

تقييم تجربة التمويل غير التقليدي في الجزائر بالإشارة إلى بعض التجارب الدولية

Evaluating the unconventional financing experience in Algeria with reference to some international experiences

صلوح محمد العيد¹، بن حامد عبد الغني²

Mohammed Laid Sellouh¹, Abdelghani Benhamed²

¹المركز الجامعي اليزي، الجزائر، med.sellouh@cuillizi.dz

مخبر تنمية اقتصاديات الأعمال الحديثة وتحسين أدائها بمنطقة الطاسيلي

²المركز الجامعي اليزي، الجزائر، benhamed.abdelghani@cuillizi.dz

مخبر تنمية اقتصاديات الأعمال الحديثة وتحسين أدائها بمنطقة الطاسيلي

تاريخ الاستلام: 2020/03/02 تاريخ القبول: 2020/07/17 تاريخ النشر: 2020/07/31

ملخص:

تتناول هذه الدراسة تقييم تجربة تبني الجزائر لسياسة التمويل غير التقليدي، بالإشارة إلى بعض التجارب الدولية، ومدى استفادة الجزائر من هذه الآلية. وقد توصلت الدراسة إلى أن سياسة التمويل غير التقليدي، تعتبر أداة فعالة ومجدية في الاقتصاديات المتطورة والمنتجة، في حين تكون هذه الأداة غير فعالة بل وتؤدي إلى نتائج عكسية كما هو الحال في الدول النامية، والتي تعتبر الجزائر من بينها. كلمات مفتاحية: التمويل غير التقليدي، التيسير الكمي، قانون النقد والقرض. تصنيفات JEL: G2، E5.

Abstract:

This study with assessing the experience of Algeria adopting the unconventional financing, with reference to some international experiences, and the extent to which Algeria benefits from this mechanism.

This study concluded that the unconventional financing policy is considered an effective and feasible tool in the developed and productive

economies, while this tool is ineffective and even leads to adverse as is the case in developing countries, which Algeria is among them .

Keywords: unconventional financing; quantitative easing; cash and loan law.

JEL Classification Codes: E5, G2.

1. مقدمة:

مع بداية الأزمة البترولية لسنة 2014، عانى الاقتصاد الجزائري من مشاكل مالية كبيرة، والتي أدت إلى انخفاض معتبر في السيولة النقدية لدى البنوك التجارية، وتآكل احتياطات الصرف الأجنبي، وتسجيل عجزا في كل من الميزان التجاري، والموازنة العامة.

1 ومع تفاقم الوضعية المالية بسبب عجز الخزينة العمومية عن الوفاء بالتزاماتها المالية، لجأت السلطات المالية في نهاية 2017 إلى ما يعرف بسياسة التمويل غير التقليدي، من خلال المادة 45 مكرر من القانون رقم 17-10 بحيث يسمح لبنك الجزائر بشراء السندات المالية التي تصدرها الخزينة العمومية، من أجل تغطية احتياجات تمويل الخزينة، وتمويل الدين العمومي الداخلي، وتمويل الصندوق الوطني للاستثمار.

1.1 إشكالية الدراسة:

مما سبق يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية للدراسة على النحو التالي:

ما أثر تطبيق سياسة التمويل غير التقليدي على الاقتصاد الجزائري؟

ويندرج تحت الإشكالية الرئيسية مجموعة من التساؤلات الفرعية التالية:

- ✓ فيما تتمثل سياسة التمويل غير التقليدي، وما هي آليات تطبيقها؟
- ✓ ما أثر آلية التمويل غير التقليدي على بعض الاقتصاديات المتطورة؟
- ✓ ما هي ظروف وآليات تطبيق الجزائر لسياسة التمويل غير التقليدي؟
- ✓ ما أثر سياسة التمويل غير التقليدي على بعض المؤشرات النقدية في الجزائر؟

2.1 فرضيات الدراسة :

قصد الإجابة على الإشكالية الرئيسية والتساؤلات الفرعية، تم صياغة الفرضيات التالية:

- ✓ التمويل غير التقليدي أداة من أدوات السياسة النقدية تستخدمها البنوك المركزية كآلية استثنائية.
- ✓ يوجد تأثير إيجابي من استخدام آلية التمويل غير التقليدي على بعض الاقتصاديات المتطورة.
- ✓ أدت الظروف الاقتصادية والمالية الحرجة إلى تبني الجزائر لسياسة التمويل غير التقليدي.
- ✓ هناك أثر سلبي للاستخدام سياسة التمويل غير التقليدي على بعض المؤشرات النقدية في الجزائر.

