنة.

# قائمة المراجع

## قائمة المراجع

### المراجع باللغة العربية:

#### الكتب و المؤلفات:

- تومي صالح (2009): مبادئ التحليل الاقتصادي الكلي، دار أسامة للطباعة و التوزيع.
- حشاد نبيل. (1994): استقلالية البنوك المركزية، اتحاد المصارف العربية.
- عبد المطلب عبد الحميد. (2013): السياسة النقدية و استقلالية البنك المركزي، الدار الجامعية الاسكندرية.
- وسام ملاك. (2000): النقود و السياسات النقدية الداخلية، دار المنهل اللبناني للطباعة و النشر.

#### الرسائل و الأطروحات العلمية:

- بن البار امحمد. (2017): أثر السياسة النقدية و المالية على التضخم في الجزائر خلال الفترة (1986-2014)، أطروحة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف المسيلة.
- بن طالبي فريد. (2013/2012): فعالية السياسة النقدية في ظل برامج الإصلاح الاقتصادي "حالة الاقتصاد الجزائري للفترة 1970-2011"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود و مالية، جامعة الجزائر 3.
- بن نافلة نصيرة. (2018/2017): تقييم السياسة النقدية في الجزائر دراسة قياسية للفترة الممتدة من 1980-مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه، 2014، جامعة أبي بكر بلقايد.
- بوشه محمد. (2012/2011): محاولة تقييم السياسة النقدية في ظل الإصلاحات الاقتصادية - حالة الجزائر - الفترة 1990-1998، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، فرع القياس الاقتصادي، جامعة الجزائر 3.
- فتيحة مزارشي. (2017/2018): أثر السياسة النقدية على مستوى المعيشة - دراسة حالة الجزائر - ، أطروحة دكتوراه تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 1.

## قائمة المراجع

- نذير يسين. (2019/2018): الآثار الاقتصادية الكلية لصدّات السياسة النقدية في الجزائر دراسة تحليلية قياسية للفترة (1970-2014)، أطروحة مقدّمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد كمي، جامعة الجزائر 3.

### التقارير، الأوامر، القوانين و المراسيم التنفيذية:

- قانون رقم 90-10 المؤرخ في 19 رمضان عام 1410 الموافق 14 أبريل سنة 1990 يتعلق بالنقد و القرض.
- أمر رقم 03-11 مؤرخ في 27 جمادى الثانية عام 1424 الموافق 26 غشت سنة 2003، المتعلق بالنقد و القرض.
- أمر رقم 10-04 مؤرخ في 16 رمضان عام 1431 الموافق 26 غشت لسنة 2010، المتعلق بالنقد و القرض.
- المرسوم التنفيذي رقم 18-86 مؤرخ في 17 جمادى الثانية عام 1439 الموافق 5 مارس سنة 2018.
- المجلس الشعبي الوطني الاقتصادي والاجتماعي. (2005): نظرة عن السياسة النقدية في الجزائر.
- صندوق النقد الدولي، كريم النشاشيبي و آخرون. (1998): الجزائر: تحقيق الاستقرار و التحول الى اقتصاد السوق.
- بنك الجزائر، التقرير السنوي 2017 التطور الاقتصادي و النقدي للجزائر، جويلية 2018.
- الأمر رقم 03-11 المؤرخ في 27 جمادى الثانية عام 1424 الموافق 26 غشت سنة 2003، يتعلق بالنقد و القرض.
- الأمر رقم 10-04 المؤرخ في 16 رمضان عام 1431 الموافق 26 غشت سنة 2010، المتعلق بالنقد و القرض.

المجلات، المنشورات و الدوريات:

- أوناسي حسان و رزيق كمال. (2018): سلوك متغيرات السياسة النقدية و التحرير المالي في الجزائر للفترة (2005 إلى 2015)، مجلة الاقتصاد و التنمية البشرية، المجلد 9، العدد 3.
- البحري عبد الله و صاري على. (2017): تقييم مدى مساهمة السياسة النقدية لبنك الجزائر في تسيير العرض النقدي و الحد من التضخم للفترة 2000-2014، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 4، العدد 4.
- بشيشي وليد (2017): متطلبات تطبيق استراتيجية استهداف التضخم كإطار حديث لإدارة السياسة النقدية في الجزائر، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، مجلد 2، عدد 41، ص 111.
- بوجلال ناصر و ديب كمال. (2019): التيسير الكمي كألية لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة - حالة الجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 12، العدد 1.
- رسول حميد. (2016): الاتجاهات الحديثة في السياسة النقدية في الجزائر، مجلة معارف، المجلد 11، العدد 21.
- رميدي عبد الوهاب و بوضياف مختار (2014): أثر التحرير المالي على السياسة النقدية في الجزائر للفترة (1990-2010)، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 5، العدد 1.
- زبير عياش و بوسكي حليلة. (2018): تقييم فعالية السياسة النقدية في الجزائر باستخدام نموذج تصحيح الخطأ العشوائي (VECM) خلال الفترة (1990-2016)، مجلة اقتصاديات المال و الأعمال JFBE، المجلد 2، العدد 1.
- شلغوم عميروش. (2017): فعالية السياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة 2000-2015: دراسة تحليلية، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 3، العدد 1.
- شلغوم عميروش. (2017): تطور سياسة أسعار الفائدة في الجزائر: من التقييد إلى التحرير (1970-2015)، مجلة ميلاف للبحوث و الدراسات، المجلد 3، العدد 1.
- العشي وليد و صديقي أحمد. (2018): تجربة التيسير الكمي في الجزائر، مجلة اقتصاديات المال و الأعمال، المجلد 2، العدد 2.

## قائمة المراجع

- علاوي محمد لحسن و بوروشة كريم. (2015): أثر السياسة النقدية و المالية على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر دراسة قياسية لفترة 1990-2012، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 5، العدد 9.
- قوري يحيى عبد الله، محددات التضخم في الجزائر. (2014): دراسة قياسية باستعمال نماذج متجهات الانحدار الذاتي المتعدد الهيكلية SVAR (1970-2012)، مجلة الباحث، المجلد 14، العدد 14.
- معمري ليلي و يحيوي سمير. (2017): أثر استقلالية البنك المركزي على فعالية السياسة النقدية في محاربة التضخم مع إشارة لحالة الجزائر، مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات.
- هاني محمد و وعيل ميلود. (2018): سياسة التيسير الكمي كألية حديثة لتطبيق السياسة النقدية -دراسة تحليلية نظرية لآفاق تطبيق سياسة التيسير الكمي في الجزائر، مجلة التنمية و الإستشراف للبحوث والدراسات، المجلد 3، العدد 1.
- هذباء هدى يونسى و مدوخ ماجدة. (2019): أثر سياسة التيسير الكمي على المستوى العام للأسعار في الجزائر، مجلة آفاق علمية، المجلد 11، العدد 2.

### الملتقيات، المؤتمرات و الندوات العلمية:

- أحمد غريبي. (2005): مدى فعالية السياسة النقدية في التشغيل و استقرار الأسعار - حالة الجزائر -، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي العاشر حول موضوع فعالية السياسة النقدية في الدول النامية - تجارب الماضي و تحديات المستقبل -.
- آيت يحيى سمير، فعالية السياسة النقدية في ظل وفرة احتياطات الصرف. حالة الجزائر خلال الفترة 2000 - 2013، الملتقى الدولي العاشر لجامعة حسيبة بن بوعمي، كلية العموم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، مخبر الأنظمة المالية والمصرفية والسياسات الاقتصادية الكمية في ظل التحولات العالمية.
- بوريش أحمد، تقييم فعالية السياسة النقدية في الجزائر في ظل تبعات الازمة الدالية 2008 وتداعيات الازمة البترولية 2014، الملتقى الدولي في ظل التحولات العالمية.
- عزوز علي، قياس استقلالية البنك المركزي في ظل الإصلاحات المصرفية الحديثة، مداخلة في إطار المؤتمر العلمي الدولي الثاني حول: إصلاح النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات العالمية الراهنة، جامعة ورقلة.

## قائمة المراجع

- مدوخ ماجدة. (2015): انعكاس اليورو كعملة تنافسية للدولار على سعر صرف الدينار الجزائري كهدف للسياسة النقدية، الملتقى الدولي العاشر حول فعالية السياسة النقدية في الدول النامية.
- مرغيت عبد المجيد. (2015): فعالية السياسة النقدية في الحفاظ على استقرار القيمة الخارجية للدينار الجزائري، الملتقى الدولي العاشر حول فعالية السياسة النقدية في الدول النامية.

## المراجع باللغات الأجنبية:

### الكتب و المؤلفات:

- Abel A.B and Bernanke B.S. (2001): Macroeconomics, Denise Clinton.
- Ambler Steve. (1989) : La stationnarité en économétrie et en macroéconomie : un guide pour les non-initiés, L'Actualité Economique.
- Asteriou Dimitios and.Hall Stephen G. (2007): Applied Econometrics, Palgrave Macmillan.
- Baumol J.W and Blinder A.S. (2009): Macroeconomics Principles and Policy, South-Western Cengage Learning.
- Bec F et al (2000) : Analyse Macroéconomique, Editions la Découverte & Syros, Paris.
- Boreham G et al (1968): Money and Banking Analysis and Policy in a Canadian Contexte, Holt.
- Dawson G. (1992): Inflation and unemployment: causes, consequences and curses, Edward Elgar Publishing Company.
- Demarolle . A et quinet. A. (1996) : Economie des taux d'Intérêt, Presses Universitaires de France.
- Drumetz F et Pfister C. (2010) : Politique Monétaire, De Boeck.
- Gaudroun P. (2006) : Economie Monétaire et Financière, Economica.
- Hagger A.J. (1977): Inflation theory and policy, the Macnirillan Press LTD.
- Helmut Lutkepohl. (2005): New Introduction to Multiple Time Series Analysis, Springer.

