

تجربة التيسير الكمي في الجزائر

أ.العشي وليد

جامعة أحمد دراية ادرار؛ الجزائر

E-mail: oualidlachi@yahoo.fr

د. صديقي أحمد

جامعة أحمد دراية ادرار؛ الجزائر

E-mail: seddiki_ahmed82@yahoo.fr

Received: Avril 2018

Accepted: Mai 2018

Published :Juin 2018

Abstract:

In this paper we will try to analyze the role of quantitative easing programs as an unconventional monetary tools to contain modern financial crises, and we will studing its application in the Algerian economy as a mechanism for unconventional financing to ensure the continuation financing of economic development under pressure from the oil shock.

Key words : quantitative easing; modern financial crisis; Algerian economy; unconventional financing.

ملخص: سنحاول من خلال هذه الورقة البحثية تحليل دور برامج التيسير الكمي كأداة نقدية غير تقليدية في احتواء الأزمات المالية الحديثة، مع التعرض لتجربة التيسير الكمي في الاقتصاد الجزائري، والتي تم اتخاذها كآلية للتمويل غير التقليدي ضمانا لاستمرارية تمويل التنمية الاقتصادية في ظل تفاقم ضغوطات الصدمة النفطية.
الكلمات المفتاحية : التيسير الكمي؛ الأزمات المالية الحديثة؛ الاقتصاد الجزائري؛ التمويل غير التقليدي.

مقدمة:

يعتبر علم الاقتصاد من العلوم الديناميكية الحركية غير الساكنة؛ لذا من الممكن أن تكون هناك نظريات، نماذج وسياسات اقتصادية تنجح خلال حيز جغرافي وزمني معين دون نجاحها في فترات واقتصاديات أخرى، ونستدل على هذا مقولة رئيس البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي خلال فترة الأزمة المالية 2008 "بن برنانكي" الشهيرة: "أهم نتيجة توصلت إليها من خلال دراستي للأزمة المالية العالمية الأخيرة، أنها اعتبرنا الأرتدوكسية كإستراتيجية اقتصادية مؤكدة النجاح، مع أن الإستراتيجية مرتبطة بالحالة الاقتصادية السائدة، فخلال الأزمة المالية 2008 أثبت أن الأرتدوكسية إستراتيجية غير مؤكدة النجاح."

تزداد المشكلات الاقتصادية خاصة المالية والنقدية منها تعقيدا وتشابكا، وتتعمق أثارها بفعل العولمة وترابط الأسواق، وأمام هذا التحدي يقع على عاتق البنوك المركزية مهمة إدارة السياسة النقدية بفعالية مستمرة؛ وإن كان ذلك يتمشى مع الصياغة الفعالة لأدوات نقدية جديدة ومبتكرة تتماشى مع مختلف التطورات النقدية والمالية المعقدة التي تفرزها الأزمات المالية، أهمها تلك المتعلقة بالأزمة المالية العالمية 2008؛ التي كادت تعصف بالاقتصاد العالمي عندما عجزت الأدوات التقليدية للسياسة النقدية عن معالجتها.

بعد الأزمة المالية 2008 ظهر نوع جديد من أدوات السياسة النقدية، أهمها أداة التيسير الكمي الموسومة من الناحية النظرية والتطبيقية بالطابع غير التقليدي كونها طبقت بشكل غير مسبوق في التاريخ النقدي العالمي، وبطريقة استثنائية إستعجالية لاحتواء آثار الأزمة المالية.

المعروف عن أداة التيسير الكمي أنها عرفت تطبيق واعتماد واسع النطاق بداية باليابان في 2001، ثم بالولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة ومنطقة اليورو بداية من 2008، إلا أن أثارها تباينت من اقتصاد لآخر. ومع مطلع سنة 2018؛ تم تطبيق آلية جديدة وحديثة في الجزائر مشابهة لأداة التيسير الكمي لضمان استمرارية تمويل التنمية الاقتصادية، وإن كان ذلك بطابع غير تقليدي واضح يظهر ذلك في جهتين؛ حيث من جهة يتم بطبع النقود من البنك المركزي خصيصا لتمويل عجز الميزانية، ومن جهة أخرى أجبرت الحكومة على تعديل قانون النقد والقرض الجزائري بشكل غير مسبوق فتح آفاق جديدة، وكان ذلك في أكتوبر 2017.

من خلال هذه الدراسة سنحاول تشخيص التجربة الجزائرية في مجال التمويل غير التقليدي، ومدى تطابقها مع سياسة التيسير الكمي التي اعتمدها الدول المتقدمة خلال الأزمة المالية العالمية، باعتبار أن الجزائر من الاقتصاديات النامية القليلة التي طبقت هذا النموذج التمويلي، مع محاولة تحليل ظروف وآليات تطبيقه بالإضافة إلى تداعياته الاقتصادية.

أولا : مشكلة الدراسة

المعروف سابقا أن البنوك المركزية تقوم بإدارة السياسة النقدية من خلال مجموعة من الأدوات النقدية المباشرة وغير المباشرة كأداة الاحتياط الإجمالي، السوق المفتوحة والإقناع الأدبي... الخ، قصد التحكم والتأثير في معدلات الفائدة. لكن أثناء الأزمة المالية العالمية 2008؛ حيث كانت معدلات الفائدة منخفضة جدا وقريبة من الصفر وهو ما يعرف في الأدبيات الاقتصادية بحالة مصيدة السيولة؛ وتكون أدوات السياسة النقدية التقليدية غير فعالة وهذا ما أكدته

النظرية الكينزية. فحدة الأزمة المالية حتم على البنوك المركزية اللجوء إلى أدوات نقدية غير تقليدية قصد تحفيز النشاط الاقتصادي من بينها أداة التيسير الكمي.

نفس التوجه انتهجته الجزائر مع مطلع سنة 2018؛ حيث تفاقمت ضغوطات الصدمة البترولية منذ أواخر سنة 2014، وانهارت أسعار المحروقات بنسبة 50% خلال ستة أشهر فقط مما سبب تدني الموارد المالية للدولة التي كانت أمام تحديات اقتصادية تنموية هامة، معتمدة في ذلك على نموذج تنموي يحتاج إلى مورد مالي كبير لتفعيله، ولهذا كان التوجه الجزائري من أداة التيسير الكمي هو تمويل عجز الخزينة العمومية، وليس التأثير في المتغيرات النقدية بصفة مباشرة.

ومن هذا المنطلق، ولتفعيل هذه الدراسة قمنا بطرح مجموعة من التساؤلات أهمها:

- 1- فيما يتمثل التيسير الكمي، وما هي آليات تطبيقه خلال الأزمات المالية؟
 - 2- ما هي آثاره على الاقتصاديات التي استخدمته؟
 - 3- ما هي آليات وظروف تطبيقه في الجزائر؟
 - 4- هل تم اعتماد برامج التيسير الكمي في الجزائر بأوجه جديدة لضمان تمويل غير تقليدي للتنمية الاقتصادية؟
- ثانيا : هدف الدراسة

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق هدف بحثي يواكب أهم التطورات المحلية والدولية الحاصلة في المجال المالي والنقدي، وهو التعرف على مفهوم إحدى الأدوات الحديثة للسياسة النقدية غير التقليدية المتمثلة في أداة التيسير الكمي؛ من حيث نشوئها وطبيعتها ومكوناتها وآلية استخدامها، وكذلك آثارها على المتغيرات الاقتصادية خلال الأزمة المالية العالمية مع إسقاط كل هذه العناصر البحثية على التجربة الجزائرية.

ثالثا : أهمية الدراسة

تنبع أهمية هذه الدراسة من أهمية موضوعها، فهي تتناول إحدى موضوعات الساعة في الاقتصاد الوطني والعالمي يخص إحدى أدوات السياسة النقدية غير التقليدية التي ساهمت في انفراج الأزمة المالية العالمية الأخيرة، وقد عرفت تطبيق واسع النطاق، موازاة مع سعي الجزائر مؤخرا إلى تطبيقها على أنها حل من الحلول لضمان استمرارية تمويل التنمية الاقتصادية في ظل ضغوطات الصدمة البترولية التي يعيشها حاليا الاقتصاد الجزائري.

رابعا : فرضيات الدراسة

لقد طرحنا مجموعة من الفرضيات لهذه الدراسة أهمها :

- لعبت أداة التيسير الكمي دورا بارزا في احتواء الأزمة المالية العالمية 2008؛
- يتفاوت أثر التيسير الكمي من اقتصاد إلى آخر؛
- التجربة الجزائرية بينت اختلاف أهداف وطابع استخدام أداة التيسير الكمي.

خامسا : منهجية الدراسة

نظرا لخصوصية وحدائة الموضوع وأهميته تم الاعتماد بشكل أساسي على المنهج الوصفي التحليلي لإبراز أهمية ودور سياسة التيسير الكمي خلال الأزمات المالية الحديثة المحلية والعالمية، وتحليل مختلف التعديلات التي مست النظريات النقدية السابقة، والتشريعات الخاصة بالأنظمة النقدية والبنكية للدول، منها الجزائر ذلك من أجل السماح

للبنوك المركزية بتطبيق هذا النوع من الأدوات النقدية، وقد تم ذلك بالرجوع إلى مختلف المراجع المحلية والعالمية المتاحة كالكتب، والمذكرات، والرسائل العلمية، والمؤتمرات والتقارير البنكية، والمواقع الالكترونية الرسمية والصحفية الموثوقة... الخ.