3.1 أهداف الدراسة :

- نسعى من خلال هذه الدراسة إلى الوصول إلى جملة من الأهداف نذكرها فيما يلي:
- ✓ التعرف على آلية تطبيق سياسة التمويل غير التقليدي (أو التيسير الكمي).
- ✓ الاطلاع على التجارب الدولية في مجال التمويل غير التقليدي، للاستفادة منها وتفاذي الآثار السلبية الناجمة عن هذه السياسة.
- ✓ محاولة تقييم تجربة الجزائر من خلال استنباط أوجه القصور في استخدام آلية التمويل غير التقليدي قصد التحسين من ظروف استخدام هذه الآلية إن اقتضت الظروف الاقتصادية والمالية ذلك.

4.1 منهجية الدراسة :

- بهدف الإحاطة بالموضوع، فقد قمنا بإتباع المنهج الوصفي التحليلي من أجل تحديد مختلف المفاهيم التي تتعلق بموضوع البحث، وتحليل واقع تطبيق سياسة التيسير الكمي على بعض الاقتصاديات المتطورة، وإبراز الآثار المترتبة عن تبني سياسة التمويل غير التقليدي على بعض المؤشرات النقدية في الجزائر.
2. المحور الأول: الإطار النظري لسياسة التمويل غير التقليدي (التيسير الكمي):

1.2 ماهية سياسة التمويل غير التقليدي :

- **التعريف الأول:** تعرف سياسة التمويل غير التقليدي أو سياسة التيسير الكمي على أنها " سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي، عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة، حيث يشتري البنك المركزي الموجودات المالية لزيادة كمية الأموال المتدفقة إلى الاقتصاد، وتميز آلية تسيير التيسير الكمي هذه عن السياسة المعتادة في شراء أو بيع الموجودات المالية

بأنها تهدف إلى الحفاظ على معدلات الفائدة في السوق عند المستوى المحدد والمستهدف". (هاني ووعيل، 2018، صفحة 253)

— **التعريف الثاني:** التيسير الكمي يعرف على أنه " العملية التي يتم بموجبها خلق نقود من فراغ، حيث يقوم البنك المركزي بزيادة الأساس النقدي واستخدامه لشراء الأصول (خاصة، عامة) من المؤسسات المالية، وهذا ما يؤثر على الأسعار النسبية للأصول النقدية والمالية وارتفاع أسعار السندات، لأن الطلب عليها ارتفع جراء عملية الشراء. كما يفترض أن تستخدم هذه الزيادة في الأساس النقدي في عمليات الإقراض وزيادة حجم الائتمان (زيادة حجم القروض الممنوحة)، وهو ما يؤدي إلى زيادة عملية خلق النقود بصورة مضاعفة وذلك يعتمد على قيمة المضاعف النقدي. (العشي و صديقي، 2018، صفحة 76)

من خلال ما سبق يمكن أن نستنتج أن التمويل غير التقليدي ما هو إلا أداة من أدوات البنك المركزي غير التقليدية، يستعملها للمحافظة على صحة الاقتصاد في حالة الانخفاض الشديد لأسعار الفائدة واقتربها من الصفر، وذلك من خلال إصدار فائض من النقود بدون مقابل، وضخها في الاقتصاد، ك شراء الديون المتعثرة والسندات الحكومية.

2.2 أهداف سياسة التمويل غير التقليدي:

إن استخدام سياسة التمويل غير التقليدي تنطوي على مجموعة من الأهداف والتي تتباين من دولة إلى أخرى، إلا أن أهم هذه الأهداف تتمثل فيما يلي: (العشي و صديقي، 2018، الصفحات 256-257)

➤ **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.

➤ **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 إيجاباً على العائد من السندات التجارية والاستثمارية، هذا ما يشجع المستثمرين على تداولها وخلق سيولة مناسبة في السوق.

➤ **تحييد الإفلاس وعدم الوفاء بالالتزامات المالية:** يعتبر الإفلاس وعدم قدرة المقرضين 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.