- Jochumzen P. (2010): Essentials of Macroeconomics, Ventus Publishing.
- Kirchgassner Gebhard. (2007): Introduction to Modern Time Series Analysis, Springer.
- Krugman P et Wells R. (2009): Macroéconomie, Edition de Boeck.
- Lutkepohl Helmut and Kratzig Markus. (2004): Applied Time Series Econometrics, cambridge university press.
- Mankiw N.G. (2009): Macroeconomics, Worth Publishers, seventh edition.
- Mankiw N.G. (2008): Principles of Macroeconomics, South-Western Cengage Learning, sixth edition.
- McNabb R and McKenna C. (1990): Inflation in modern Economies, Harvester Wheatsheaf.
- Mishkin F et al. (2017) : Monnaie, banque et marchés financiers, Nouveaux horizons.
- Philon D. (2000) : La monnaie et ses mécanismes, Edition la découverte.
- Piriou J-P. (2000) : Analyse Macroéconomique 2, Edition la découverte et Spod.
- Ray M and Anderson D. (2010): Krugman's macroeconomics for AP, Worth Publishers.
- Romer D. (1996): Advanced Macroeconomics, McGraw-Hill, fourth edition.
- Ruimy M. (2004) : Economie Monétaire, Ellipses.
- Shoman J and Wide A. (2009): Economics, Prentice Hall Financial Times.
- Walter Enders. (2010): Applied Econometrics Time Series, Wiley.
- William Green. (2005): Econometrie, Pearson Education.
- Wojciech W.Charemza and Derek F.Deadman.(1992): New Directions in Econometric Practice, Edward Elgar Publishing.

الرسائل و الأطروحات العلمية:

- Akbari. A. D. (2014): Phillips Curve and Monetary Policy Evaluation of an Expectations-Augmented Phillips Curve in Sweden 1997-2011, School of Economics and Management Department of Economics Lund University.

- Ali Malik H. (2004): Four Essays on the Theory of Monetary Policy, A Thesis Submitted to the School of Graduate Studies in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Doctor of Philosophy, McMaster University, Canada.
- Ashraf. A. (2013): Empirical Examination of Quantitative Easing in Monetary Policy and Earning Management of Financial Markets and Institutions, Submitted to the Graduate Faculty of the University of New Orleans in partial fulfillment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy in Financial Economics.
- Boumghar. M. Y. (2015/2016) : La Conduite de la Politique Monétaire en Période de Transition : Examen de l'Expérience de la Banque d'Algérie, Ecole Nationale Supérieure de Statistique et d'Economie Appliquée, Thèses Pour l'obtention du diplôme de Docteur en Science en Statistique et Economie Appliquée.
- Kebe S. (1996): The Role of Monetary and Fiscal Policies as Determinants of Economic Activity, Employment, and Price Level in France: A VAR Investigation; A Dissertation Submitted in Partial Fulfillment of the Requirement for the Doctor of Philosophy Degree; Department of Economics in the Graduate School Southern Illinois University at Carbondale.
- Koziarivska Laysa. (2003): Evaluation of Monetary Policy Efficiency in Transition Economies: The Case of Ukrain, a Thesis Submitted in partial fulfillment of the Requirements for the degree of Master in Arts in Economics, National University of "Kyiv-Mohyla Academy".
- Monnet E. (2012) : Politique monétaire et politique du crédit en France pendant les trente Glorieuses 1945-1973, thèse pour obtenir le titre de Docteur en sciences économiques, Ecole d'économie de Paris.
- Woon Shin. (2002): Monetary Transmission Mechanism: An International Comparison, Submitted to Texas A&M university in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Doctor of Philosophy.
- Yamma Achour Tassi. (2003) : Analyse de la politique économique Algérienne, Economie et Finance Université Pauthéon-Sorbonne-Paris I, thèse de doctorat en sciences économique.

- Yinxia Guo.(2008) : The efficiency of the chinese stock market with respect to monetary policy, Thesis for Master programme in finance school of Economics and management.

التقارير، الأوامر، القوانين و المراسيم التنفيذية:

- 81e Rapport annuel BRI.
- Banque d'Algérie, Tendances monétaires et financières au premier semestre 2017.
- Banque d'Algérie. (2006) : Rapport 2005 Evolution Economique et Monétaire en Algérie.
- Banque d'Algérie. (2011) : Rapport 2010 Evolution Economique et Monétaire en Algérie.
- Banque d'Algérie. (2013) : Rapport sue la Stabilité du Système Bancaire Algérien 2009 – 2011.
- Banque d'Algérie. (2014) : Rapport 2013 Evolution Economique et Monétaire en Algérie.
- Banque d'Algérie. (2015) : Note d'information : L'inflation au cours des dix premiers mois 2015.
- Benderra O. (2002) : Economie Algerienne 1986 - 1998 : Les réseaux aux commandes de l'Etat, La Méditerranée des réseaux, Marchands, entrepreneurs et migrants entre l'Europe et le Maghreb, Centre For North African Studies, Cambridge University Paris.
- Conseil National Economique et Social. (2005) : Rapport, Regard sur la politique monétaire en Algérie, Commission « Perspective de Développement Economique et Social ».
- Fond Monétaire Internationale. (2018), Rapport du FMI No. 18/168, Rapport des Services du FMI pour les Consultations de 2018 au Titre de l'Article IV.

- Fonds monétaire international, Communiqué de presse n° 17/201 Pour Diffusion Immédiate 01 juin 2017.
- Ilmane Mohamed cherif, ferhi Mohamed et Boussafi Kamel .(2013) : Programme nationale de recherche 27 un modèle macroéconomique DSGE Pour l'économie algérienne, Ecole Supérieure de commerce. P10.
- International Monetary Fund. (2014): Algeria Selected Issues, IMF Country Report No. 14/34.
- Instruction N° 16-94 du 09 Avril 1994 Relative aux Instruments de Conduite de la Politique Monétaire et au Refinancement des Banques, [www.bank-of-algeria.dz](http://www.bank-of-algeria.dz), 28/08/2019.
- Lahreche Amina and Jewell Andrew (MCD); and Sampawende J.-A. Tapsoba (FAD).(2014) : ALGERIA SELECTED ISSUES, International Monetary Fund; IMF Country Report No. 14/34.

المجلات، المنشورات و الدوريات:

- Abbes A. (2016) : Synthèse sur la politique monétaire en Algérie et son évolution durant la période 1990-2015, مجلة نور للدراسات الاقتصادية, Volume 2, Numéro 3.
- Abdoulaye Diagne et Fodiyé B. Doucouré. (2001) : Les Canaux de Transmission de la Politique Monétaire Dans Les Pays de l'UEMOA, Consortium pour la recherche économique et sociale (CRES), Université Cheikh Anta Diop de Dakar.
- Allegret J-P et Benkhodja M.T. (2015): External shocks and monetary policy in an oil exporting economy (Algeria), Journal of Policy Modeling, Volume 37, Issue 4.
- Amarasekara C, The Impact of Monetary Policy on Economic Growth and Inflation in Sri Lanka, Central Bank of Sri Lanka, Staff Studies – Volume 38 Numbers 1 & 2.
- Ammour Benhalima, Le Système Bancaire Algérien.
- Aoudia Kahina et Nait Mohamed. (2017) : Efficacité de la politique monétaire en Algérie (1990 – 2017), المجلة العلمية لجامعة الجزائر 3.

- Bakhouche A. (2006): Money Demand in Algeria, Savings and Development, Vol. 30, No. 3.
- Bakhouche Abderazak. (2017): Does the Financial Sector Promote Economic Growth? A Case of Algeria, Savings and Development.
- Balke Nathan S and Emery. Kenneth M. (1994): Understanding the Price Puzzle, Economic Review.
- Ball Laurencec et Sheridan Niamh (2003): Does Inflation Targeting Matter? National Bureau of Economic research, Cambridge, NBER Working Paper No. 9577.
- Banque d'Algérie, Bulletin statistique trimestriel, n°40, décembre 2017.
- Banque d'Algérie, Bulletin statistique trimestriel, n°45, mars 2019.
- Banque d'Algérie, Bulletin statistique trimestriel, N°46, juin 2019.
- Banque d'Algérie, Bulletin statistique trimestriel, N°48, décembre 2019.
- Bedjaoui Z et Benammar H. (2014) : Le statut de la monnaie en Algérie et son impact sur le développement du secteur informel, Strategy and Development Review, Volume 4, Numéro 6.
- Bellal S. (2010) : la regulation monétaire en Algérie (1990-2007), Revue du Chercheur, Volume 8, Numéro 8.
- Bellando R and Pollin J-P. (1996): Le canal du crédit en France depuis la déréglementation financière: quelques tests exploratoires, Sciences Po University Press, Revue économique.
- Ben Amara Amine, Hachichab Néjib, and Saadallahc Ridha. (2015): The Effectiveness of Monetary Policy Transmission Channels in the Presence of Islamic Banks: The Case of Saudi Arabia, International Journal of Business, vol20, No 3.
- Benbahmed. T, Lohoues.H. (2014) : Perspective économique en Algérie.
- Benziane Radia et Chekebkeb Aissa .(2016) :Essai D'évaluation Des Instruments De La Politique Monétaire En Algérie, [مجلة الاقتصاد والمالية](#), Volume 2, Numéro 2.

- Benziane Radia. (2019): The Impact of Monetary Policy on Algerian Economic Activity. Journal of Business and Economic Development. Vol. 4, No. 1, 2019.
- Bernanke B. S, Gertler M and Watson M. (1997): Systematic Monetary Policy and the Effects of Oil Price Shocks, Brookings Papers on Economic Activity, vol. 28, No 1.
- Bernanke B. S. and Mihov I. (1998): Measuring Monetary Policy, The Quarterly Journal of Economics, Volume 113, Issue 3.
- Bernanke Ben S and Gelter Mark. (1995): Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission, Journal of Economic Perspectives, vol. 9, no 4.
- Bernanke Ben S. and Mihov Ilian, Measuring Monetary Policy. (1998): The Quarterly Journal of Economics, Volume 113, Issue 3.
- Bikai Jacques Landry et kenkouo Guy Albert (2015) : Analysis and evaluation of the Monetary Policy Transmission Channels in the CEMAC: A SVAR and SPVAR Approaches, Bank of Central Africa States (BEAC), MPRA Paper No. 78227.
- Bishop James and Tulip Peter. (2017): Anticipatory Monetary Policy and the ‘Price Puzzle’, RBA Research Discussion Papers rdp2017-02, Reserve Bank of Australia.
- Bonga-Bonga Lumengo et Kabundi Alain. (2015): Monetary Policy Instruments and Inflation in South Africa: Structural Vector Error Correction Model Approach, MPRA Paper 63731, University Library of Munich, Germany.
- Bouabdallah W et Attar A. (2018): L’évolution du système bancaire algérien « Etude comparative / banques publiques et banques privées (2006-2016) », مجلة البحوث و الدراسات التجارية, Volume 2, Numéro 2.
- Bouballouta B. (2015) : Interest rate liberalization: Motivations and requirements, Revue Algérienne de la mondialisation et des politiques économiques, Volume 6, Numéro 1.