سادسا : مميزات الدراسة

تعتبر هذه الدراسة من الدراسات العلمية القليلة التي تناولت موضوع التيسير الكمي في الجزائر ومناقشته، مع أخذ بعين الاعتبار آخر التطورات النقدية والتعديلات المرتبطة بالنظام البنكي المحلي والعالمي. فجل الدراسات السابقة التي تناولت موضوع التيسير الكمي كان بشكل عام، حيث لم تتركز على إبراز دوره بشكل خاص في تفعيل السياسة النقدية خلال الأزمة المالية 2008، وعلى هذا قمنا بتقسيم هذه الدراسة على النحو التالي :

المحور الأول : الإطار النظري والتطبيقي لسياسة التيسير الكمي

المحور الثاني : التمويل غير التقليدي في الجزائر

المحور الأول : الإطار النظري والتطبيقي لسياسة التيسير الكمي

أولا : أهم المقاربات الواردة في سياسة التيسير الكمي

1- مقارنة نيو ويكسيليان¹ neo-Wicksellienne : تؤكد أن سياسة التيسير الكمي وزيادة حجم القاعدة النقدية عن طريق الإصدار النقدي يمكن أن تؤثر بطريقة غير مباشرة في الاقتصاد، ويتم ذلك عن طريق التأثير والتحكم في توقعات الأعوان الاقتصاديين بالرغم من تواجد الاقتصاد في حالة مصيدة السيولة أين تكون معدلات الفائدة منخفضة جدا قد تلامس معدلات صفرية، وقد أكدت هذه المقاربة ضرورة وجود مصداقية للبنوك المركزية من أجل توجيه تلك التوقعات الخاصة بمسار المعدلات الفائدة المتوسطة والطويلة الأجل إلى جانب معدلات التضخم قصد إعادة الثقة وتنشيط الأسواق²، وتعزيز ذلك بتدخل البنك المركزي في سوق الصرف لتخفيض قيمة العملة الوطنية خلال مدة زمنية مدروسة، وبالتالي تحفيز الطلب الكلي، وهذا من أجل الخروج من الانكماش الاقتصادي الذي كانت تعاني منه العديد من الاقتصاديات في العالم.

2- مقارنة النقديون³ : توجه هذه المقاربة هو عكس المقاربة السابقة، حيث ضح السيولة عن طريق زيادة حجم القاعدة النقدية يؤثر على الاقتصاد بالرغم من حالة مصيدة السيولة أين تكون معدلات الفائدة قريبة جدا من الصفر. وتعتبر التضخم ظاهرة نقدية مهمة والصدمات النقدية الناتجة عن برامج التيسير الكمي تنتقل إلى الاقتصاد الحقيقي، وتخلق تعديل في الأسعار النسبية للأصول الحقيقية والمالية (قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل)، وأيضا تعديل في محفظة الأعوان الاقتصاديين، رغم معدلات الفائدة الصفرية. فزيادة حجم القاعدة النقدية يسمح بزيادة حجم الاستهلاك عن طريق أثر الثروة الذي يدفع الأفراد إلى القيام بنفقات جديدة، وبالتالي تحفيز النشاط الاقتصادي شرط عدم وجود إحلال كامل بين النقود والأصول غير النقدية.

3- مقارنة ريتشارد كو (2008) : تركز اهتمامها على القطاع الخاص؛ حيث أكدت أن الأزمة المالية التي شهدتها مختلف الاقتصاديات هي أزمة موازنة، فهناك العديد من المؤسسات التي تشكل العصب الرئيسي للاقتصاديات تعاني من عجز في الموازنة، فقيمة الديون أكبر بكثير من قيمة الأصول، وفي هذه الحالة فالمعاملين الاقتصاديين لا يبحثون عن

تعظيم الأرباح، وإنما عن كيفية تقليل مديونيتهم وهذا ما لا يشجعهم على الاقتراض من البنوك بالرغم من معدلات الفائدة المنخفضة، وعلى هذا فالخروج من حالة مصيدة السيولة التي عانت منها مختلف الاقتصادات خلال الأزمة المالية العالمية 2008 تستدعي تغيير سلوكيات المقرضين وليس المقرضين، وفي كل الأحوال فبالرغم من وجود إمكانيات كبيرة لدى البنوك التجارية في منح القروض إلا أنه في حالة غياب طلب للمقرضين يستحيل حصول عملية الاقتراض، وعلى هذا عززت هذه المقاربة من المكانة الاقتصادية للتيسير الكمي ودوره في تخليص المؤسسات الاقتصادية من مديونيتهم.⁴

ثانياً : مفهوم سياسة التيسير الكمي

بعد إيقاف نظام الذهب عام 1971 الذي كان يعيق قدرة البنوك المركزية على طبع النقود دون الاحتفاظ بمخزون يعادلها من الذهب، أصبحت البنوك المركزية تملك خياراً جوهرياً يمنحها القدرة والحرية على طبع النقود (نقود قانونية) بكميات هائلة حسب احتياجات الاقتصاد.

لا يوجد تعريف شامل وموحد لسياسة التيسير الكمي، فالتعريف الأكثر شيوعاً هو أنها عبارة عن أداة للسياسة النقدية غير التقليدية تقتضي الرفع من حجم موازنة البنك المركزي عن طريق الرفع من القاعدة النقدية،⁵ والحفاظ على حجم السيولة في الاقتصاد مع التقليل من مخاطر محافظة الأصول، من جهة أخرى فهي سياسة لا تساهم في تغيير نوعية أصول البنك المركزي مثلما هو الحال في سياسة التيسير الائتماني. كما أنها يمكن أن تأخذ عدة أشكال كالزيادة في احتياطات البنك، وشراء سندات الدين العام والخاص مقابل النقود المركزية (شراء 58% من إجمالي الديون بالملكة المتحدة و 21% بالولايات المتحدة الأمريكية، و 10% بمنطقة الأورو)،⁶ وكان الهدف من ذلك ضمان الثقة بين البنوك التجارية والمستثمرين بأنهم لن يكونوا تحت قيد السيولة مع انخفاض معدلات الفائدة طويلة الأجل.

ويمكن اللجوء إلى هذا النوع من السياسات على أساس أنها مكملّة لباقي الأدوات التقليدية التي تتركز بالضرورة على معدلات الفائدة، فبالرغم من وجود هامش للتغيير في معدلات الفائدة (مستويات قريبة من الصفر) إلا أن البنوك المركزية خاصة منها بنك الاتحاد الأوروبي لجأت إلى تطبيق سياسة التيسير الكمي لضمان فعالية السياسة النقدية لتعزيز تأثيرها من خلال قناة سعر الفائدة بمعنى التأثير في معدلات الفائدة طويلة الأجل في اتجاهات مستهدفة.

تستهدف عمليات التيسير الكمي شراء مجموعة من الموجودات المالية مختلفة المصادر تكون درجة مخاطرها الائتمانية عالية جداً وعلى هذا فالغرض منها هو تنقية الأسواق المالية من الأصول المسمومة خاصة منها التي ظهرت بشكل كبير خلال الأزمة المالية العالمية 2008) ك **Collateralized Debt Obligation** و **Asset Backed Securities** و **Mortgage Backed Securities**)، كما أنه يمكن أن تكون هذه الموجودات عبارة عن أسهم لإحدى المؤسسات المالية التي تعاني من خطر الإفلاس وذات الوزن الاقتصادي الكبير، مثلما قام البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي بشراء أسهم أكبر شركة للتأمينات في العالم (AIG) تقدر قيمتها بـ 85 مليار دولار لانتشالها من إفلاس محقق، وهو ما يعادل 79.9% من حقوق ملكية الشركة.

على العموم فالتيسير الكمي قد وضع حل جديد أمام صناع القرار الاقتصادي لضمان التحفيز اللازم للنشاط الاقتصادي بإصدار المزيد من النقود. وإن كان ذلك بصفة استثنائية ومؤقتة، ويظهر ذلك جلياً في لجوء الدول إلى

تعديلات تشريعية أهمها تعديل البنك المركزي الأوروبي للمادة 123 من معاهدة لشبونة التي تمنع تمويل دول الأعضاء عن طريق الإصدار النقدي، وقد تم ذلك خلال اجتماع رؤساء حكومات أعضاء منطقة اليورو في 28 و 29 أكتوبر 2010 هذا ما سبب تأخر في تطبيق سياسة التيسير الكمي في منطقة اليورو مقارنة بباقي الدول.

الطابع غير التقليدي في سياسة التيسير الكمي⁷ ظهر جليا في اعتماد البنوك المركزية عليها ليس فقط لتمويل القطاع البنكي الذي يمثل الشريك التقليدي، وإنما تم توسيع ذلك لتشمل القطاع المالي بأكمله بدليل تمويل مؤسسات مالية عملاقة كمؤسسات التأمينات... الخ.

يقتضي على البنوك المركزية من خلال اعتماد برامج التيسير الكمي شراء الأصول المالية طويلة الأجل⁸ بكميات هائلة محددة ومعلن عنها سابقا، من أجل الرفع من أسعارها وبالتالي التخفيض من العائد منها وفي نفس الوقت من المعدلات الفائدة طويلة الأجل وهذا لتشجيع الاستثمارات لدى المؤسسات، والاستهلاك لدى العائلات بتحفيزهم على شراء السلع المعمرة والعقارات... الخ، والمرتبطة بالأساس بتطور معدلات الفائدة طويلة الأجل.