➤ **تحقيق الانتعاش الاقتصادي عن طريق زيادة الإقراض المصرفي والمعروض النقدي:** وبالتالي رفع معدل التضخم إلى مستويات مستهدفة، فقد صرح محافظو البنوك المركزية الثلاث (اليابان، الاتحاد الأوروبي، إنجلترا) بأن هذا الهدف يعتبر الأول وراء تطبيق التيسير الكمي.

3.2 قنوات إبلاغ سياسة التيسير الكمي:

تلجأ البنوك المركزية إلى إستراتيجية التيسير الكمي عبر شراء الأصول المالية بكميات كبيرة، مما يترتب عليه زيادة المعروض النقدي، وبالتالي لا يتبقى لدى البنك المركزي سوى استهداف هذه الزيادة في المعروض النقدي بعد وصول معدلات الفائدة إلى أدنى مستوياتها، فالتوسع النقدي الذي يتم عبر التيسير الكمي يمكن أن يؤثر في تحفيز النشاط الاقتصادي من خلال عدة قنوات، يمكن ذكر أهمها كالاتي:
(بوجلاب و ديب، 2019، الصفحات 251-252)

➤ **قناة توازن المحافظ المالية:** حيث تقوم على فرضية أن الأدوات المالية ليست بديلة لبعضها البعض بشكل مطلق في محافظ المستثمرين، وبالتالي فإن التغيرات في صافي العرض المتاح من هذه الأدوات للمستثمرين يؤثر على معدل العائد الذي تحققه وكذلك على تلك الأدوات المالية البديلة

لها. فقيام البنك المركزي بشراء السندات طويلة الأجل يؤدي إلى تقليل معدلات العائد عليها نتيجة لانخفاض العرض وبالتالي ارتفاع أسعارها، الأمر الذي يدفع المستثمرين إلى شراء سندات مشابهة في الخصائص من حيث المخاطرة ومدة الاستحقاق وهو ما يخفض من معدل العائد على الأصول الأخرى أيضا، مما يزيد من حجم الإقراض.

➤ **قناة الندرة:** إن الزيادة في شراء الأصول طويلة الأجل والمتمثلة أساسا في السندات الحكومية يؤدي إلى ارتفاع أسعارها في مقابل انخفاض أسعار الأصول الأخرى، وثبات العائد يؤثر على عرض السندات وهذا ما يسهم في التوجه نحو الاستثمار في الأصول قصيرة الأجل والاستثمار في الاقتصاد الحقيقي خاصة، وتعتبر هذه القناة جزء من قناة المحفظة إلا أنها تضم الأصول طويلة الأجل فقط.

➤ **قناة التحذير:** تشير هذه القناة إلى ضرورة تغطية الاقتصاد الحقيقي مستقبلا لكمية النقود المطبوعة في الاقتصاد الحالي، أي أنه على سياسة التيسر الكمي أن تكون فاعلة في الاقتصاد مستقبلا بحيث تؤثر بشكل إيجابي وبالشكل المطلوب، أي يجب على سياسة التيسر الكمي أن تخفض أسعار الفائدة طويلة الأجل وهذا ما يدفع أسعار الفائدة إلى الانخفاض، وعلى هذه السياسة أن تكون فعالة على المدى البعيد مما يؤثر على الاقتصاد الحقيقي مستقبلا، وهكذا يكون البنك المركزي قد قام بدوره بفعالية.

➤ **قناة السيولة:** من خلال قيام البنك المركزي بتوفير السيولة للبنوك في مقابل الأصول طويلة الأجل، ما يسهم في إقبالهم على زيادة تقديم القروض للمستثمرين من أفراد وشركات.

➤ **قناة التضخم:** إن ضخ السيولة من قبل البنك المركزي يؤدي إلى زيادة التضخم المتوقع في المستقبل وهذا ما لا يحفز المستثمرين على الاستثمار في الوقت الحالي.

➤ **قناة علاوة الأمان:** زيادة الطلب على علاوة الأمان المدفوعة على الأصول طويلة الأجل في السوق يخفض الطلب على هذه الأصول وهذا ما يخفض من الأصول طويلة الأجل المكونة لمحفظة المستثمرين، وتطبيق سياسة التيسر الكمي يخفض عرض علاوة الأمان بسبب انخفاض عرض

الأصول طويلة الأجل، وبالتالي توجه المستثمرين نحو الاستثمار في الاقتصاد الحقيقي باعتباره أكثر أمانا.