- Boudjani M, La Banque d'Algérie : Vers une Politique Monétaire Accommodante en 2016 ? Analyse de la Période 2007 -2014, Les cahiers du Cread, Volume 32, Numéro 118.
- Boulenouar B et Fekir H. (2012) : Réforme du statut des banques centrales des pays du Maghreb : indépendance et crédibilité. Un état des lieux, Revue Algérienne d'Economie et Gestion.
- Boumghar M.Y. (2007) : Liberalisation financière et épargne des ménages : quel(s) lien(s), Cahier du CREAD, Volume 23, Numéro 81.
- Brunner K and Meltzer A.H. (1993): Money and the Economy: Issues in monetary Analysis, Edited by Giovanna Nicodano.
- Cheng Kevin C (2006): A VAR Analysis of Kenya's Monetary Policy Transmission Mechanism: How Does the Central Bank's REPO Rate Affect the Economy? International Monetary Fund, WP/06/300.
- Chockri Adnen et Frihka Ibticem. (2011) : La portée de la politique de ciblage d'inflation : Approche analytique et empirique pour le cas Tunisien, Panoeconomicus, vol. 58, No 1
- Dario Rukelj .(2009): Modelling Fiscal and Monetary Policy Interactions in Croatia Using Structural Vector Error Correction Model, Privredna kretanja i ekonomska politika.
- Demiralp Selva, Hoover Kevin D. and Perez Stephen J. (2014): Still puzzling: evaluating the price puzzle in an empirically identified structural vector autoregression, Empir Econ.
- Djameleddine Ghaicha. (2001) : Evolution des taux d'intérêt et des produits du système bancaire algérien, Cahiers du CREAD, Volume 17, Numéro 57.
- Ennemri Nasreddine. (2016): The effectiveness of Bank of Algeria in controlling the excess liquidity during the period (2001-2015), El-Bahith Review, Volume 16, Numéro 16.
- Farid Yaici ,Etude de l'Impact des Politiques Monétaire et Financières sue les Performances de l'Economie Algérienne, Université de béjaia, p9

- Fisher Felix, Lundgren Charlotte et Jahjah Samir. (2013) : Vers une politique monétaire plus efficace : le cas de la République démocratique du Congo, 2013 Fonds monétaire international, WP/13/226.
- Goodfriend M and Robert G. King (1997): The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy, NBER Macroeconomics Annual.
- Goux J-F. (2012) : Peut-on se passer de IS-LM-FE ? Développements récents en économie et finances internationales.
- Hadeef Hizia et Hadeef Chahida. (2017): The Independence of the Central Bank as an Effective Input to The Drawing and Implementation of Monetary Policy (Germanic Central Bank Study as A Model), مجلة الأصيل للبحوث الاقتصادية و الإدارية, Volume 1, Numéro 1.
- Hamamousse Amina et Maamar Belkheir, Etude des fluctuations du taux directeur en Algérie (1990-2015).
- Hanson Michael S. (2004): The “Price Puzzle” Reconsidered, Journal of Monetary Economics, Volume 51, Issue 7.
- Henni A. (1987) : Monnaie Crédit et financement en Algérie (1962-1987), CREAD Centre de Recherche en Economie Appliquée pour le Développement.
- Ilmane Mohamed-Cherif, Les trois phases de développement de système bancaire et monétaire Algérien, Algérie : cinquante ans d’expérience de développement Etat-Economie-Société.
- Ilmane. M. C. (2006) : Réflexion sur la politique monétaire en Algérie : objectifs instruments et résultats (2000-2004), Cahier du CREAD.
- Javid, Muhammad and Munir, Kashif. (2011): The price puzzle and monetary policy transmission mechanism in Pakistan: Structural vector autoregressive approach, MPRA Paper No. 30670.
- Jebali S et al, Taux de change et inflation : une analyse en modèle VAR du canal du taux de change : cas de la Tunisie.
- João Sicsú (2001): Credible Monetary Policy: A Post Keynesian Approach, Journal of Post Keynesian Economics.

- Kimbanbu Jen-paul Tsasa Vangu (2014) : Diagnostic de la politique monétaire en Rép. Dém.Congo -Approche par l'Equilibre Général Dynamique Stochastique, CEPREMAP Centre Pour la Recherche Economique et ses Applications.
- Kydland F.E and Prescott E.C (1977): Rules Rather than Discretion: the inconsistency of Optimal Plans, The Journal of Political Economy.
- Latreche T. (2012) : Ciblage d'Inflation et conduite de la politique monétaire en Algérie, Les cahiers du CREAD, n°101.
- Leeper. E. M., Sims C. A and Tao Zha.(1996): What Does Monetary Policy Do?, Brookings Papers on Economic Activit, No. 2.
- Lutz Kilian and Ufuk Demiroglu.(2000): Residual-Based Tests for Normality in Autoregressions: Asymptotic Theory and Simulation Evidence, Journal of Business & Economic Statistics, Vol 18, No 1.
- Marius-Corneliu Marinaş, Two Different Views On Monetary Policy Impact: The New Consensus and Post-Keynesian Economics, Academy of Economic Studies, Bucharest.
- Mehibel Samer et Belarbi Yacine. (2017): Inflation Dynamics in Algeria: A closer look at the Consumer Price Index, Revue d'Economie et de Statistique Appliquée, Volume 14, Numéro 2.
- Muhanji Stella, Malikane Christopher, Ojah Kalu. (2013): Price and liquidity puzzles of a monetary shock: Evidence from indebted African economies, Economic Modelling, Volume 33.
- ONS, indice des prix à la consommation, mois de décembre 2019, N°289.
- Oughlissi Mohand Akli. (2017) : Analyse de la politique monétaire en Algérie à l'aide d'un modèle DSGE, Strategy and Development Review, Volume 7, Numéro 13.
- Paligorova T et Jesus A. Sierra Jimenez (2012) : La politique monétaire et le canal de la prise de risque, éclairage apporté par le comportement de prêteur des banques, Revue de la Banque du Canada.

- Pleșcău Ioana. (2017): Monetary Policy and Inflation: Is there a Neo- Fisher Effect? Evidence from Inflation Targeting Countries in Central and Eastern Europe, “Ovidius” University Annals, Economic Sciences Series, Volume XVII, Issue 1.
- Puriya Abbassi and Tobias Linzert. (2011): The Effectiveness of Monetary Policy in steering Money Market Rates During the Recent Financial Crisis, European Central Bank, NO 1328.
- Ray C Fair. (1987): Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Macroeconometric Model, Journal of Monetary Economics, Volume 22, Issue 2.
- Rekiba. S. (2016) : Le Système Bancaire Algérien : Etat des Lieux de l’AGCS, Communication Science & technology, vol 16.
- Romer C. D et al. (1990): New Evidence on the Monetary Transmission Mechanism, Brookings Papers on Economic Activity, No. 1.
- Romer Christina D and Romer David H. (2012): Friedman and Schwartz’s Monetary Explanation of the Great Depression: Old Challenges and New Evidence, Preliminary Draft.
- Romer D. (2000): Keynesian Macroeconomics without the LM Curve, Journal of Economic Perspectives, N°2.
- Rusnak Marek, Havranek Tomas and Horvath Roman. (2013): How to Solve the Price Puzzle? A Meta-Analysis, Journal of Money, Credit and Banking.
- Seyed Ehsan Alavi et al (2016): An Analysis of the efficiency of the monetary and fiscal policies in Iran economy using IS – MP – AS model, Procedia Economics and Finance.
- Sims Christopher A. (1962): Interpreting the macroeconomic time series facts The effects of monetary policy, European Economic Review, Volume 36, Issue 5.
- Stephen G and al. (2006): Has monetary policy become more efficient a cross country Analysis? The Economic Journal, Volume 116, Issue 511.
- Tao Zha (1997): Identifying Monetary Policy: A Primer, Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review.

## قائمة المراجع

---

- Tasasa Jean-paul et kimbanbu V. (2012) : Evaluation de la Politique Monétaire R.D. Congo Un Regard Rétrospectif.
- The author's name is not available. (1990): Money-Prices Puzzle, Economic and Political Weekly.
- Vajs S. (2014) : le rôle des banques centrales dans la stabilité macroéconomique et financière, Emission de dette publique : questions pouvant intéresser les banques centrales, Bis Papers n°76.
- Williams Jon C. (1999): Simple Rules for monetary policy, Board of Governors of the Federal Reserve system.
- Zouhair Chrigui et al (2011): Central Bank independence and inflation: Evidence from emerging countries, Journal of Policy Modeling.