ومما تطرقنا إليه يمكن أن نعرف التيسير الكمي على أنها عبارة عن أداة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، تستخدمها البنوك المركزية بشكل استثنائي في فترات الأزمات المالية ذلك عندما يتعذر على أدوات السياسة النقدية التقليدية الكمية منها أو الكيفية تنشيط الاقتصاد الكلي، حيث يقوم بموجبه البنك المركزي بشراء الموجودات المالية لدى الخزينة العمومية أو البنوك التجارية والمؤسسات المالية؛ وتكون على العموم درجة المخاطر الائتمانية لهذه الموجودات المالية عالية جدا وطويلة الأجل، وتتم عملية التيسير الكمي بطبع نقود جديدة وبكميات هائلة تعتمد بالضرورة على الإصدار النقدي دون الالتزام بوجود مقابلات الكتلة النقدية، وهذا لزيادة المعروض النقدي خلال مدة زمنية مدروسة، ومع وجود مصداقية للبنوك المركزية يكون الهدف منها هو الحفاظ على مستويات مستهدفة لمجموعة من المتغيرات الاقتصادية أهمها استقرار معدلات التضخم، تحفيز النمو الاقتصادي، وتخفيض معدلات البطالة.

ثالثا : قنوات عبور سياسة التيسير الكمي

1- قناة التوقعات: تتركز قناة التوقعات على إمكانية جعل الأعوان الاقتصاديين يتجاوبون مع الإجراءات المستقبلية التي ستقوم بها البنوك المركزية، وتبين كيف تساهم برامج التيسير الكمي في الحفاظ على الثقة المصرفية خلال الأزمة المالية، كما أنها تأخذ بعين الاعتبار قنوات الإشارة والثقة⁹ التي تؤكد بدورها للمستثمرين والمستهلكين أن البنك المركزي قام بتعديل إجراءاته وراجع نظرتة الاقتصادية المستقبلية، وقد قام بصياغة سياسة نقدية تتماشى مع طموحاتهم حتى يتم استعادة الثقة في مختلف الأسواق. فالمخرج الوحيد من حالة مصيدة السيولة هو التحكم في توقعات الأعوان الاقتصاديين.

وحسب الأدبيات الاقتصادية النيوكينزية،¹⁰ تؤكد أن تحفيز التوقعات من خلال سياسة التيسير الكمي يمكن أن يكون ذات فعالية كبيرة، فالإنتاج الحالي (yt) مرتبط بالإنتاج المتوقع (Eyt+1)، وتحركات معدلات الفائدة الحقيقية والاسمية الحالية والمستقبلية المتوقعة، وذلك كما توضحه المعادلة التالية :

$$yt = EytT + 1 - \int \sum_{s=t}^T Et(rs - \pi_s + 1 + rs^e)$$

من خلال تطبيق سياسة التيسير الكمي يمكن تعديل توقعات الأعوان الاقتصاديين حول المسار المستقبلي للسياسة النقدية؛ مما يعيد لها الفعالية اللازمة لتجاوز الأزمة المالية بالرغم من تسجيل معدلات فائدة اسمية قريبة جدا من الصفر.

وتجد الإشارة إلى أن فعالية سياسة التيسير الكمي تبقى مرتبطة بالضرورة بدرجة التزام البنوك المركزية بتنفيذ الإجراءات المعلن عنها بمعنى درجة مصداقية البنوك المركزية.

2- قناة النقود :

من الناحية النظرية للنقود تعتبر سياسة التيسير الكمي على أنه صدمة في المعروض النقدي، وقناة عبوره يمكن تحليلها عن طريق مبدأ المضاعف النقدي؛¹¹ فحسب هذا المبدأ فكل تغير في القاعدة النقدية سيغير حجم الكتلة النقدية، فطريقة عمل المضاعف النقدي تستلزم إستقرارية في الزمن وسرعة دوران النقود، لكن هذه الفرضية الخاصة "إستقرارية المضاعف النقدي" غير متوفرة دائما،¹² لأنه في بعض الحالات يكون التغير في القاعدة النقدية أكبر من التغير في الكتلة النقدية ($M_2 > M_0$) مثلما حدث في العديد من الاقتصاديات العالمية خلال الأزمة المالية العالمية 2008، على غرار منطقة اليورو كما يوضحه المنحنى رقم (01)، وعلى هذا نقول أن ميكانيزم المضاعف النقدي لا يمكن أن يفسر آثار سياسة التيسير الكمي في بعض الاقتصاديات.

الملاحظ أن جميع السيولة النقدية التي تم ضخها بفعل سياسة التيسير الكمي تحولت إلى تراكمات في الاحتياطات البنكية بالرغم من تخفيض معدل الاحتياط الإجمالي، من جهة أخرى هناك العديد من المؤسسات غير المالية قامت باللجوء إلى السوق المالي من أجل ضمان احتياجاتها المالية عن طريق إصدار سندات وأسهم دون اللجوء إلى التمويل البنكي بالاقتراض،¹³ هذا أيضا ما ساهم في تراكم الاحتياطات لدى البنوك التجارية، هذا ما دفع بالسلطات النقدية إلى تطبيق معدلات فائدة سالبة على الودائع من أجل تحرير الاحتياطات البنكية .

3- قناة سعر الأصول :¹⁴

حسب هذه القناة فإن السياسة النقدية التوسعية تزيد من ارتفاع أسعار الأصول، نتيجة ارتفاع قيمة رأس المال وقيمة السندات بفعل صدمة خارجية لشراء الأصول، هذا التأثير يتم عبر أربعة قنوات : التوقعات التي أشرنا إليها سابقا، السيولة، تعديل المحفظة، وقناة المدة.

فمن خلال قناة السيولة يقوم البنك المركزي على أساس برامج التيسير الكمي بعملية الإصدار النقدي عن طريق نقود ورقية أو إلكترونية مثلما قام به بنك الاحتياط الفدرالي الأمريكي خلال فترة الأزمة المالية العالمية 2008، هذا من أجل ضمان السيولة اللازمة في الأسواق، ويجب لإنجاح تأثيرها على أسعار الأصول وجود إحلال غير كامل بين النقود والأصول طويلة الأجل لتفادي ظاهرة الاكتناز النقدي، كما أنه يمكن تسميتها بقناة القروض¹⁵ بما أنها تسمح بتسهيل عملية تمويل الأعوان الاقتصاديين عن طريق تحسين قيمة جانب الأصول لديهم مما يسمح لهم بتقديم ضمانات جيدة للبنوك مقابل إقراضهم.

تساهم عملية شراء الأصول من طرف البنك المركزي في التقليل من حجم مخزون تلك الأصول الذي يملكه المستثمرون والوسطاء الماليين مما يؤثر على أسعارها حتى في الأجل المتوسط والطويل بفعل أثر الندرة، وبالتالي التقليل من المخاطر وتعديل هيكل محفظة المستثمرين وهذا ما يسمى بقناة تعديل المحفظة.

قناة تعديل المحفظة يمكن تكملتها عن طريق أثر قناة المدة الزمنية، حيث تعمل عملية شراء الأصول طويلة الأجل على تقليل متوسط المدة الزمنية لمخزون الأصول الذي يملكه المستثمرون بدرجة مخاطر منخفضة مما يغير بسرعة في أسعار الأصول عن طريق برامج التيسير الكمي.

4- قناة سعر الصرف:

يمكن أن تؤثر سياسة التيسير الكمي بشكل كبير على أسعار صرف العملات، حيث كانت معدلات الفائدة الاسمية في مستويات منخفضة عندما تم تطبيقها، ونخص بالذكر عملية التيسير الكمي التي أطلقها البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي في لجنة السوق المفتوحة لدعم الاقتصاد الأمريكي خلال سنة 2008، كانت نتيجتها عملية ضخمة لبيع السندات وحركة كبيرة لرؤوس الأموال شهدتها مختلف دول العالم؛ مما سبب تدفق هائل للدولارات رغبة في الاستفادة من معدلات النمو الكبيرة وسرعة دوران رأس المال خاصة في الاقتصاديات الناشئة (حوالي 150 مليار دولار كل شهر)، مما ساهم في بيع عملاتها مقابل الدولار وزيادة الطلب عليها في سوق الصرف وبالتالي ارتفاع قيمتها مقابل الدولار، هذا ما وضع صادرات الدول الناشئة في وضع تنافسي ضعيف، لأنه من الناحية النظرية انخفاض قيمة العملة المحلية يؤثر إيجابا على تنافسية صادرات الدولة بالمقابل هناك ارتفاع في أسعار السلع المستوردة مما يعزز توقعات التضخم (ارتفاع معدلات التضخم المستورد).¹⁶

والأكد أنه هناك تنافسية¹⁷ كبيرة فيما بين اقتصاديات الدول خاصة الناشئة منها في تطبيق معدلات فائدة سالبة قصد العمل على تخفيض عملاتها مقابل الدولار، وتعزيز تنافسية صادراتها ولو على حساب الشركاء التجاريين، وهذا ما يعرف بحرب العملات حيث هددت السلطات الأمريكية في عهد الرئيس "دونالد ترامب" بفرض ضرائب جمركية قد تصل إلى 40% على السلع الصينية جراء التخفيض المتعمد والمستمر لليوان الصيني.