➤ **قناة علاوة الخطر المدفوعة مسبقا:** يقوم البنك المركزي بخفض علاوة الخطر المدفوعة مسبقا على السندات طويلة الأجل وبالتالي ينخفض الطلب على هذه السندات وزيادة الطلب على السندات قصيرة الأجل مما يخفض في سعر الفائدة طويلة الأجل.

➤ **قناة خطر عدم السداد:** تعمل سياسة التيسير الكمي على خفض خطر عدم السداد من قبل المستثمرين من خلال تخفيض عرض علاوة خطر عدم السداد المطلوبة من طرف المستثمرين، مما يخفض في العائد على الأصول المعنية.

3. المحور الثاني: التجارب الدولية في تطبيق سياسة التمويل غير التقليدي.

إن تشابه الأزمات والمشاكل على مستوى اقتصاديات الدول يفرض بالضرورة تشابه الحلول والإجراءات المتخذة؛ فبعد لجوء اليابان إلى اعتماد هذه السياسة في أوائل القرن الحالي، توالى إقبال الدول الأخرى على تطبيقها تحديدا بعد انفجار الأزمة المالية العالمية سنة 2008، على غرار الولايات المتحدة، إنجلترا، الاتحاد الأوروبي والصين، ولم يقتصر تطبيق هذه الآلية على الدول المتقدمة فقط، إذ أعلنت بعض الدول النامية تبنيها لهذا الأسلوب على رأسها فنزويلا والجزائر.

1.3 تجربة اليابان :

يعتبر بنك اليابان أول بنك اتبع سياسة التمويل غير التقليدي وذلك في أعقاب انفجار اقتصاد الفقاعة المالية في اليابان في عام 1990، ضعف النشاط الاقتصادي وأسعار السلع الاستهلاكية، وحدث الانكماش في مستوى النمو الاقتصادي، مما دفع بنك اليابان إلى تخفيض سعر الفائدة إلى الصفر بحلول عام 1999، غير أن هذه العملية لم تأت بالنتائج المرجوة، ففي مارس 2001، ونتيجة استمرار انخفاض أسعار السلع الاستهلاكية، وضعف النظام المصرفي، واحتمال تجدد الركود في أعقاب انهيار فقاعة تكنولوجيا المعلومات العالمية، دفعت البنك المركزي الياباني لإطلاق سياسة التمويل غير التقليدي من خلال ثلاثة عناصر رئيسية هي: (صاري، 2018، الصفحات 169-170)

- تعزيز بنك اليابان مشترياته من السندات الحكومية، بما في ذلك السندات طويل الأجل، وبعض الأصول الأخرى، من أجل المساعدة في تحقيق ضخ الزيادات المستهدفة، ورفع أرصدة الحسابات الجارية والاحتياطيات التي تحتفظ بها المؤسسات المالية في البنك المركزي الياباني.
- تم رفع هدف التضخم المستهدف إلى 2% بفعل زيادة حجم ميزانيته العمومية وانخفاض قيمة الين.
- بعد سياسة التمويل غير التقليدي انخفضت قيمة الين مقابل الدولار وانخفض مؤشر نيكاي بنسبة 28% بين عامي 2002 - 2004 وبعد هذه الفترة انخفض الدولار بنسبة 22% وبالتالي بدأ الاقتصاد المالي الياباني في تحقيق الاستقرار وخلال ذلك تعافى مؤشر نيكاي بحوالي 20% .
- إن أهم نتائج تجربة التمويل غير التقليدي في اليابان أنها أسهمت في خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل، كما ساعدت المصارف الأضعف على الصمود وقت الصدمات المالية، وأسهمت في استقرار النظام المصرفي من خلال خفض تأثير الأصول غير الجيدة أو المشكوك في تحصيلها في النظام المصرفي، وذلك من خلال رفع كميات السيولة فوق المستويات المطلوبة. كما أسهمت في إزالة مخاوف التمويل المستقبلية لدى الأفراد والشركات مما شجع عمليات الاستهلاك والاستثمار.
- أما أهم مساوئها فهي أنها أخرت التصحيح الهيكلي اللازم اتخاذه لإنقاذ الاقتصاد الياباني. وقد انتقدت اليابان لأنها لجأت للتيسير الكمي قبل التوسع المالي، وهذا ما أضر وقلل من تأثير السياسات النقدية، كما أن طبيعة الاقتصاد الياباني المعتمد على الصادرات كمحرك للاقتصاد قللت من تأثير التيسير الكمي.