### الملتقيات، المؤتمرات و الندوات العلمية:

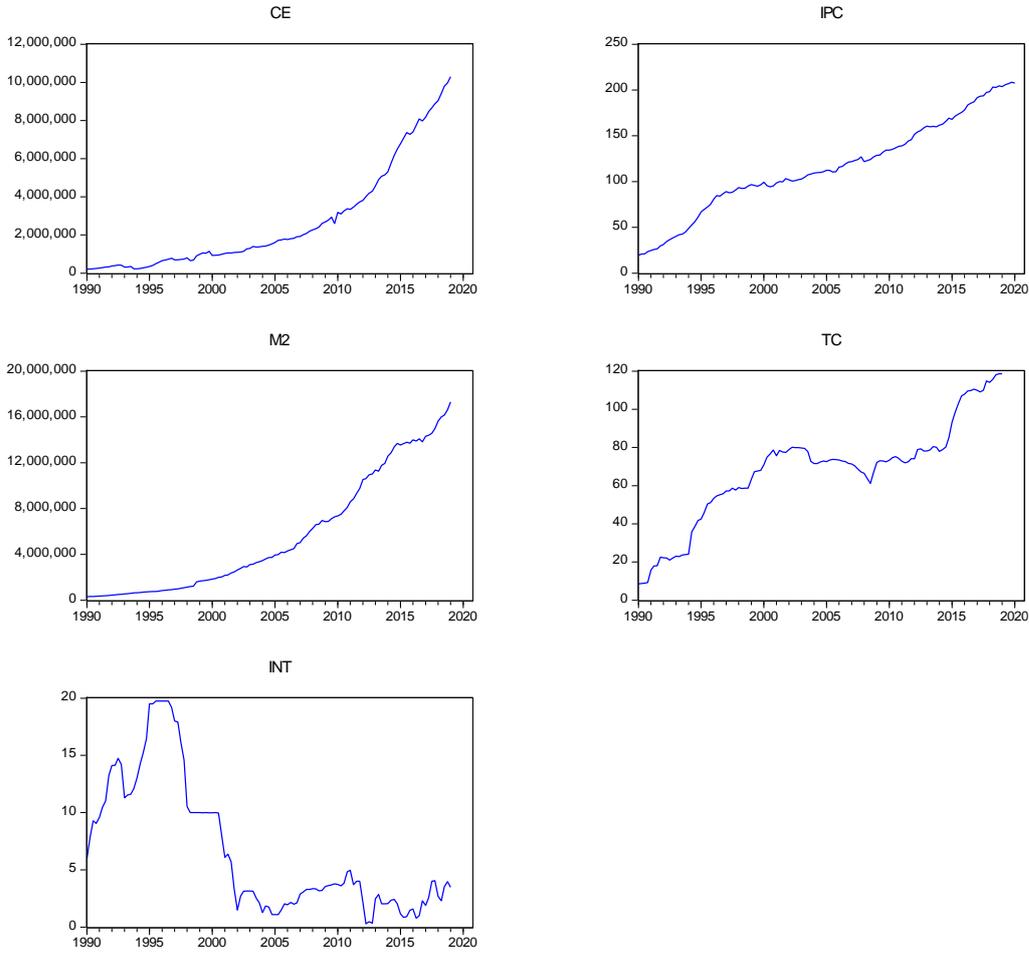
- Godih Djamel Torqui, Eléments de Réflexion sur la Politique Monétaire en Algérie, colloque International sur l'efficacité de la politique monétaire.
- Sims. C. A. (1991): Interpreting the Macroeconomic Time Series facts: The Effects of Monetary Policy, prepared for presentation at the International Seminar on Macroeconomics in Madrid in July of 1991.

### المراجع الإلكترونية:

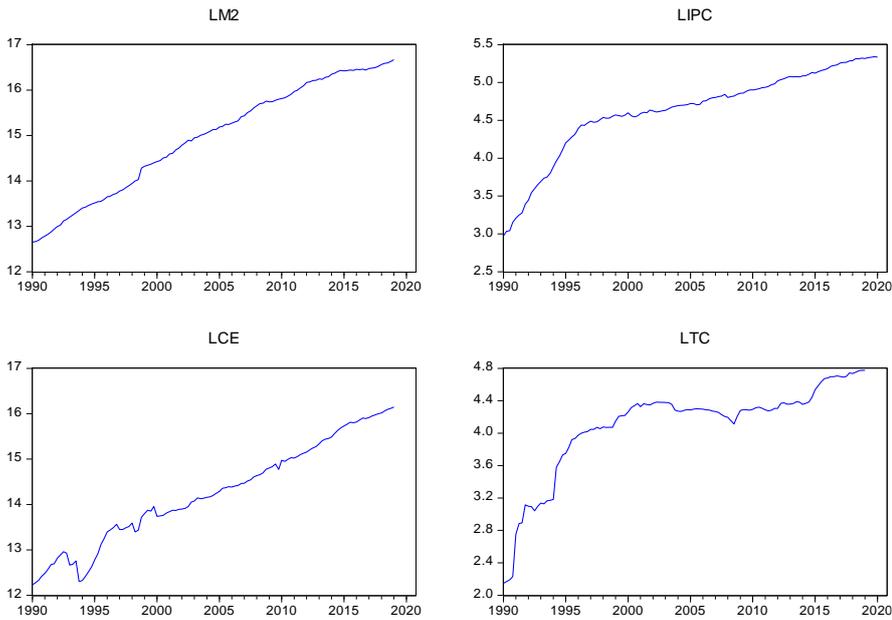
- [www.bank-of-algeria.dz](http://www.bank-of-algeria.dz), 15/02/2019.
- [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu), 11/04/2018.
- Banque d'Algérie, Conduite de la Politique Monétaire, [www.bank-of-algeria.dz](http://www.bank-of-algeria.dz), 16/04/2019.
- World Bank Staff estimates and projections./ <http://www.banquemondiale.org>, 10/04/2019.

الملاحق

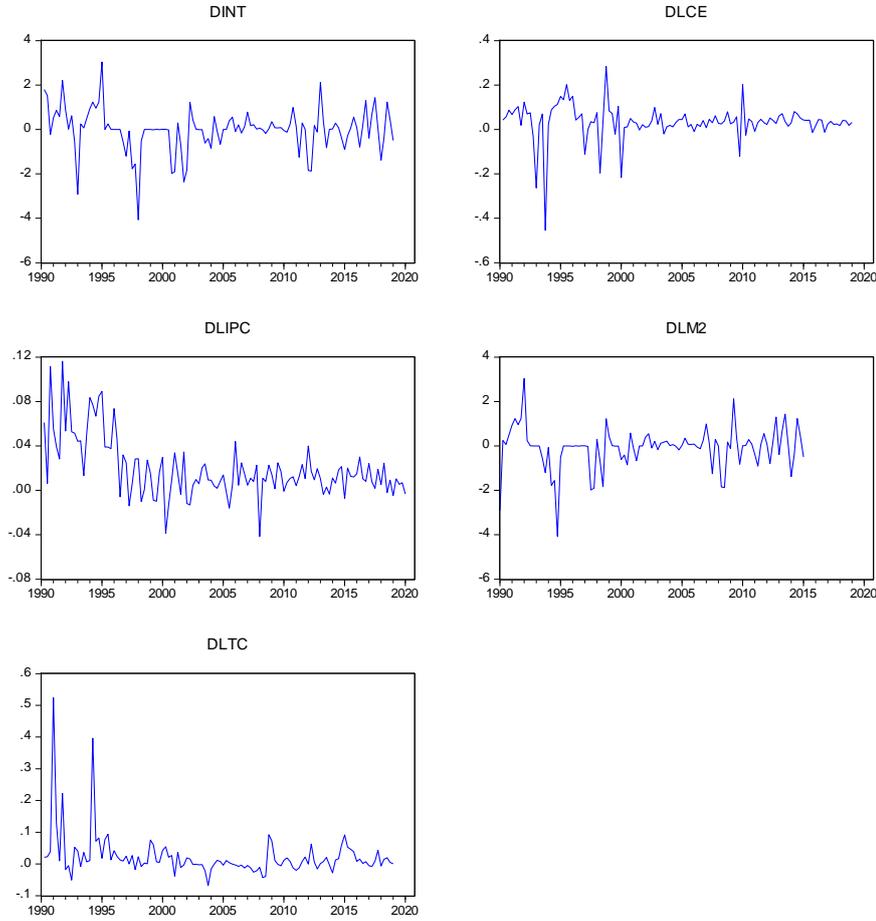
الملحق 1: متغيرات الدراسة على المستوى



الملحق 2: متغيرات الدراسة بعد ادراج الوغاريتم ( ما عدا معدل الفائدة)



الملحق 3: متغيرات الدراسة بعد تطبيق الفروقات من الدرجة الأولى



الملحق 4: نتائج استقرارية السلسلة LCE حسب اختبار ADF

السلسلة على المستوى	حسب معيار AIC			حسب معيار SBC		
	Constant with trend (p value)	Intercept (p value)	None (p value)	Constant with trend (p value)	Intercept (p value)	None (p value)
السلسلة على المستوى	0.0011	0.9365	1.00	0.1349	0.8510	1.00
السلسلة بالفروقات من الدرجة الأولى	0.00	0.00	0.0001	0.00	0.00	0.0001

الملاحق

الملحق 5: نتائج استقرارية السلسلة LCE حسب اختبار PP

السلسلة على المستوى	Constant with trend (p value)	Intercept (p value)	None (p value)
	0.0364	0.8462	1.00
السلسلة بالفروقات من الدرجة الأولى	Constant with trend (p value)	Intercept (p value)	None (p value)
	0.00	0.00	0.00

الملحق 6: نتائج استقرارية السلسلة LM2 حسب اختبار ADF

	حسب معيار AIC			حسب معيار SBC		
	Constant with trend (p value)	Intercept (p value)	None (p value)	Constant with trend (p value)	Intercept (p value)	None (p value)
السلسلة على المستوى	0.9750	0.0447	1.00	0.9953	0.0214	1.00
السلسلة بالفروقات من الدرجة الأولى	0.00	0.00	0.0886	0.00	0.00	0.0106

الملحق 7: نتائج استقرارية السلسلة LM2 حسب اختبار PP

السلسلة على المستوى	Constant with trend (p value)	Intercept (p value)	None (p value)
	0.9935	0.0367	1.00
السلسلة بالفروقات من الدرجة الأولى	Constant with trend (p value)	Intercept (p value)	None (p value)
	0.00	0.00	0.00

الملحق 8: نتائج استقرارية السلسلة LTC حسب اختبار ADF

	حسب معيار AIC			حسب معيار SBC		
	Constant with trend (p value)	Intercept (p value)	None (p value)	Constant with trend (p value)	Intercept (p value)	None (p value)
السلسلة على المستوى	0.0179	0.0001	0.8956	0.0109	0.0001	0.9903
السلسلة بالفروقات من الدرجة الأولى	0.8213	0.2909	0.0221	0.8213	0.2909	0.0221
السلسلة بالفروقات من الدرجة الثانية	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

الملحق 9: نتائج استقرارية السلسلة LTC حسب اختبار PP

السلسلة على المستوى	Constant with trend (p value)	Intercept (p value)	None (p value)
	0.0126	0.0001	0.9879
السلسلة بالفروقات من الدرجة الأولى	Constant with trend (p value)	Intercept (p value)	None (p value)
	0.00	0.00	0.00