ما يمكن قوله أن فعالية هذه القناة مرتبط بشكل أساسي بتطور معدلات النمو الاقتصادي العالمية، والتي كانت جد منخفضة خلال الأزمة المالية العالمية الأخيرة، فانخفاض أسعار البترول بداية من صيف 2014 ساهم في تخفيض أسعار السلع والخدمات وبالتالي الحد من خلق توقعات ايجابية للتضخم مما أجل تعافي بعض الاقتصاديات العالمية من انكماشها.

رابعا : أهداف سياسة التيسير الكمي

1- التأثير في معدل الفائدة طويل الأجل: قيام البنوك المركزية بشراء الأصول طويلة الأجل يسبب انخفاض المعروض منها من قبل المستثمرين؛ إذا افترضنا ثبات الطلب المتزايد عليها من خلال برامج التيسير الكمي، مما يساهم في ارتفاع أسعار الأصول طويلة الأجل وانخفاض معدلات الفائدة طويلة الأجل.¹⁸

2- التقليل من مخاطر أسعار السندات : حيث تتعرض أسعار السندات لخطر التغيرات في سعر الفائدة وذلك خلال طول مدة السند، ولهذا فمن أهم الاعتبارات لبرامج التيسير الكمي هو التقليل من هذه المخاطر على السندات خاصة

منها السندات السيادية التي تؤثر إيجابا على العائد من السندات التجارية والاستثمارية، هذا ما يشجع المستثمرين على تداولها وخلق سيولة مناسبة في السوق.¹⁹

3- تحييد الإفلاس وعدم الوفاء بالالتزامات المالية: يعتبر الإفلاس وعدم قدرة المقترضين على الوفاء بالتزاماتهم المالية اتجاه المقرضين من أهم مظاهر الأزمات المالية، إلا أن تبني سياسة التيسير الكمي يعمل على تحييد هذا الأثر وفق ما يوفره كخطة إنقاذ مالية للمؤسسات القابلة للإفلاس والحفاظ على أصولها من الانهيار، واستعادة الثقة المصرفية للأسواق المالية، والحد من انتقال تداعيات ذلك إلى مناطق أخرى من العالم في ظل العولمة المالية وترابط الأسواق المالية العالمية.²⁰

خامسا: أهم الفروقات بين عمليات التيسير الكمي وعمليات السوق المفتوحة من خلال ما تم عرضه سابقا حول عمليات التيسير الكمي كأداة من أدوات السياسة النقدية غير التقليدية وجدنا أنها تختلف عن عمليات السوق المفتوحة التي تستخدم سابقا من خلال السياسة النقدية التقليدية في بعض النقاط أهمها:

1- القيمة المالية لبرامج التيسير الكمي أكبر بكثير من القيمة المالية لعمليات السوق المفتوحة التي تكون خلال مدة زمنية قصيرة لا تتعدى شهور قليلة أو حتى أسبوع بينما الأولى تمتد إلى سنوات؛

2- يتم الاعتماد على عمليات السوق المفتوحة في الحالة الطبيعية للاقتصاد هدفها التأثير على معدلات الفائدة قصيرة الأجل عموما بقيم صغيرة جدا، بينما سياسة التيسير الكمي يتم اللجوء إليها في حالة الأزمات المالية عندما تكون معدلات الفائدة قصيرة الأجل بقيم قريبة من الصفر أو صفرية (مصدرة السيولة)، وهذا حتى يتم تحفيز الطلب الكلي والنشاط الاقتصادي؛

3- يقوم البنك المركزي من خلال عمليات السوق المفتوحة بشراء سندات الخزينة قصيرة الأجل، بينما من خلال برامج التيسير الكمي تقوم بشراء الأوراق المالية طويلة الأجل مستهدفة ودرجة مخاطرها الائتمانية مرتفعة، كالأوراق المالية المضمونة برهن عقاري، سندات الخزينة... الخ، ويتم ذلك لمدة عدة سنوات.

4- بما أن أسعار الفائدة على المدى الطويل تميل إلى أن تكون أعلى من المعدلات قصيرة الأجل، فإن التيسير الكمي يمكن أن تدفع بالمعدلات الطويلة الأجل إلى مستويات أقل حتى عندما تكون المعدلات القصيرة الأجل قريبة من الصفر، وهو ما عجزت عنه عمليات السوق المفتوحة؛

5- إن كان الهدف النهائي لكلتا السياستين يبقى نفسه؛ وهو تحفيز النمو الاقتصادي فإن الهدف الوسيط يختلف حيث عند القيام بعمليات السوق المفتوحة يكون الهدف الوسيط هو أسعار الفائدة بينما في سياسة التيسير الكمي يكون الكتلة النقدية.

سادسا: العلاقة بين التيسير الكمي والإصدار النقدي

لقد أطلقت بعض وسائل الإعلام والبنوك المركزية والمحللون الماليون على التيسير الكمي مصطلح (طباعة النقود)، وأنها صيغة جديدة للإصدار النقدي. ومع ذلك؛ أعلنت المصارف المركزية أن استخدام الأموال التي تمت طباعتها حديثا مختلفة عن التيسير الكمي، حيث يتم استخدام الأموال التي تمت طباعتها حديثا لشراء السندات

الحكومية أو موجودات مالية أخرى، في حين أن مصطلح طباعة النقود عادة ما يعني استخدام الأموال التي تمت طباعتها حديثا في تمويل مباشر للعجز المالي الحكومي أو لسداد الديون الحكومية.

ويحظر على البنوك المركزية في معظم الدول المتقدمة قانونا شراء الديون الحكومية بطريقة مباشرة من الحكومة، ويجب شراؤها من السوق الثانوي، وبموجب هذه العملية يتم ذلك بخطوتين، حيث تباع الحكومة السندات للقطاع الخاص ثم يشتريها البنك المركزي، وقد أطلق عليها العديد من المحللين مصطلح (تنقيد الديون)، والفرق الجوهرى بين التيسير الكمي وتنقيد الديون هي أنه مع التيسير الكمي يقوم البنك المركزي بطباعة النقود لتحفيز النشاط الاقتصادي عكس الثاني الذي يتم لتمويل الإنفاق الحكومي.

وقد أعلنت العديد من البنوك المركزية عن نيتها في إعادة بيع السندات الحكومية ومختلف الموجودات المالية في السوق عندما يتعافى الاقتصاد العالمي؛ وبالتالي عكس عملية التيسير الكمي، والطريقة الوحيدة الفعالة لتحديد ما إذا كان البنك المركزي قد قام بتنقيد الديون هي مقارنة أدائه النسبي مع أهدافه المعلنة، حيث عملت العديد من البنوك المركزية على الوصول إلى التضخم المستهدف لهذا من المحتمل أن يقوم البنك المركزي بتنقيد الديون إذا استمر في شراء السندات الحكومية عندما يكون التضخم فوق المعدل المستهدف وللحكومة مشاكل مع التمويل بالاقتراض.²¹

سابعا: التيسير الكمي والتضخم

هناك تباين واضح في معدلات التضخم بعد تطبيق برامج التيسير الكمي في مختلف الاقتصاديات العالمية، حيث كانت معدلات التضخم مثالية في الولايات المتحدة الأمريكية عكس منطقة اليورو التي ما تزال منخفضة، هذا ما يؤكد عدم تأثير هذه البرامج على معدلات التضخم في نفس الاتجاه المحدد حيث يختلف التأثير من اقتصاد إلى آخر، وذلك لعدة اعتبارات نوجز أهمها في ما يلي :

1- توقعات معدلات التضخم: حيث أثبتت دراسات عديدة وجود ارتباط كبير بين توقعات التضخم للأسر وتأثير ذلك على السلوك الاستهلاكي للأفراد؛ وبالتالي في معدلات التضخم الفعلية، وفترة الأزمة المالية أكدت أن النماذج المفسرة للتضخم يجب أن تركز على مصادر معلومات مختلفة وبشكل منتظم،²² خاصة تلك التي يعتمد عليها في صياغة توقعات التضخم للأفراد، حيث طبيعة المعلومات المتاحة للأفراد تحدد المنهج الذي تتشكل به التوقعات، على اعتبار أن آلية تشكيل التوقعات جزء أساس ومكمل لصنع القرارات، فإذا كانت المعلومات تستند على معلومات الماضي يقال عنها توقعات كيفية، بينما يطلق عليها عقلانية إذا اعتمدت على رؤيتها على المستقبل.

تعتبر العلاقة بين التضخم وتوقعات التضخم الموضحة بمنحنى فيليبس، مقياس لعدم الاستغلال الكامل للموارد مع الأخذ بعين الاعتبار آثار الدورة الاقتصادية، ويتم حساب هذا النقص في استغلال الموارد بالفرق بين الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي والناتج المحلي الاجمالي الممكن تحقيقه، أو بالفرق بين معدل البطالة الفعلي ومعدل البطالة المتوقع، ويمكن صياغة نموذج حسب منحنى فيليبس لشرح هذه العلاقة كما يلي:²³

$$\pi_t = a + E_t(\pi_{t+1}) + b \text{ écart } y_t + c \Delta t x_t + \acute{E} t$$

π_t : معدل التضخم؛

a : ثابت؛

B, c: معاملات النموذج ؛

Et ($\pi t + 1$): توقعات التضخم؛

écart yt: مقياس لعدم الاستغلال الكامل للموارد؛

Δtxt : تغيرات في أسعار الصرف؛

$\dot{E} t$: باقي المحددات التي لم تؤخذ بعين الاعتبار في النموذج (المتغير العشوائي).