2.3 تجربة الولايات المتحدة الأمريكية:

بعد ثلاثة أشهر الأولى من أزمة سبتمبر 2008 قام البنك المركزي الفيدرالي بمضاعفة ميزانيته، فقبل الأزمة قام البنك بضخ ما يقارب 700 بليون دولار من الخزينة أي بمعدل 100 بليون دولار أسبوعياً، أما بعد الأزمة فقام بضخ 2 تريليون دولار من الخزينة متبوعاً بشراء 10 بليون دولار من السندات

الحكومية طويلة الأجل شهرياً، وقام البنك الفيدرالي بتطبيق ثلاث خطط من التمويل غير التقليدي تتمثل فيما يلي: (مطاي و راشدي، 2016، الصفحات 18-19)

- الخطة الأولى QE1: في نوفمبر 2008 قام البنك بشراء سندات الرهن العقاري التي بلغت قيمتها 100 بليون دولار شهرياً، ومع انتهاء QE1 سنة 2010 كان البنك الفيدرالي يحتجز 1.25 تريليون دولار من سندات الرهن العقاري المسترجعة و300 بليون دولار من السندات الحكومية و175 بليون دولار من ديون الوكالات.
- الخطة الثانية QE2: في نوفمبر 2010 بدأ تطبيق الخطة الثانية حيث قام من خلالها البنك الفيدرالي بشراء 85 بليون دولار من السندات الحكومية وتواصلت حتى جوان 2011.
- الخطة الثالثة QE3: وفي سبتمبر 2012 قرر البنك إتباع خطة ثالثة والتي طبقت حتى ديسمبر 2013، حيث تقرر التخفيض من السندات الحكومية المشتراة بـ 10 بليون دولار، فمن سبتمبر 2012 إلى ديسمبر 2013 قام البنك الفيدرالي بشراء 85 بليون دولار من السندات منها: 45 بليون دولار سندات حكومية و40 بليون دولار سندات الرهن العقاري المسترجعة، وهو ما يبينه الجدول الموالي:

الجدول 1: عمليات التيسير الكمي للاحتياطي الفيدرالي

الوحدة : مليار دولار

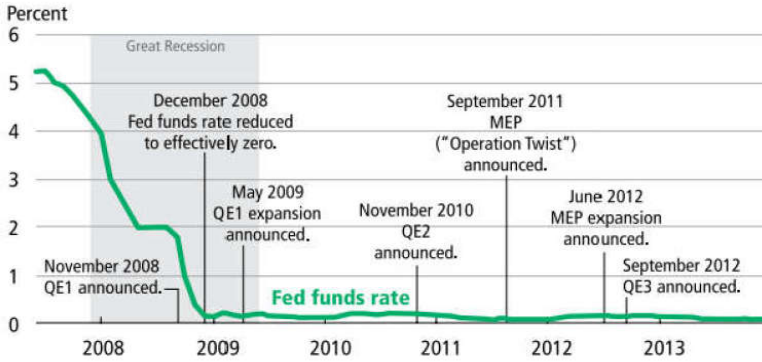
QE3	QE2	QE1	خطط التمويل غير التقليدي
سبتمبر 2012	نوفمبر 2010	نوفمبر 2008	التاريخ
40	600	750	المبلغ

المصدر: عبد العزيز شويش عبد الحميد ، بشرى عبد الباري أحمد، 2014 ، ص130

كما أن الشكل الموالي يلخص التسلسل الزمني لبرنامج التمويل غير التقليدي للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، حيث نلاحظ من خلال هذا المنحنى أنه بعد الثلاثة أشهر الأولى من حدوث الأزمة المالية العالمية 2008، كان الاحتياطي الفيدرالي في تزايد مستمر إلى غاية ديسمبر 2008 حيث عرف تدهورا

كبيراً، مما أدى به إلى تطبيق QE1 في ماي 2009، ثم QE2 في نوفمبر 2010، ثم تطورت العملية المعلن عنها في سبتمبر 2011 وفي جوان 2012 قام بتوسيع العملية أكثر ورغم كل هذه العمليات لكن بعد سنة 2013 سجل الاحتياطي الفيدرالي تدهور إلى غاية الصفر رغم تطبيق البنك لسياسات التمويل غير التقليدي لكن دون جدوى.