الملحق 10: نتائج استقرارية السلسلة INT حسب اختبار ADF

	حسب معيار AIC			حسب معيار SBC		
	Constant with trend (p value)	Intercept (p value)	None (p value)	Constant with trend (p value)	Intercept (p value)	None (p value)
السلسلة على المستوى	0.5073	0.6531	0.2456	0.5073	0.6531	0.2456
السلسلة بالفروقات من الدرجة الأولى	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

الملاحق

الملحق 11: نتائج استقرارية السلسلة INT حسب اختبار PP

السلسلة على المستوى	Constant with trend (p value)	Intercept (p value)	None (p value)
	0.3645	0.6652	0.3153
السلسلة بالفروقات من الدرجة الأولى	Constant with trend (p value)	Intercept (p value)	None (p value)
	0.00	0.00	0.00

الملحق 12: نتائج استقرارية السلسلة LIPC حسب اختبار ADF

	حسب معيار AIC			حسب معيار SBC		
	Constant with trend (p value)	Intercept (p value)	None (p value)	Constant with trend (p value)	Intercept (p value)	None (p value)
السلسلة على المستوى	0.0120	0.2565	0.8317	0.0021	0.00	0.8769
السلسلة بالفروقات من الدرجة الأولى	0.6453	0.2579	0.0265	0.3726	0.1946	0.0322
السلسلة بالفروقات من الدرجة الثانية	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

الملحق 13: نتائج استقرارية السلسلة LIPC حسب اختبار PP

السلسلة على المستوى	Constant with trend (p value)	Intercept (p value)	None (p value)
	0.0034	0.00	0.9989
السلسلة بالفروقات من الدرجة الأولى	Constant with trend (p value)	Intercept (p value)	None (p value)
	0.00	0.00	0.00

**الملحق 14: تحديد عدد التأخيرات المناسبة من أجل تطبيق منهجية Johansen**

VAR Lag Order Selection Criteria  
Endogenous variables: LIPC LM2 LCE INT LTC  
Exogenous variables: C  
Date: 09/09/20 Time: 19:51  
Sample: 1990Q1 2020Q4  
Included observations: 109

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-239.2020	NA	6.08e-05	4.480770	4.604226	4.530836
1	711.2214	1796.213	2.57e-12	-12.49948	-11.75874*	-12.19908*
2	734.6961	42.21124	2.65e-12	-12.47149	-11.11347	-11.92076
3	775.7039	69.97675	1.99e-12	-12.76521	-10.78991	-11.96415
4	805.2032	47.63187	1.86e-12*	-12.84777	-10.25518	-11.79638
5	817.1450	18.18662	2.41e-12	-12.60817	-9.398301	-11.30645
6	845.6413	40.78368	2.34e-12	-12.67232	-8.845172	-11.12027
7	882.3571	49.17893*	1.98e-12	-12.88729*	-8.442859	-11.08491
8	903.8163	26.77472	2.26e-12	-12.82232	-7.760607	-10.76961

**الملحق 15: نتائج اختبار Johansen**

Date: 09/09/20 Time: 19:52  
Sample (adjusted): 1991Q4 2019Q1  
Included observations: 110 after adjustments  
Trend assumption: Linear deterministic trend  
Series: LIPC LM2 LCE INT LTC  
Lags interval (in first differences): 1 to 6

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.436045	123.5217	69.81889	0.0000
At most 1 *	0.231123	60.51582	47.85613	0.0021
At most 2 *	0.126695	31.60514	29.79707	0.0306
At most 3 *	0.096126	16.70339	15.49471	0.0327
At most 4 *	0.049515	5.586154	3.841466	0.0181

Trace test indicates 5 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

\* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

\*\*MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.436045	63.00590	33.87687	0.0000
At most 1 *	0.231123	28.91068	27.58434	0.0336
At most 2	0.126695	14.90176	21.13162	0.2958
At most 3	0.096126	11.11723	14.26460	0.1484
At most 4 *	0.049515	5.586154	3.841466	0.0181

Max-eigenvalue test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

\* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

\*\*MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

الملحق 16: نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ.

Vector Error Correction Estimates  
Date: 09/09/20 Time: 19:55  
Sample (adjusted): 1991Q4 2019Q1  
Included observations: 110 after adjustments  
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

Cointegrating Eq:	CointEq1	CointEq2
LIPC(-1)	1.000000	0.000000
LM2(-1)	0.000000	1.000000
LCE(-1)	-0.313774 (0.02938) [-10.6788]	-0.916603 (0.12117) [-7.56455]
INT(-1)	-0.014174 (0.00426) [-3.32455]	0.081564 (0.01758) [ 4.63927]
LTC(-1)	-0.208643 (0.08364) [-2.49440]	0.228813 (0.34494) [ 0.66334]
C	0.793725	-3.401120

Error Correction:	D(LIPC)	D(LM2)	D(LCE)	D(INT)	D(LTC)
CointEq1	-0.075997 (0.02959) [-2.56795]	-0.030799 (0.05103) [-0.60358]	0.438979 (0.11263) [ 3.89748]	6.802956 (1.23512) [ 5.50791]	-0.085275 (0.07831) [-1.08899]
CointEq2	0.013075 (0.00914) [ 1.43079]	0.019292 (0.01576) [ 1.22442]	0.021858 (0.03478) [ 0.62851]	-2.048830 (0.38138) [-5.37222]	0.032890 (0.02418) [ 1.36028]
D(LIPC(-1))	0.128275 (0.10919) [ 1.17484]	0.027338 (0.18826) [ 0.14521]	0.672068 (0.41554) [ 1.61733]	-0.604105 (4.55686) [-0.13257]	0.476784 (0.28890) [ 1.65032]
D(LIPC(-2))	0.048348 (0.11027) [ 0.43845]	-0.128816 (0.19013) [-0.67751]	-0.191001 (0.41967) [-0.45512]	9.944252 (4.60216) [ 2.16078]	0.178155 (0.29178) [ 0.61059]
D(LIPC(-3))	-0.022373 (0.10576) [-0.21154]	0.147786 (0.18236) [ 0.81041]	-0.699333 (0.40252) [-1.73740]	-4.917032 (4.41401) [-1.11396]	-0.265307 (0.27985) [-0.94804]
D(LIPC(-4))	0.151026 (0.10003) [ 1.50985]	0.026928 (0.17247) [ 0.15613]	0.392852 (0.38069) [ 1.03195]	5.533109 (4.17465) [ 1.32541]	0.361092 (0.26467) [ 1.36430]
D(LIPC(-5))	0.002147	0.087583	0.121837	2.512990	-0.398208

الملاحق

	(0.10001) [ 0.02146]	(0.17245) [ 0.50789]	(0.38063) [ 0.32009]	(4.17406) [ 0.60205]	(0.26463) [-1.50475]
D(LIPC(-6))	-0.038512 (0.09229) [-0.41730]	-0.291949 (0.15912) [-1.83472]	-0.637741 (0.35123) [-1.81573]	15.89525 (3.85162) [ 4.12690]	0.262222 (0.24419) [ 1.07384]
D(LM2(-1))	-0.014979 (0.07318) [-0.20467]	-0.087890 (0.12618) [-0.69653]	0.656184 (0.27852) [ 2.35596]	4.429706 (3.05428) [ 1.45033]	0.135271 (0.19364) [ 0.69857]
D(LM2(-2))	-0.059669 (0.07381) [-0.80845]	0.306310 (0.12726) [ 2.40697]	0.395991 (0.28090) [ 1.40974]	-1.751680 (3.08033) [-0.56867]	-0.048064 (0.19529) [-0.24611]
D(LM2(-3))	-0.049244 (0.07618) [-0.64644]	0.094725 (0.13135) [ 0.72118]	0.765208 (0.28992) [ 2.63938]	5.271775 (3.17927) [ 1.65817]	-0.121570 (0.20156) [-0.60313]
D(LM2(-4))	0.088890 (0.07347) [ 1.20987]	0.044282 (0.12668) [ 0.34955]	0.164579 (0.27962) [ 0.58858]	5.847818 (3.06633) [ 1.90711]	-0.142119 (0.19440) [-0.73105]
D(LM2(-5))	0.028673 (0.06298) [ 0.45528]	-0.124006 (0.10859) [-1.14195]	-0.946969 (0.23969) [-3.95080]	4.733155 (2.62846) [ 1.80073]	0.063481 (0.16664) [ 0.38094]
D(LM2(-6))	-0.104265 (0.06755) [-1.54349]	0.031259 (0.11647) [ 0.26838]	-0.338956 (0.25709) [-1.31843]	-3.138160 (2.81927) [-1.11311]	0.031129 (0.17874) [ 0.17416]
D(LCE(-1))	-0.006644 (0.02590) [-0.25654]	-0.009285 (0.04465) [-0.20793]	-0.237116 (0.09856) [-2.40580]	-2.130674 (1.08081) [-1.97136]	0.062670 (0.06852) [ 0.91458]
D(LCE(-2))	-0.018148 (0.02396) [-0.75744]	-0.071730 (0.04131) [-1.73629]	-0.100566 (0.09119) [-1.10286]	-1.012484 (0.99996) [-1.01252]	-0.188515 (0.06340) [-2.97354]
D(LCE(-3))	-0.027603 (0.02619) [-1.05390]	-0.026494 (0.04516) [-0.58666]	0.110161 (0.09968) [ 1.10514]	-0.846251 (1.09310) [-0.77418]	0.064438 (0.06930) [ 0.92982]
D(LCE(-4))	-0.053546 (0.02612) [-2.05022]	-0.022256 (0.04503) [-0.49423]	0.130468 (0.09940) [ 1.31257]	-1.488036 (1.09001) [-1.36516]	0.048109 (0.06911) [ 0.69616]
D(LCE(-5))	-0.036822 (0.02628) [-1.40112]	0.041854 (0.04531) [ 0.92366]	0.191527 (0.10002) [ 1.91491]	-0.947521 (1.09681) [-0.86388]	-0.025910 (0.06954) [-0.37260]
D(LCE(-6))	-0.021917 (0.02634) [-0.83223]	-0.020046 (0.04541) [-0.44147]	-0.052909 (0.10023) [-0.52788]	2.354970 (1.09911) [ 2.14261]	-0.018352 (0.06968) [-0.26336]
D(INT(-1))	0.000866 (0.00220) [ 0.39391]	-0.004322 (0.00379) [-1.14039]	0.029079 (0.00837) [ 3.47628]	0.485942 (0.09173) [ 5.29741]	0.006945 (0.00582) [ 1.19412]
D(INT(-2))	0.003112 (0.00252)	0.004453 (0.00435)	-0.001022 (0.00959)	-0.052763 (0.10518)	-0.003450 (0.00667)