2- تراكم الاحتياطات البنكية: حسب النظرية الكمية للنقود فإن أي ارتفاع للكتلة النقدية بسبب زيادة العرض النقدي يخلق ارتفاع في المعدل العام للأسعار، لكن يوجد فرق واضح بين العرض النقدي والقاعدة النقدية (M_0) التي تم الرفع من حجمها خلال الأزمة المالية العالمية من خلال برامج التيسير الكمي، وحتى تتحول القاعدة النقدية (**Monetary Base**) إلى كتلة نقدية (M_2) يجب على البنوك التجارية التي استقبلت سيولة برامج التيسير الكمي أن تحولها إلى قروض للاقتصاد وبالتالي التأثير في معدلات التضخم، لكن هذا التحول لم يحدث خلال الأزمة المالية العالمية (حتى إلى M_1) كما يوضحه المنحنى البياني رقم (02) بالولايات المتحدة الأمريكية، مما ساهم في زيادة احتياطات البنوك (**Bank Reserves**)، وتسجيل تحول بطيء من قاعدة نقدية إلى كتلة نقدية مما يؤثر ببطء في انتعاش معدلات التضخم.²⁴

3- نقص الطلب على القروض المصرفية من القطاع الخاص غير المالي: سادت خلال الأزمة المالية العالمية انعدام الثقة المصرفية، وتباطؤ وتيرة منح الائتمانات نظرا لوجود مخاوف لدى البنوك أو لعزوف الأفراد والمؤسسات عن الاقتراض بالرغم من معدلات الفائدة المحفزة، وما يمكننا قوله هو عدم وجود مرونة بين معدلات الفائدة والاستثمار وهي الحالة الثانية التي تكون فيها السياسة النقدية التقليدية غير فعالة حسب النظرية الكينزية بالإضافة إلى حالة مصيدة السيولة، وذلك لاعتبارات أخرى مرتبطة بالأزمة المالية كانعدام الثقة والتشاؤم في التوقعات الائتمانية، فكل هذا يؤكد ضرورة الاعتماد على قنوات أخرى لتفادي هذا الانسداد في برامج التيسير الكمي الذي من الأفضل أن يكون انفراج تدريجي حتى لا تسبب موجات تضخمية في بعض الاقتصاديات أكبر من المعدلات المستهدفة.

ومن بين الاقتصاديات العالمية التي سجلت نقص في طلب القروض من القطاع الخاص غير المالي مثلما يوضحه المنحنى رقم (03) هو اقتصاد منطقة اليورو الذي مازال حتى بعد فترة الأزمة المالية 2008 يعاني من انكماش اقتصادي حاد، حيث سجل المعدل العام للأسعار مستويات منخفضة جدا مثلما يوضحه المنحنى رقم (04)، وفي الأخير نلاحظ عدم تأثير برامج التيسير الكمي على معدلات التضخم بالشكل المطلوب في منطقة اليورو.

المحور الثاني: التمويل غير التقليدي في الجزائر

أولا: الظروف الاقتصادية لتطبيق التمويل غير التقليدي في الجزائر:

تشير أهم الإحصائيات التي تبين الحالة المالية والنقدية للاقتصاد الجزائري قبل اللجوء إلى اعتماد التمويل غير التقليدي كآلية لاستمرارية تمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر إلى: ²⁵

- انخفاض رهيب للسيولة النقدية في البنوك على مدار سنتي 2015 و 2016، حيث انتقلت من 2731 مليار دينار مع نهاية 2014 إلى 1833 مليار دينار في نهاية ديسمبر 2015، لتبلغ 821 مليار دينار في نهاية ديسمبر 2016،

ثم لتسجل 512 مليار دينار في نهاية سبتمبر 2017، مما أدى إلى انتعاش السوق البينية للمصارف التي كانت راكدة في تلك الفترة؛

-استمرار تآكل احتياطي الصرف الجزائري قلل من هامش التصدي للخدمات الخارجية، حيث من المتوقع أن يبلغ قيمة 85,2 مليار دولار مع نهاية سنة 2018 أي ما يعادل 18,8 شهرا من الاستيراد، كما أنه قد يصل الى 79,7 مليار دولار سنة 2019 بمعدل (18,4 شهر من الاستيراد) قبل أن يبلغ قيمة 76,2 مليار دولار سنة 2020 (17,8 شهر من الاستيراد)؛

-تسجيل مستويات منخفضة لمتوسط سعر البترول الجزائري السنوي مقارنة بالسعر المرجعي لإعداد الميزانية حيث تشير إحصائيات منظمة الأوبك إلى أن البترول الجزائري أنهى سنة 2017 بمتوسط 54 دولار و 44.28 دولار في 2016 مقابل تحديد الحكومة لسعر مرجعي للبترول يقدر بـ 50 دولار في 2017، و 45 دولار في 2016 هذا ما هدد التوازنات المالية للاقتصاد الوطني وتفاقم الأزمة المالية التي تعيشها البلاد منذ صيف 2014؛

- كما سجلت الجزائر تراجع في عجز الميزان التجاري من 20.13 مليار دولار في 2016 إلى 14.3 مليار دولار في 2017. وهذا ليس راجع لتطور الصادرات الجزائرية وإنما لتقليص رخص الإستيراد خاصة منها رخص إستيراد السيارات؛

- عجز ميزانية الدولة قَلر بـ 1567 مليار دينار في 2016 مقابل 795 مليار دينار في 2017، أما عجز الخزينة العمومية بلغ 2245 مليار دينار ما يعادل 12.9 % من إجمالي الناتج الداخلي في 2017.

بالإضافة إلى تدني القدرة الشرائية للدينار الجزائري الذي يعتبر من أضعف العملات في إفريقيا، وارتفاع سعر صرفه نحو قيم تاريخية مقابل أهم العملات العالمية خاصة منها اليورو، حيث واحد أورو يساوي حوالي 140 دينار جزائري في السوق الرسمي مع ضغوطات السوق الموازية على قيمة العملة الوطنية حيث وصلت قيمة وحدة واحدة من اليورو إلى 220 دينار جزائري، هذا ما حتم على بنك الجزائر على عدم اللجوء إلى حل تخفيض قيمة العملة الوطنية أكثر من أجل تخطي الأزمة المالية، وقد تم اللجوء إلى ذلك سابقا لرفع إيراداتها من صادرات النفط عند تحويلها إلى العملة الوطنية، مع إثبات العديد من الدراسات فشل مثل هذه السياسات الخاصة بسعر الصرف لاحتواء تداعيات الصدمة البترولية.²⁶

ثانيا : عملية طبع النقود في الجزائر

قبل تعديل قانون النقد والقرض في 2017؛ بلغت كمية النقود التي تطبعها الجزائر يوميا 2 مليون مليار دينار، حيث تتكفل مطبعة الجزائر بعملية طبع العملة الوطنية، مما يجعلها البلد الأول على الصعيد الإفريقي والعربي الذي يملك مطبعة خاصة للنقود. حيث تطورت الجزائر في مجال طبع النقود والتي بلغت 2 مليون مليار دينار بعد أن كانت لا تتعدى 2 مليار دينار في 1962.

وفيما يخص طبع النقود، فإن دار المالية ومنذ سنة 1965 تقوم باستعمال وسائلها الخاصة في صناعة النقود البنكية وكذا طباعة العملة المعدنية في الجزائر، وقد كان البنك المركزي يستغرق وقتا طويلا يمتد بين 6 و 7 أشهر لطباعة هذه النقود، وذلك بسبب الحذر في اختيار الصفائح والحبر والألوان المختلفة التي تغطي وجهي العملة، وتحديد

نوعية الورق الذي يتميز بالصلاية كونه لا يتمزق إلا بعد تركظلمية طيه بخمسة آلاف مرة وهي الخصوصية التي تتميز الأوراق النقدية.²⁷

مما سبق الإشارة إليه ليس من الغريب أن تكون الجزائر أول بلد إفريقي عربي يتبنى سياسة التمويل غير التقليدي، كحل استعجالي لاستعادة التوازنات المالية للاقتصاد الوطني واحتواء تداعيات الصدمة البترولية التي بدأت بوادها منذ صيف 2014، وعلى هذا يتم تسجيل مرحلة جديدة لمسار السياسة النقدية في الجزائر مع بداية 2018 يبقى تحليلها عبارة عن تكهنات وتنبؤات تفصل في صحتها مستجدات السنوات القادمة.

ثالثا: موقف صندوق النقد الدولي من التمويل غير التقليدي في الجزائر
لقد ساهم لجوء السلطات النقدية إلى اعتماد التمويل غير التقليدي كآلية لسد عجز ميزانية الدولة لتفادي اللجوء إلى القيام بعملية اقتراض داخلية أو خارجية من الممكن أن تكون مع صندوق النقد الدولي، مثلما كان الحال عليه في برامج التشييت والتعديل الهيكلي وتداعياتها سنوات التسعينات.

وعلى هذا فكان صندوق النقد الدولي يوصي بمواصلة تنفيذ التدابير المتخذة مباشرة بعد الصدمة البترولية كترشيد النفقات وفرض معدلات ضريبية جديدة ومرتفعة والتخلي التدريجي للدعم الاجتماعي... الخ، مع الحفاظ على استقلالية بنك الجزائر، والأكد أنه عارض تطبيق هذه الأداة النقدية غير التقليدية نظرا وحسب توقعات خبرائه لتسببها في ارتفاع معدلات التضخم إلى أكثر من 10% مع فقدان استقلالية البنك المركزي وتداعيات ذلك، إضافة إلى تأثيرات سلبية عديدة حيث توقع صندوق النقد الدولي تسجيل الجزائر لمعدل نمو اقتصادي يقدر بـ 1.5% في 2018، هذا ما يبين نظرتة التشاؤمية لهذا النوع من التمويل مع أن الاستقلال المالي للدولة أهم من الاستقلال التنفيذي للبنك المركزي حسب المقاربة السيادية التي تعتمدها الجزائر في مختلف قراراتها الاقتصادية.