الشكل 1 : التسلسل الزمني لبرنامج التمويل غير التقليدي للاحتياطي الفيدرالي



Source: Quantitative easing work, Federal Bank of Philadelphia Research Department, 2016, p 6.

4. المحور الثالث: تقييم تجربة سياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر:

صادق مجلس الوزراء في الجزائر على اعتماد أسلوب جديد للتمويل سمي "سياسة التمويل غير التقليدي"، بسبب العجز المالي الذي تعاني منه الخزينة العمومية جراء تقلبات أسعار النفط، ولتجنب الاستدانة الخارجية وكذا تجنب تعطيل نموذج التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وضمان استمرار برامج التنمية المتبعة منذ سنوات. فموجب أحكام المادة 45 مكرر من القانون رقم 17-10 الموافق لـ 11 أكتوبر 2017 والمتعلق بقانون النقد والقرض والتي نصت على أن يقوم بنك الجزائر، ابتداء من دخول هذا الحكم، بشكل استثنائي ولمدة 5 سنوات، بشراء مباشرة عن الخزينة، السندات المالية التي تصدرها هذه الأخيرة، من أجل المساهمة على وجه الخصوص في: تغطية احتياجات التمويل، تمويل الدين العمومي، تمويل الصندوق الوطني للاستثمار، وتنفيذ هذه الآلية لمرافقة وتنفيذ برنامج الإصلاحات الهيكلية الاقتصادية

والميزانية، والتي ينبغي أن تفضي في نهاية الفترة المذكورة كأقصى تقدير إلى: توازنات خزينة الدولة، توازنات ميزان المدفوعات.

1.4 دوافع تبني الجزائر لسياسة التمويل غير التقليدي: (مهري و سمالي، 2018، الصفحات 14-15)

✓ سيسمح نمط التمويل غير التقليدي بتفادي تراجع النمو الاقتصادي، وإن لجوء الجزائر بكل سيادة إلى التمويل الداخلي غير التقليدي يهدف إلى تفادي تراجع نموها الذي قد يكون خطيرا ليس فقط اقتصاديا بل اجتماعيا أيضا.

✓ تعود أزمة الاقتصاد الجزائري إلى تراجع أسعار النفط الذي يشكل نقطة ارتكاز رئيسية للاقتصاد، حيث يمثل 60% من الموازنة العامة، أي ما يعادل 94% من عائدات التصدير، ومع تراجع أسعار النفط واجه الاقتصاد الجزائري العديد من التحديات التي دفعت الحكومة إلى تقليص مستويات الإنفاق العام بمقدار 16% خلال عام 2017، بعد أن سجلت الموازنة العامة عجزا بنسبة 15% في 2016، ومن المتوقع أن يتراجع إلى 8% مع اتخاذ الحكومة العديد من الإصلاحات الضريبية وخفض الدعم على وجه التحديد، وبالمقابل فقدت الاحتياطات الأجنبية خلال الفترة ما بين ماي 2014 وحتى جويلية 2017 ما يقارب 100 مليار دولار من احتياطاتها من النقد الأجنبي، لتصل إلى 102 مليار دولار في نهاية 2017.

✓ استبعاد اللجوء إلى الاستدانة الخارجية وترقية اللجوء إلى أدوات السياسة النقدية غير التقليدية باعتبارها خيار استراتيجي لاجتناب الاستدانة، إذ سيسمح لبنك الجزائر بإقراض الخزينة العمومية مباشرة لتمكينها من تمويل العجز في ميزانية الدولة وتمويل الديون العمومية الداخلية، وكذا منح موارد للصندوق الوطني للاستثمار، وسيرافق هذا النمط من التمويل الاستثنائي الذي سيتم إرساؤه لمدة خمس سنوات تطبيق برنامج إصلاحات هيكلية اقتصادية ومالية تهدف إلى إعادة توازن المالية العمومية وتوازن ميزان المدفوعات. فالأموال التي ستقترضها الخزينة من بنك الجزائر ليست موجهة لتمويل الاستهلاك وإنما لتمويل الاستثمار العمومي وذلك لن يكون مصدرا للتضخم.