الملاحق

	[ 1.23461]	[ 1.02483]	[-0.10660]	[-0.50163]	[-0.51734]
D(INT(-3))	-0.001222 (0.00243) [-0.50230]	-0.013823 (0.00419) [-3.29563]	0.000922 (0.00926) [ 0.09959]	0.141386 (0.10153) [ 1.39259]	0.005554 (0.00644) [ 0.86292]
D(INT(-4))	-0.000311 (0.00239) [-0.13012]	0.003702 (0.00413) [ 0.89711]	0.013844 (0.00911) [ 1.52004]	0.141410 (0.09987) [ 1.41591]	-0.000409 (0.00633) [-0.06454]
D(INT(-5))	0.001626 (0.00233) [ 0.69825]	-0.001011 (0.00402) [-0.25184]	-0.015757 (0.00886) [-1.77773]	-0.016854 (0.09720) [-0.17340]	-0.013768 (0.00616) [-2.23423]
D(INT(-6))	-0.000120 (0.00236) [-0.05104]	-6.87E-05 (0.00406) [-0.01690]	0.015268 (0.00897) [ 1.70167]	0.112734 (0.09839) [ 1.14577]	-0.000501 (0.00624) [-0.08026]
D(LTC(-1))	-0.022548 (0.04576) [-0.49277]	-0.091280 (0.07890) [-1.15697]	0.399909 (0.17414) [ 2.29643]	5.336715 (1.90967) [ 2.79457]	0.146182 (0.12107) [ 1.20739]
D(LTC(-2))	0.064379 (0.04625) [ 1.39194]	-0.028888 (0.07975) [-0.36224]	0.471209 (0.17603) [ 2.67693]	1.066830 (1.93031) [ 0.55267]	-0.023554 (0.12238) [-0.19247]
D(LTC(-3))	0.042928 (0.03541) [ 1.21246]	0.040753 (0.06105) [ 0.66756]	0.388066 (0.13475) [ 2.87993]	8.387182 (1.47766) [ 5.67598]	0.095223 (0.09368) [ 1.01643]
D(LTC(-4))	-0.043946 (0.03901) [-1.12646]	0.031247 (0.06727) [ 0.46452]	-0.004289 (0.14848) [-0.02889]	1.570453 (1.62820) [ 0.96453]	-0.208025 (0.10323) [-2.01521]
D(LTC(-5))	0.012896 (0.03623) [ 0.35594]	-0.021414 (0.06247) [-0.34278]	0.433576 (0.13789) [ 3.14434]	0.910003 (1.51212) [ 0.60180]	-0.006550 (0.09587) [-0.06832]
D(LTC(-6))	-0.010116 (0.03473) [-0.29124]	0.098174 (0.05989) [ 1.63933]	0.357247 (0.13219) [ 2.70260]	2.123455 (1.44957) [ 1.46489]	-0.195593 (0.09190) [-2.12827]
C	0.021997 (0.00736) [ 2.98688]	0.029591 (0.01270) [ 2.33031]	-0.027053 (0.02803) [-0.96519]	-1.419846 (0.30736) [-4.61946]	0.015394 (0.01949) [ 0.78999]
R-squared	0.700784	0.373182	0.575138	0.623309	0.470862
Adj. R-squared	0.576435	0.112686	0.398572	0.466762	0.250961
Sum sq. resids	0.021749	0.064658	0.315020	37.88253	0.152270
S.E. equation	0.016806	0.028978	0.063962	0.701414	0.044469
F-statistic	5.635612	1.432582	3.257352	3.981609	2.141242
Log likelihood	312.9943	253.0682	165.9747	-97.45377	205.9587
Akaike AIC	-5.090805	-4.001240	-2.417722	2.371887	-3.144704
Schwarz SC	-4.280661	-3.191096	-1.607578	3.182031	-2.334560
Mean dependent	0.018551	0.034470	0.031565	-0.068697	0.017111
S.D. dependent	0.025823	0.030763	0.082477	0.960536	0.051382
Determinant resid covariance (dof adj.)		7.49E-13			
Determinant resid covariance		1.26E-13			
Log likelihood		853.2559			
Akaike information criterion		-12.33193			

## الملاحق

Schwarz criterion

-8.035707

الملحق 17: دالة الارتباط الذاتي و الارتباط الذاتي الجزئي الخاصة بالبقاقي التي توافق المعادلة الأولى.

Date: 09/09/20 Time: 22:07

Sample: 1990Q1 2020Q4

Included observations: 110

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
. .	. .	1 -0.000	-0.000	1.E-05	0.997
. .	. .	2 -0.029	-0.029	0.0974	0.952
. .	. .	3 0.028	0.028	0.1850	0.980
* .	* .	4 -0.079	-0.080	0.9105	0.923
* .	* .	5 -0.099	-0.098	2.0719	0.839
* .	* .	6 -0.128	-0.137	4.0248	0.673
. *	. *	7 0.141	0.141	6.3871	0.495
. .	. .	8 -0.000	-0.008	6.3871	0.604
. *	. *	9 0.075	0.079	7.0653	0.630
. *	. *	10 0.111	0.074	8.5810	0.572
. .	. .	11 -0.009	-0.006	8.5901	0.660
. .	. .	12 0.024	0.035	8.6638	0.731
. .	. .	13 -0.057	-0.017	9.0736	0.767
* .	* .	14 -0.130	-0.129	11.244	0.667
. *	. *	15 0.089	0.130	12.266	0.659
. .	* .	16 -0.062	-0.072	12.776	0.689
. .	. .	17 -0.018	-0.030	12.818	0.748
* .	* .	18 -0.150	-0.199	15.825	0.605
. .	. .	19 -0.012	-0.052	15.845	0.668
. .	. .	20 0.070	0.046	16.519	0.684
* .	. .	21 -0.077	-0.024	17.334	0.691
. .	. .	22 0.017	-0.062	17.374	0.742
. .	. .	23 0.042	0.051	17.624	0.778
. .	* .	24 -0.048	-0.089	17.956	0.805
* .	* .	25 -0.158	-0.128	21.569	0.661
* .	* .	26 -0.093	-0.092	22.837	0.642
* .	* .	27 -0.107	-0.148	24.532	0.601
. .	. .	28 -0.016	0.034	24.570	0.651
. *	. *	29 0.096	0.115	25.962	0.628
. .	* .	30 0.012	-0.093	25.984	0.676
. *	. .	31 0.081	0.057	26.997	0.672
. .	. .	32 0.069	0.002	27.741	0.682
. .	. .	33 -0.025	0.023	27.845	0.722
. .	. *	34 0.009	0.112	27.857	0.762
. .	. .	35 0.005	0.020	27.861	0.799
. .	. .	36 0.004	0.029	27.864	0.832

## الملاحق

**الملحق 18: دالة الارتباط الذاتي و الارتباط الذاتي الجزئي الخاصة بالبقاقي التي توافق المعادلة الثانية.**

Date: 09/09/20 Time: 22:08

Sample: 1990Q1 2020Q4

Included observations: 110

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
. .	. .	1	-0.014	-0.014	0.0222	0.882
. .	. .	2	-0.023	-0.023	0.0811	0.960
. .	. .	3	-0.050	-0.051	0.3744	0.945
. .	. .	4	0.001	-0.001	0.3745	0.985
. .	. .	5	-0.023	-0.026	0.4390	0.994
. .	. .	6	-0.021	-0.024	0.4888	0.998
* .	* .	7	-0.095	-0.098	1.5716	0.980
* .	* .	8	-0.071	-0.079	2.1725	0.975
. .	* .	9	-0.065	-0.077	2.6872	0.975
. .	. .	10	0.006	-0.013	2.6920	0.988
. .	. .	11	0.061	0.048	3.1581	0.988
. .	. .	12	0.064	0.054	3.6708	0.989
. .	. .	13	0.004	0.001	3.6727	0.994
. .	. .	14	0.018	0.011	3.7148	0.997
. .	. .	15	0.029	0.019	3.8263	0.998
* .	* .	16	-0.092	-0.108	4.9290	0.996
. **	. **	17	0.220	0.221	11.312	0.840
* .	* .	18	-0.079	-0.071	12.145	0.840
. .	. .	19	-0.048	-0.026	12.456	0.865
* .	. .	20	-0.066	-0.033	13.052	0.875
* .	* .	21	-0.168	-0.191	16.962	0.713
. .	. .	22	0.040	0.049	17.182	0.753
. .	. .	23	-0.024	-0.064	17.266	0.796
* .	* .	24	-0.113	-0.121	19.102	0.747
. *	. *	25	0.083	0.104	20.110	0.741
. *	. *	26	0.187	0.186	25.222	0.506
. .	. .	27	0.059	0.036	25.740	0.533
* .	* .	28	-0.073	-0.115	26.537	0.544
. .	. .	29	0.028	-0.005	26.653	0.590
. .	. .	30	0.005	-0.010	26.658	0.641
. .	. .	31	0.003	-0.002	26.659	0.689
. .	. .	32	0.023	0.049	26.742	0.730
* .	. .	33	-0.098	-0.016	28.288	0.701
. *	. *	34	0.107	0.115	30.157	0.657
* .	. .	35	-0.066	-0.004	30.871	0.668
. .	. .	36	-0.002	-0.019	30.871	0.711