رابعا: تحليل اقتصادي لخصائص تطبيق التمويل غير التقليدي في الجزائر
ظهرت صيغة التمويل غير التقليدي في الاقتصاد الجزائري كآلية جديدة لضمان استمرارية تمويل نموذج التنمية الاقتصادية الذي تبنته الحكومة الجزائرية منذ 2001، والذي يتركز بالأساس على تحفيز الطلب الكلي حسب المقاربة الكينزية، وهو ما يعرف بمخططات برامج الإنعاش الاقتصادي لتحفيز النمو، ومع تدني أسعار البترول منذ صيف 2014 بنسبة 50% خلال فترة 6 أشهر فقط مع استمرارية تراجع الأسعار إلى غاية نهاية 2017، بالإضافة فالموارد النفطية تمثل 60% من الميزانية السنوية للدولة، ولا تقل عن 95% من إجمالي الصادرات منذ سنوات عديدة.

دخلت صيغة التمويل غير التقليدي حيز التطبيق²⁸ بعد تعديل قانون النقد والقرض 90-10 بموجب القانون رقم 10-17 الصادر في 11 أكتوبر 2017 يتم الأمر 03-11 الصادر في 26 أوت 2003، والصادر في الجريدة الرسمية رقم 57 بتاريخ 12 أكتوبر 2017.

وجوهر التعديل الذي مس قانون النقد والقرض يظهر جليا من خلال إدراج المادة 45 مكرر، والتي تنص على أنه بغض النظر عن كل حكم مخالف، يقوم بنك الجزائر ابتداء من دخول هذا الحكم حيز التنفيذ بشكل استثنائي، ولمدة خمس سنوات، بشراء مباشر عن الخزينة، للسندات المالية التي تصدرها هذه الأخيرة من أجل المساهمة على وجه الخصوص في:

-تغطية احتياجات تمويل الخزينة ؛

-تمويل الدين العمومي الداخلي ؛

-تمويل الصندوق الوطني للاستثمار.

ووفقا لهذه المادة الجديدة، تأتي هذه الآلية لمراقبة تنفيذ برنامج الإصلاحات الهيكلية الاقتصادية والميزانية، التي ينبغي أن تفضي في نهاية الفترة المحددة كأقصى حد إلى:

- توازنات خزينة الدولة ؛

-توازن ميزان المدفوعات.

و"تحدد آلية متابعة تنفيذ هذا التمويل من طرف الخزينة وبنك الجزائر عن طريق التنظيم"، حسب ذات المادة من نص القانون.

ويهدف هذا التمويل إلى تغطية حاجيات تمويل الخزينة العمومية وتمويل تسديد الدين العمومي الداخلي، وعلى وجه الخصوص سندات القرض الوطني من اجل النمو التي صدرت عام 2016 ، وسندات الخزينة الصادرة مقابل شراء الدين البنكي لسونلغاز وسندات الخزينة الصادرة لفائدة سوناطراك كتعويض عن الفارق بين سعر الوقود المستورد وسعر مياه البحر المحلاة.²⁹

وفقا للمادة 46 من قانون "النقد والقرض"، "بنك الجزائر" يمكنه أن يقرض الخزينة العمومية، وأن يفتح لها حساباً جارياً على المكشوف، ولكن لا يتجاوز رصيدها فيه 10% من إجمالي الإيرادات العادية للدولة للسنة الماضية.³⁰ حيث لم يكن باستطاعة الخزينة العمومية اقتراض سوى ما لا يتجاوز عن 306.4 مليار دينار في 2017 بناءً على حجم إجمالي الإيرادات العادية للعام 2016 التي قدرت بـ 3064,88 مليار دج. مع العلم أن عجز الميزانية في نهاية سنة 2016 قدر بـ 740 مليار دج، كما يرخص لبنك الجزائر أن يمنح الخزينة العمومية بصفة استثنائية، تسييقاً يوجه حصريا للتيسير النشط للمديونية العمومية، ولكن مع التعديل الجديد فقد تم إعفاء الخزينة من هذا الشرط، ويات من استطاعتها فتح حساب جاري على المكشوف دون سقف للائتمان وبشروط أكثر يسراً، وبهذا الإعفاء من التسقيف تكون الخزينة العمومية قد استفادت من مورد مالي جديد وغير تقليدي.

قبل تعديل قانون النقد والقرض نهاية 2017، لا يسمح للبنك المركزي بشراء سندات الخزينة العمومية إلا في السوق الثانوية (سوق التداول) ومن البنوك التجارية والمؤسسات المالية، ولكن مع التعديل الجديد سيسمح لبنك الجزائر بشراء سندات الخزينة العمومية في السوق الأولية، وهذا هو البعد غير التقليدي في عملية التمويل المباشرة مقارنة بما كان معمول به في السابق.

كما كان البنك المركزي لا يكتب فقط إلا الأوراق المالية عالية الجودة، فهو وفق قوانين استقلالية البنك المركزي يعتبر متعاملاً اقتصادياً مستقلاً يتعامل في السوق النقدي يعد تاجراً في علاقاته مع الغير وفق الأساليب الاستثمارية المعمول بها حسب المادة 09 من قانون النقد والقرض، مما جعله يعزف عن اقتناء سندات الخزينة نظراً لحالتها غير الجيدة، فهي في غالبها أصول ذات جودة أقل، ولكن وفي ظل اعتماد هذا النمط التمويلي غير التقليدي، فإن "بنك الجزائر" يعتبر كأنه تاجر الدولة يقوم بشراء الأصول المالية للخزينة العمومية الجزائرية بغض النظر عن معدل

المخاطر المرتبط بها، ودون اعتبار لوجودتها المالية، مما سيوفر سيولة هائلة للخزينة تمكنها في دفع ما عليها، وتغطية العجز ودعم موارد صندوق الاستثمار الوطني.

وحقيقة اللجوء لاعتماد مصادر التمويل غير التقليدية للخزينة العمومية يدخل في إطار مخطط التعزيز الميزاني الذي باشرته الحكومة خلال فترة (2017-2019) من أجل تفادي تخفيض قيمة العملة الوطنية في دورها كأداة تصحيح شبه وحيدة أمام الأزمة المالية رغم التحركات الحادة لمختلف العملات الأجنبية، سوف يؤثر إيجابيا على قدرتها في تغطية نفقاتها في تسيير الأجور، تغطية فواتير دعم المواد الاستهلاكية... الخ، ولكن ذلك قد يتسبب في تداعيات خطيرة على المدى المتوسط والطويل في حين لم تحول هذه الصيغة التمويلية غير التقليدية إلى تمويل ادخاري.

ويبقى الحل ليس في استحداث آليات إقراض جديدة للخزينة العمومية، بل في استحداث موارد تمويل حقيقية، كما أن مصادر التمويل غير التقليدية تحتاج إلى اقتصاد قوي لتأتي ثمارها، والاقتصاد الجزائري أضعف من أن يكون حاضنة لمثل هذه الآليات المتقدمة، والبعد الاجتماعي المبالغ فيه في السياسة الاقتصادية التنموية في الجزائر هو أساس فشل نموذج التنمية وسبب تدني انجازاتها، وهو ما يجب إعادة النظر فيه كأحد الخطوات نحو عقلنة السلوك الاقتصادي للحكومة، ودعم برنامج النمو الاقتصادي الذي تبناه الدولة منذ سنوات. 31

التحدي الآخر الذي يفرضه ها النوع من التمويل على الاقتصاد الجزائري هو كيفية التحكم في ارتفاع السيولة المصرفية موازاة مع ارتفاع السيولة النقدية في الاقتصاد الموازي، وتأثير ذلك على معدلات التضخم مع العلم أن بنك الجزائر لم ينشر قيمة هذه البرامج التمويلية غير التقليدية مما سيؤثر سلبا على توقعات التضخم،

صعوبة التنبؤ بنتائج التمويل غير التقليدي من خلال توقعات التضخم، نتيجة أن التضخم في الجزائر تؤثر عليه العديد من المحددات على غرار المحددات الكلاسيكية المعروفة منها نقائص في ضبط الأسواق، وتسجيل وضعيات مهيمنة في معظم أسواق السلع الاستهلاكية، بالإضافة إلى سلوك الأعراف الاقتصادية اتجاه التداول النقدي، حيث حسب تقديرات بنك الجزائر يقدر حجم الاكتناز النقدي حوالي 2000 مليار دج، و 4780 مليار دج يتم تداولها في السوق الموازية في 2017، هذه القيم تعتبر موارد خارج القنوات المصرفية لها دلالات عديدة من الناحية الاقتصادية.