## الملاحق

### الملحق 19: دالة الارتباط الذاتي و الارتباط الذاتي الجزئي الخاصة بالبقاقي التي توافق المعادلة الثالثة.

Date: 09/09/20 Time: 22:09

Sample: 1990Q1 2020Q4

Included observations: 110

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
. .	. .	1	-0.016	-0.016	0.0299	0.863
. .	. .	2	0.008	0.008	0.0373	0.982
. .	. .	3	-0.002	-0.002	0.0378	0.998
. .	. .	4	-0.028	-0.028	0.1296	0.998
. .	. .	5	-0.007	-0.008	0.1360	1.000
* .	* .	6	-0.081	-0.081	0.9087	0.989
** .	** .	7	-0.212	-0.216	6.2794	0.508
. .	. .	8	-0.033	-0.046	6.4076	0.602
. .	. .	9	-0.025	-0.028	6.4829	0.691
* .	* .	10	-0.092	-0.108	7.5365	0.674
. .	* .	11	-0.065	-0.095	8.0642	0.708
* .	* .	12	-0.123	-0.158	9.9749	0.618
. *	. .	13	0.077	0.016	10.730	0.633
. .	* .	14	0.007	-0.066	10.736	0.707
. .	* .	15	-0.054	-0.111	11.115	0.744
. .	* .	16	-0.021	-0.092	11.170	0.799
. .	. .	17	0.059	-0.026	11.635	0.822
. .	. .	18	0.026	-0.065	11.725	0.861
. .	* .	19	-0.046	-0.157	12.011	0.885
* .	* .	20	-0.113	-0.194	13.761	0.842
. *	. .	21	0.149	0.058	16.845	0.720
. *	. .	22	0.126	0.039	19.076	0.641
. .	. .	23	0.052	-0.016	19.460	0.674
. .	. .	24	0.034	-0.014	19.623	0.718
. .	. .	25	0.005	-0.018	19.627	0.766
. .	. .	26	0.053	-0.019	20.045	0.789
. .	. .	27	0.036	-0.026	20.235	0.821
. .	. .	28	-0.016	0.035	20.275	0.854
* .	* .	29	-0.114	-0.073	22.244	0.810
. .	* .	30	-0.043	-0.074	22.530	0.834
. .	. .	31	0.064	0.069	23.175	0.843
. .	. .	32	-0.063	-0.036	23.801	0.852
* .	* .	33	-0.129	-0.082	26.453	0.783
* .	* .	34	-0.152	-0.196	30.218	0.654
. .	. .	35	0.044	-0.012	30.539	0.683
. .	. .	36	0.020	-0.019	30.609	0.723

## الملاحق

**الملحق 20: دالة الارتباط الذاتي و الارتباط الذاتي الجزئي الخاصة بالبقاقي التي توافق المعادلة الرابعة.**

Date: 09/09/20 Time: 22:10

Sample: 1990Q1 2020Q4

Included observations: 110

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
. .	. .	1	0.006	0.006	0.0040	0.950
. .	. .	2	0.012	0.012	0.0215	0.989
* .	* .	3	-0.073	-0.074	0.6433	0.886
. .	. .	4	-0.053	-0.053	0.9701	0.914
. .	. .	5	-0.043	-0.041	1.1832	0.946
. .	. .	6	-0.011	-0.015	1.1972	0.977
* .	* .	7	-0.113	-0.121	2.7291	0.909
. .	. .	8	0.015	0.006	2.7547	0.949
. .	. .	9	0.013	0.009	2.7766	0.972
. .	. .	10	-0.014	-0.036	2.8015	0.986
. .	. .	11	0.046	0.034	3.0634	0.990
. .	. .	12	0.043	0.038	3.2993	0.993
* .	* .	13	-0.099	-0.108	4.5472	0.984
. .	. .	14	-0.052	-0.064	4.8926	0.987
. .	. .	15	-0.017	-0.003	4.9281	0.993
. .	. .	16	-0.007	-0.014	4.9337	0.996
. .	* .	17	-0.059	-0.086	5.3948	0.996
. *	. *	18	0.106	0.107	6.9062	0.991
. .	. .	19	-0.004	-0.003	6.9083	0.995
* .	* .	20	-0.095	-0.151	8.1409	0.991
* .	* .	21	-0.075	-0.080	8.9101	0.990
* .	* .	22	-0.160	-0.160	12.514	0.946
. *	. *	23	0.111	0.088	14.260	0.919
. .	. .	24	0.060	0.031	14.771	0.927
* .	* .	25	-0.129	-0.152	17.199	0.874
* .	* .	26	-0.110	-0.156	18.985	0.837
. .	. .	27	0.004	-0.048	18.987	0.870
. .	. .	28	0.029	0.004	19.110	0.895
. *	. .	29	0.114	0.046	21.097	0.856
. .	* .	30	-0.065	-0.116	21.740	0.863
* .	* .	31	-0.068	-0.090	22.454	0.868
. .	. .	32	0.037	0.015	22.676	0.888
. .	. .	33	0.035	0.005	22.869	0.906
. .	. .	34	0.053	0.005	23.325	0.916
. .	* .	35	0.012	-0.066	23.349	0.934
. .	. .	36	-0.001	-0.018	23.349	0.949

## الملاحق

الملحق 21: دالة الارتباط الذاتي و الارتباط الذاتي الجزئي الخاصة بالبقاقي التي توافق المعادلة الخامسة.

Date: 09/09/20 Time: 22:10

Sample: 1990Q1 2020Q4

Included observations: 110

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
. .	. .	1	0.001	0.001	0.0001	0.991
. .	. .	2	0.022	0.022	0.0555	0.973
** .	** .	3	-0.316	-0.316	11.531	0.009
. *	. *	4	0.089	0.102	12.451	0.014
. *	. *	5	0.149	0.178	15.060	0.010
. *	. .	6	0.144	0.035	17.515	0.008
. .	. .	7	-0.024	0.018	17.584	0.014
** .	* .	8	-0.238	-0.180	24.399	0.002
. .	. .	9	-0.051	-0.021	24.716	0.003
. .	. .	10	0.050	0.041	25.019	0.005
. *	. .	11	0.134	-0.010	27.259	0.004
. .	. .	12	-0.017	-0.011	27.295	0.007
. .	. *	13	0.032	0.130	27.429	0.011
* .	. .	14	-0.119	-0.060	29.261	0.010
. *	. *	15	0.097	0.077	30.480	0.010
. .	. .	16	-0.031	-0.053	30.607	0.015
. *	. .	17	0.075	-0.019	31.346	0.018
. .	. .	18	-0.014	0.070	31.371	0.026
. .	. .	19	0.024	0.008	31.449	0.036
. .	. .	20	0.039	0.060	31.662	0.047
* .	* .	21	-0.111	-0.105	33.370	0.042
. .	. .	22	0.073	0.060	34.111	0.048
* .	. .	23	-0.100	-0.065	35.516	0.046
. *	. .	24	0.138	0.054	38.255	0.033
. .	. .	25	-0.013	0.050	38.280	0.043
. *	. *	26	0.174	0.158	42.732	0.021
* .	* .	27	-0.166	-0.112	46.817	0.010
. .	. .	28	0.031	0.029	46.961	0.014
* .	* .	29	-0.113	-0.087	48.905	0.012
. .	* .	30	0.020	-0.132	48.964	0.016
* .	* .	31	-0.082	-0.094	50.006	0.017
. .	* .	32	-0.042	-0.071	50.285	0.021
. .	. .	33	-0.015	0.041	50.320	0.027
* .	. .	34	-0.080	-0.022	51.367	0.028
. *	. .	35	0.078	0.036	52.364	0.030
* .	. .	36	-0.094	-0.054	53.836	0.028

## الملاحق

### الملحق رقم 22: نتائج اختبار LM للارتباط الذاتي للبقايا.

VEC Residual Serial Correlation LM Tests  
Null Hypothesis: no serial correlation at lag order h  
Date: 09/09/20 Time: 20:02  
Sample: 1990Q1 2020Q4  
Included observations: 110

Lags	LM-Stat	Prob
1	45.08550	0.0082
2	23.62276	0.5412
3	51.29706	0.0015
4	31.56551	0.1710
5	27.27299	0.3424
6	27.29109	0.3415
7	32.70753	0.1385

Probs from chi-square with 25 df.

### الملحق رقم 23: نتائج اختبار اختلاف التباين.

Joint test:

Chi-sq	df	Prob.
1024.184	960	0.0737

### الملحق رقم 24: نتائج اختبار Jarque-Bera.

Component	Jarque-Bera	df	Prob.
1	3.351483	2	0.1872
2	282.7971	2	0.0000
3	3.832813	2	0.1471
4	19.21571	2	0.0001
5	32.98310	2	0.0000
Joint	342.1802	10	0.0000

الملحق 25: نتائج اختبار غرانجر.

VEC Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests

Date: 09/09/20 Time: 22:15

Sample: 1990Q1 2019Q1

Included observations: 110

Dependent variable: D(LIPC)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LM2)	4.332638	6	0.6318
D(LCE)	9.618601	6	0.1417
D(INT)	2.964466	6	0.8133
D(LTC)	7.256354	6	0.2978
All	39.56702	24	0.0238

Dependent variable: D(LM2)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LIPC)	5.473530	6	0.4847
D(LCE)	4.674357	6	0.5862
D(INT)	11.87246	6	0.0649
D(LTC)	5.485755	6	0.4832
All	30.94192	24	0.1555

Dependent variable: D(LCE)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LIPC)	9.512199	6	0.1468
D(LM2)	27.20158	6	0.0001
D(INT)	18.45755	6	0.0052
D(LTC)	32.01315	6	0.0000
All	73.17526	24	0.0000

Dependent variable: D(INT)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LIPC)	37.61709	6	0.0000
D(LM2)	15.89402	6	0.0143
D(LCE)	13.53863	6	0.0352
D(LTC)	39.85989	6	0.0000
All	92.84546	24	0.0000

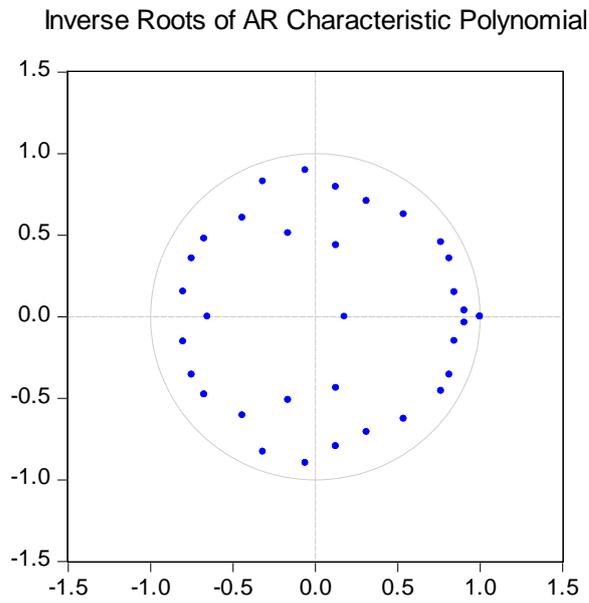
Dependent variable: D(LTC)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
----------	--------	----	-------