الفرق الجوهرية بين برامج التيسير الكمي التي تبنتها مختلف اقتصاديات العالم لمواجهة الأزمة المالية 2008، وبين برامج التمويل غير التقليدي التي تبنتها الجزائر هو أن التيسير الكمي ظهر نتيجة عدم فعالية أدوات السياسة النقدية التقليدية في تحفيز النشاط الاقتصادي لأن الأسواق المالية كانت في مصيدة للسيولة، وبالتالي كانت معدلات الفائدة الاسمية في مستويات منخفضة، بينما الآلية تختلف في الجزائر حيث تم اللجوء إلى التيسير الكمي لضمان تمويل غير تقليدي لتغطية عجز الخزينة العمومية، حيث جاء لمواجهة تداعيات الصدمة البترولية وتهاوي أسعار النفط التي استنزفت الموارد المالية للدولة، وليس لعدم فعالية أدوات السياسة النقدية التقليدية في الجزائر.

بالإضافة إلى الاختلاف الكبير بين البنية التحتية المصرفية والاقتصادية بين تلك الدول والجزائر هذا ما يؤثر بالضرورة على تأثير الآليتين في مختلف المتغيرات الاقتصادية للدول.

خاتمة:

بناء على ما تم التطرق إليه في هاته الدراسة من خلال محورين، المحور الأول تم فيه طرح الاطار النظري لسياسة التيسير الكمي وتشخيص دورها في معالجة الأزمة المالية العالمية 2008، وواقعها في السياسة النقدية العالمية، ثم في المحور الثاني حاولنا تحليل واقع تجربة التيسير الكمي في الجزائر كحل استثنائي لضمان استمرارية تمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر في ظل تآكل القدرات المالية النفطية، وعليه نخلص في الأخير إلى مجموعة من النتائج والتوصيات أهمها ما يلي :

- إن برامج التيسير الكمي قد زودت مختلف البنوك المركزية العالمية بحركية وديناميكية في إدارة السياسة النقدية في ظل الظروف الصعبة السائدة خلال الأزمة المالية العالمية 2008، وإن إختلف أثر هذه البرامج من اقتصاد إلى آخر وهذا راجع إلى خصوصية كل اقتصاد؛

-تعتبر الجزائر من الدول النامية القليلة التي طبقت سياسة التيسير الكمي إلى جانب فنزويلا؛

-الأکید أن التمويل غير التقليدي في الجزائر يعتبر حل استعجالي استثنائي فرضته الظروف والتحولت الاقتصادية وعلى الحكومة الجزائرية اغتنامه لبناء نموذج اقتصادي يعتمد على التمويل الادخاري؛

-عند محاولتنا تشخيص التجربة الجزائرية الحديثة في تطبيق برامج التمويل غير التقليدي وجدنا أنه من الصعب تحليل أثره على المتغيرات الاقتصادية احصائيا لغياب المعطيات لذلك، وواقعا نظرا لصعوبة تحديد سلوكيات الأعوان الاقتصاديين في المستقبل خاصة تلك المتعلقة بتوقعات التضخم؛

-هذا النوع من الأدوات أو الصيغ التمويلية الحديثة تحتاج لفعاليتها وجود سوق مالي نشيط، وهذا غير متوفر حاليا في الاقتصاد الجزائري ما يقلل فرصة نجاحه على الأقل في المدى القريب والمتوسط؛

-مستقبل برامج التيسير الكمي في الجزائر تحدده التطورات المستقبلية لأسعار المحروقات، هذا ما يدفعنا للقول أن أسعار البترول يمكن أن تكون من محددات برامج التيسير الكمي في العالم.

وفي الأخير نقول أن تجربة التيسير الكمي في الجزائر ساهمت في الكشف عن وجه آخر لهذه الأداة النقدية الحديثة، وهو بطابع تمويلي يساهم أكثر في فعالية السياسة المالية الجزائرية، مقارنة بالتيسير الكمي المطبق في باقي الاقتصاديات خلال الأزمة المالية الذي ساهم بشكل أساسي في ضمان فعالية السياسة النقدية.

التوصيات المقترحة :

-استغلال سياسة التمويل غير التقليدي وما يترتب عنه من ارتفاع للسيولة في السوق وانخفاض التكلفة لدعم استقرار القدرة الشرائية للدينار الجزائري؛

-تخفيف العبء الضريبي لدعم القدرة الشرائية للمواطن الجزائري؛

-تعزيز مصداقية بنك الجزائر وذلك بالكشف عن حجم برامج التيسير الكمي حتى يسهل تحليلها؛

-التخلص من سياسة التقشف وآثارها السلبية على الاقتصاد، واعتماد سياسة عقلانية التمويل وآثارها الإيجابية في تنشيط السوق المالي الجزائري مع تشجيع البنوك التجارية والمؤسسات الاقتصادية للولوج إليه؛

-الاستغلال الحذر لبرامج التيسير الكمي في تنوع مصادر تمويل للمؤسسات الاقتصادية، وتشجيع البنوك التجارية على تنوع منتوجاتها؛

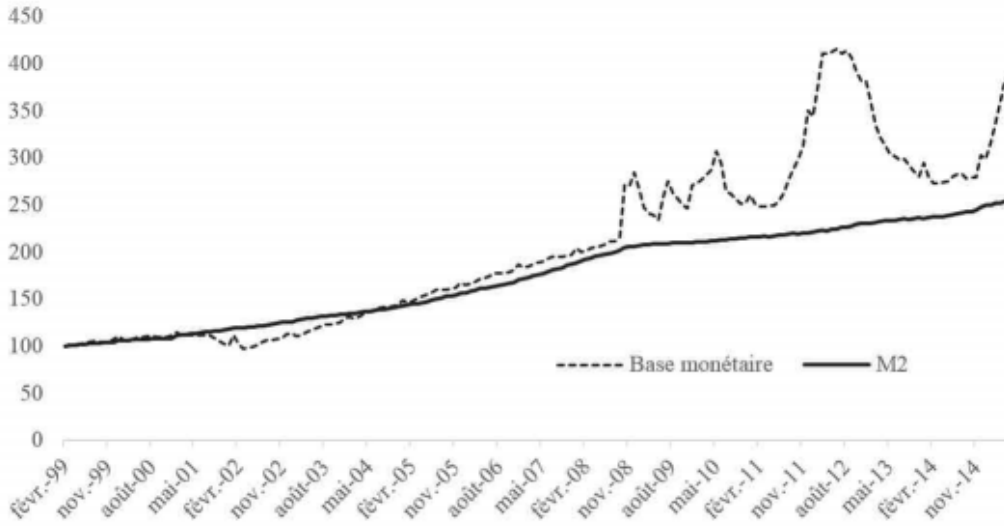
- يجب الاستمرار في دراسة الآثار البعيدة والقريبة لبرامج التمويل غير التقليدي في الجزائر قصد تشخيصها بدقة لاتخاذ قرار الاستمرار في اعتماده أو التوقف، والمقادير المثلى لاستخدامه؛

-السبب الرئيسي لاعتماد التيسير الكمي في الجزائر كآلية للتمويل غير تقليدي للتنمية هو كون الاقتصاد الجزائري أحادي التصدير يعتمد بصفة رئيسية على موارد المحروقات، وعلى هذا يجب على الجزائر تنوع اقتصادها لتأمين مصدر تمويلي ادخاري مستديم للتنمية الاقتصادية.

المنحنيات البيانية :

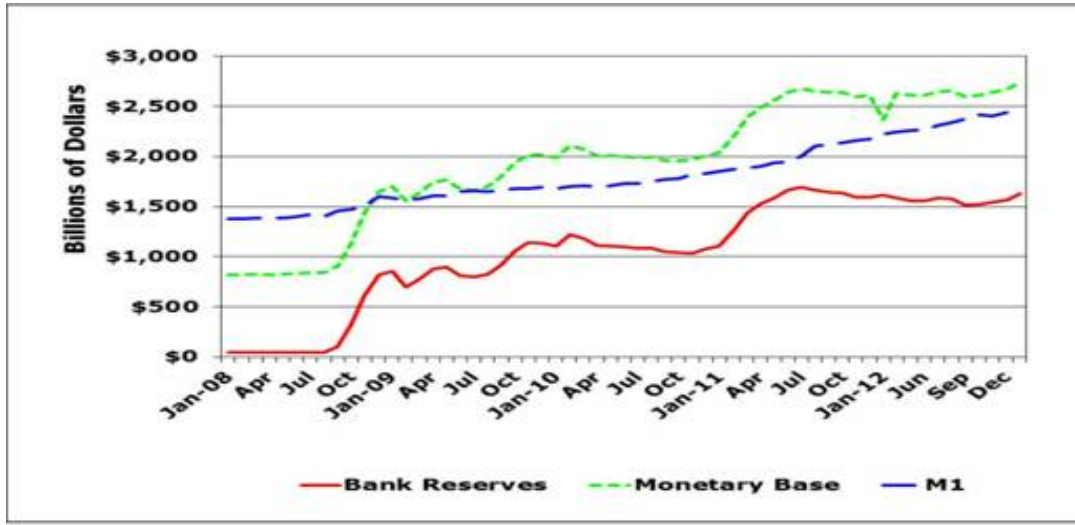
منحنى بياني رقم (01) يوضح تغيرات الكتلة النقدية (M2) والقاعدة النقدية في اليورو خلال فترة الأزمة المالية