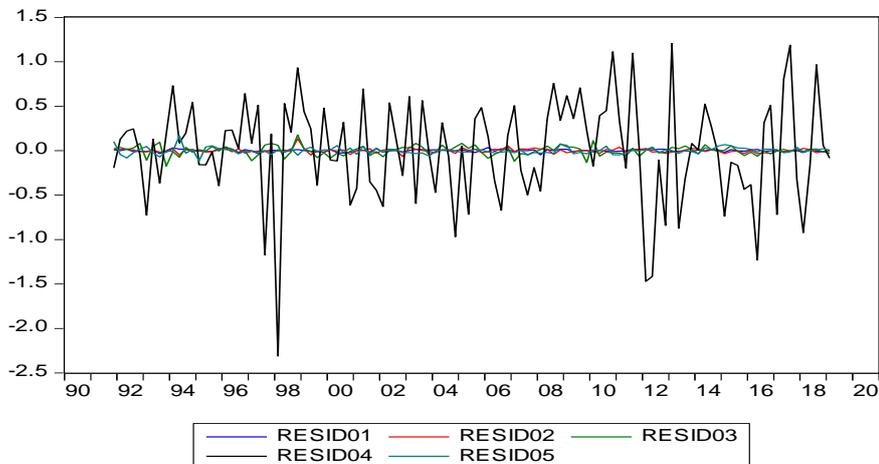
## الملاحق

D(LIPC)	8.839857	6	0.1828
D(LM2)	1.518662	6	0.9582
D(LCE)	13.79282	6	0.0320
D(INT)	8.397792	6	0.2104
All	41.63053	24	0.0142

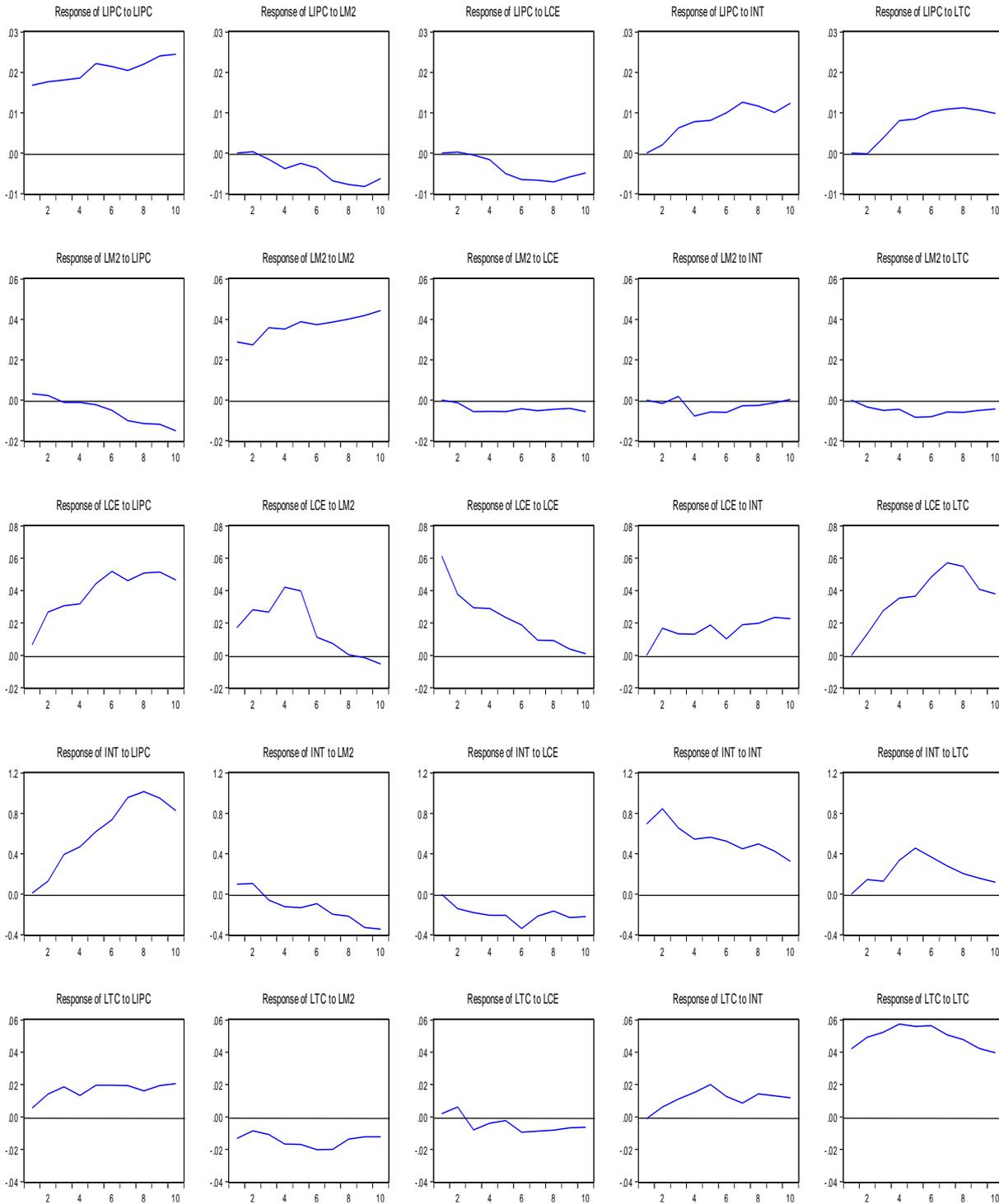
### الملحق 26: نتائج اختبار استقرارية نموذج تصحيح الخطأ



### الملحق 27: بواقي نموذج تصحيح الخطأ



Response to Cholesky One S.D. Innovations



الملحق 29: تفكيك تباين خطأ التنبؤ

Variance Decomposition of LIPC:						
Period	S.E.	LIPC	LM2	LCE	INT	LTC
1	0.016806	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.024523	99.22775	0.024406	0.015200	0.728626	0.004017
3	0.031379	93.77984	0.265984	0.031103	4.440777	1.482300
4	0.038380	86.16110	1.168766	0.206250	7.048791	5.415097
5	0.046208	82.55061	1.105387	1.325354	7.952472	7.066175
6	0.053458	77.80110	1.298775	2.466033	9.452384	8.981708
7	0.060387	72.46121	2.291666	3.172698	11.76501	10.30942
8	0.067099	69.43669	3.203344	3.683183	12.52645	11.15033
9	0.073483	68.61369	3.937973	3.714513	12.34024	11.39358
10	0.079445	68.18518	3.987763	3.560093	12.97420	11.29277

Variance Decomposition of LM2:						
Period	S.E.	LIPC	LM2	LCE	INT	LTC
1	0.028978	1.174228	98.82577	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.040119	0.936574	98.11851	0.093122	0.142332	0.709461
3	0.054349	0.557252	96.85702	1.141645	0.195086	1.249000
4	0.065614	0.413873	95.19863	1.486677	1.563332	1.337487
5	0.077144	0.380828	94.10270	1.614172	1.708073	2.194231
6	0.086559	0.638013	93.39436	1.510990	1.829081	2.627558
7	0.095674	1.630006	92.73588	1.526715	1.583015	2.524381
8	0.104688	2.581163	92.12594	1.460218	1.385990	2.446690
9	0.113576	3.298983	91.86427	1.365014	1.191120	2.280610
10	0.123064	4.329175	91.20845	1.376374	1.015123	2.070880

Variance Decomposition of LCE:						
Period	S.E.	LIPC	LM2	LCE	INT	LTC
1	0.063962	1.044957	7.087456	91.86759	0.000000	0.000000
2	0.086446	10.16300	14.46747	69.29691	3.754258	2.318357
3	0.104484	15.56277	16.45532	55.30632	4.168636	8.506950
4	0.126330	16.96259	22.32146	43.10975	3.928110	13.67809
5	0.147435	21.48728	23.65491	34.16335	4.517226	16.17724
6	0.165417	26.92892	19.25620	28.41154	3.959029	21.44431
7	0.182395	28.52800	15.99865	23.63458	4.337781	27.50100
8	0.198365	30.70748	13.52659	20.19075	4.662220	30.91296
9	0.210354	33.31581	12.03393	17.98955	5.391971	31.26874
10	0.219978	34.93616	11.06327	16.45203	5.991827	31.55671

Variance  
Decom

الملاحق

position  
of INT:

Period	S.E.	LIPC	LM2	LCE	INT	LTC
1	0.701414	0.027915	2.019015	0.002108	97.95096	0.000000
2	1.128900	1.323747	1.627033	1.604656	93.79774	1.646826
3	1.382152	8.985625	1.263342	2.834174	84.97395	1.942911
4	1.611928	15.10110	1.509835	3.769564	73.87829	5.741209
5	1.889021	21.71967	1.599918	3.977935	62.71736	9.985118
6	2.155464	28.38014	1.421061	5.538462	54.10266	10.55768
7	2.434705	37.66954	1.779142	5.145805	45.82966	9.575847
8	2.706459	44.59012	2.083600	4.546366	40.45504	8.324883
9	2.932281	48.49950	3.026456	4.499231	36.58850	7.386318
10	3.093281	50.71546	3.967744	4.554572	33.97457	6.787655

Varian  
ce  
Decom  
position  
of LTC:

Period	S.E.	LIPC	LM2	LCE	INT	LTC
1	0.044469	1.532281	8.932827	0.228238	0.065051	89.24160
2	0.068902	4.808763	5.292020	0.875803	0.835102	88.18831
3	0.090123	7.026688	4.558587	1.299274	1.962543	85.15291
4	0.110048	6.150321	5.367380	0.997191	3.221570	84.26354
5	0.127783	6.914499	5.742666	0.772386	4.829939	81.74051
6	0.143369	7.377411	6.567044	1.052063	4.617962	80.38552
7	0.155073	7.873786	7.285491	1.222035	4.252981	79.36571
8	0.164476	7.971703	7.182654	1.333366	4.537199	78.97508
9	0.172022	8.557499	7.081278	1.377117	4.725213	78.25889
10	0.178644	9.257734	7.044625	1.406705	4.819641	77.47130

Choles  
ky  
Orderin  
g: LIPC  
LM2  
LCE  
INT  
LTC