2008



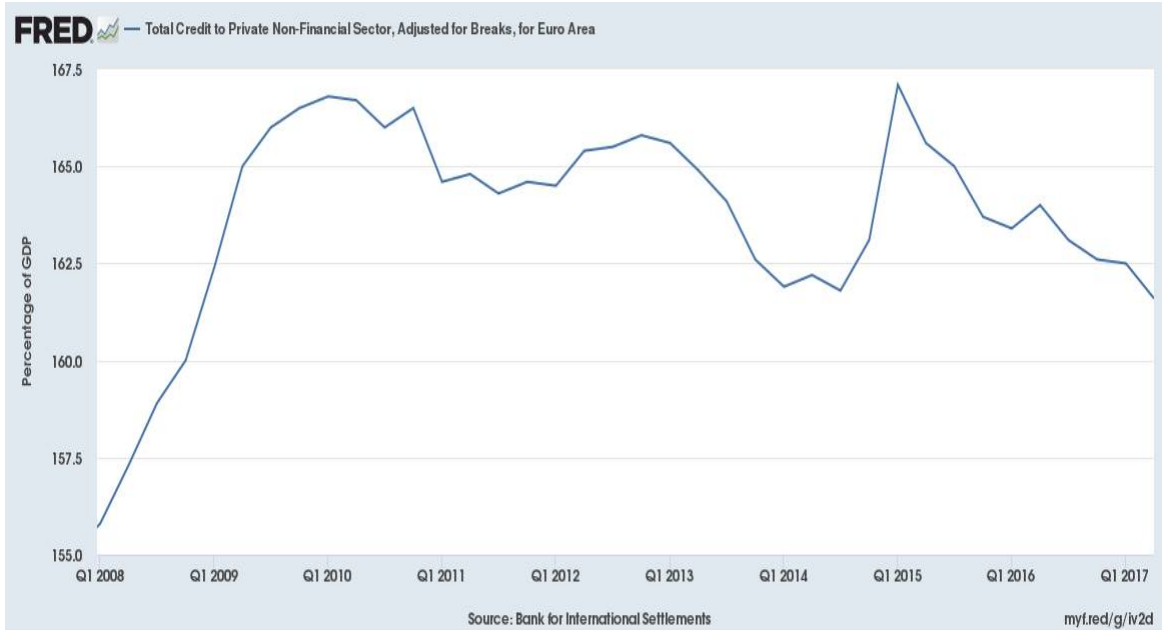
المصدر: : Kouamé Désiré Kanga, Essais sur l'impact des mesures de politique monétaire non conventionnelle dans la zone euro, université d'Orléans, la France, 2017, p 39.

منحنى بياني رقم (02) يوضح تطورات الاحتياطات البنكية والعرض النقدي خلال الأزمة المالية العالمية 2008 في الو.م.أ.



المصدر: البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي

منحنى بياني رقم (03) يوضح تطور عملية الإقراض نحو القطاع الخاص غير المالي في منطقة اليورو بالنسبة المئوية من الناتج المحلي الاجمالي خلال الفترة (2008-2017)



المصدر: البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي

منحنى بياني رقم (04) : يوضح تطور معدلات التضخم (%) في منطقة اليورو خلال الفترة 2008-2016



المصدر : البنك المركزي الأوروبي

الهوامش والمراجع:

¹ Krugman, Paul. 2000. Thinking About the Liquidity Trap. *Journal of the Japanese and International Economies*, p-p : 221–237

² أنظر :

- Ito, Takatoshi, and Mishkin, Frederic S. 2006. Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem. p-p 131–202 of : *Monetary Policy under Very Low Inflation in the Pacific Rim, NBER-EASE, Volume15*. NBER Chapters. National Bureau of Economic Research, Inc.

-Ito, Takatoshi, and Yabu, Tomoyoshi. 2007. What prompts Japan to intervene in the Forex market ? A new approach to a reaction function. *Journal of International Money and Finance*, p-p : 193–212

³ أنظر :

- Goodfriend, Marvin. 2000. Overcoming the Zero Bound on Interest Rate Policy. *Journal of Money, Credit and Banking*, p-p : 1007–1035.

- Metzler, Allan. 1995. Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes : A Monetarist Perspective. *Journal of Economic Perspectives*, p-p : 49–72.

⁴ Koo, Richard C. 2008. *The Holy Grail of Macroeconomics : Lessons from Japan's Great Recession*. John Wiley and Sons (Asia) Pte. Ltd. ISBN 974-0470-82387-3.

⁵ Michael Joyce, David Miles, Andrew Scott and Dimitri Vayanos quantitative easing and unconventional monetary policy – an introduction, 2012, p 27

⁶ Rapport de la Banque de France 2012, p70. https://www.banquefrance.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Documents_Economiques/documents-et-debats-numero-4-chapitre-6.pdf

⁷ Wouter J. Den Haan. « Quantitative Easing, evolution of economic thinking as it happened on Vox », center for economic policy research, A VoxEU.org eBook, London 2016.p 11.

⁸ Kada Akacem, Asma Selka, Les Politiques Monétaires Dans Le Monde Avant Et Après La Crise Financière Et Economique Mondiale De 2008, Recherches économiques et managériale – N° 18 –Décembre 2015, p 42

⁹ Krishnamurthy, A. et A. Vissing-Jorgensen (2011). « The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates : Channels and Implications for Policy ». *Brookings Papers on Economic Activity* 2011, p. 215–287.

¹⁰ أنظر :

-Michael Woodford, « Methods of Policy Accomodation at the interes-Rate Lower Bound,2012, pp, 190-191. https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2012/Woodford_final.pdf

-Eggertsson, G. B.(2006) « The Deflation Bias and Committing to Being Irresponsible ». Journal of Money, Credit and Banking , p-p : 283-321

- Eggertsson, G. B.(2008) « Liquidity trap ». The New Palgrave Dictionary of Economics. 2e ´ed. Nature Publishing Group, p- p : 154-160.

¹¹ Bowdler, C. et A. Radia (2012). « Unconventional monetary policy : the assessment ». Oxford Review of Economic Policy, p-p : 603-621

¹² Kouamé Désiré Kanga, Essais sur l'impact des mesures de politique monétaire non conventionnelle dans la zone euro ,université d'Orléans ,la France,2017 , p 39.

¹³ Bridges, J. et R. Thomas (2012). The Impact of QE on the UK Economy - Some Supportive Monetarist Arithmetic. Working Paper 443. England : Bank of England.

¹⁴ Kouamé Désiré Kanga, Essais sur l'impact des mesures de politique monétaire non conventionnelle dans la zone euro, opcit, p 40.

¹⁵ Christiano, L. J. et M. Eichenbaum (1992). « Liquidity Effects and the Monetary Transmission Mechanism ». American Economic Review, p. 346-53

¹⁶ Michel Dupuy, « Les effets des politiques de quantitative easing sur le taux de change : les enseignements de l'expérience américaine », *Revue d'économie financière* 2012/4 (N° 108), p. 243-260.

¹⁷ Glenn D.Rudebusch, the fed's Exit strategy for monetary policy, 2010,p2-3

¹⁸ Zakaria Moussa, assouplissement quantitatif ; quels enseignements tirer de l'expérience japonaise ? université de la méditerranée Aix Marseille 2, 2010,p 7.

¹⁹Arvind Krishnamurthy and Annette Vissing (2011), "The Effects of Quantitative Easing on Interest Rate: channels and Implications for Policy", Op-Cit, P 220.

²⁰Morais, Bernardo, Jose-Luis Peydro, and Claudia Ruiz(2015), "The International Bank Lending Channel of Monetary Policy Rates and QE: Credit Supply, Reach-for-Yield, and Real Effects", Board of Governors of the Federal Reserve System, No: 1137, PP: 2-8

²¹عبد العزيز شويش، بشرى عبد الباري احمد، التسهيل الكمي ودوره في السياسة النقدية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الاقتصادية، المجلد الرابع، العدد 2، العراق 2014، ص 132.

²²حنان سليم هلال، نبيل مهدي الجنابي، طروحات نظرية؛ لدور التوقعات في تحليل منحني (Phillips)، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد 12، العدد الثاني، 2010، ص 119

²³Chrestian Friedrich, Marc André Gosselin « la dynamique de l'inflation dans l'après crise, Revue de la Banque du Canada ; Printemps 2015.p 3.

²⁴ Carpenter, S. et S. Demiralp (2012). « Money, reserves, and the transmission of monetary policy : Does the money multiplier exist ? » Journal of Macroeconomics 34.1, p. 59

بالاعتماد على :²⁵ -تقرير بنك الجزائر الصادر في أفريل 2017، -تقرير بنك الجزائر الصادر في فيفري 2018

²⁶بودري شريف، جدوى سياسة تخفيض الدينار الجزائري لمواجهة تداعيات الصدمة النفطية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 16، جامعة الشلف-الجزائر - 2017، ص 138.

²⁷ وتم الاطلاع عليه في 2018/02/14 <https://www.djazairress.com/alfadjr/273808>

²⁸الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 57، الصادر في 12 أكتوبر 2017، ص 4.

²⁹وكالة الأنباء الجزائرية أدرج يوم الأحد 15 أكتوبر على الساعة 19:28، وتم الاطلاع عليه يوم 3 مارس 2018.

³⁰أمر رقم 10 - 04 مؤرخ في 16 رمضان عام 1431 الموافق 26 غشت سنة 2010، يعدل ويتمم الأمر رقم 03 - 11 المؤرخ في 27 جمادى الثانية عام 1424 الموافق 26 غشت سنة 2003 والمتعلق بالنقد والقرض

. http://www.bank-of-algeria.dz/pdf/legist/ar/ordre_10-04-26-08-2010.pdf

³¹نور الدين جوادي، مصادر التمويل غير التقليدي للخبزينة العمومية الجزائرية آليات تمويل حديثة في اقتصاد تقليدي، جريدة التحرير الجزائرية، الصادرة في 13 سبتمبر 2017.