✓ تواجه الخزينة حاليا دينا عموميا لا يتجاوز 20% من الناتج الداخلي الخام وبالتالي لديها هامش معقول من المديونية، وعلى سبيل المقارنة فان دول الاتحاد الأوروبي التي تمتلك مالية عمومية الأكثر متانة، لديها أيضا دينا عموميا يقارب نسبة 70% من الناتج الداخلي الخام، مما قد يؤمن المحافظة على الاستقلال المالي للدولة ويسمح لها بمواصلة جهودها في عملية التنمية.

2.4 إجراءات تطبيق سياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر:

حسب بنك الجزائر في مذكرته الصادرة حول وضعية التمويل غير التقليدي إلى غاية فيفري 2019، فانه تم ضخ 3.114,40 مليار دينار من مجموع 6.556,20 مليار دينار حشدتها الخزينة لدى بنك الجزائر في إطار تنفيذ التمويل غير التقليدي بين منتصف نوفمبر 2017 ونهاية يناير 2019، أي ما يقارب النصف، حسبما أشارت إليه مذكرة البنك. وحسب المذكرة التي تجري تقييما حول تطبيق هذا التمويل وتقدم توضيحات حول تصريف السياسة النقدية، فإن مبلغ 945,1 مليار دينار قد دخل حساب الخزينة لدى بنك الجزائر لكنه لم يُضخ بعد في الاقتصاد الوطني. وتم وضع مبلغ 656,7 مليار دينار في حساب الصندوق الوطني للاستثمار لدى الخزينة بغية استعماله وفقا للاحتياجات المؤكدة، في حين إن مبلغ 1.830 مليار دينار يعد محل تعقيم من قبل بنك الجزائر من خلال آلياته المختلفة. ومن مجمل المبلغ الذي حُشد (6.556,2 مليار دينار)، استخدم مبلغ 2.470 مليار دينار في تمويل عجز الخزينة خلال السنتين الماليتين 2017 و2018 وجزئيا بعنوان السنة المالية 2019، حسبما أوضحه البنك، من جهة أخرى، ساهم مبلغ 1.813 مليار دينار في تسديد الديون العمومية للمؤسسات الوطنية سوناطراك وسونلغاز، وكذا في تمويل عملية تسديد القرض السندي للنمو. كما وُجّهت 500 مليار دينار للصندوق الوطني للتقاعد من أجل إعادة تمويل دينها تجاه الصندوق الوطني للتأمينات الاجتماعية. وحسب نفس المصدر، فإن هذا التمويل قد سمح كذلك بتمويل الصندوق الوطني للاستثمار بمبلغ 1.773,2 مليار دينار، ووجهت لعمليات تمويل برامج سكنات "عدل" وعجز الصندوق الوطني للتقاعد ومشاريع مهيكلة (banque d'alger, 2019).

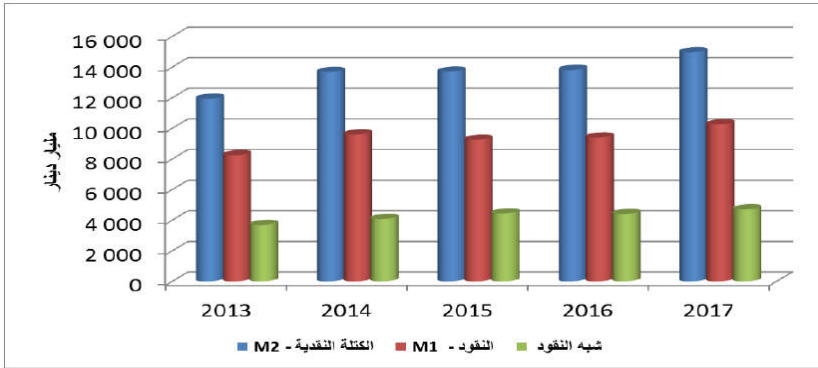
3.4 استخدام سياسة التمويل غير التقليدي في الجزائر:

لتمويل غير التقليدي آثارا مالية ونقدية على عدة مؤشرات، إذ تعتبر السياسة النقدية من أهم الإجراءات اللازمة لتمكين السلطات النقدية من إدارة العرض النقدي وضبط السيولة البنكية، بما يتوافق مع الأهداف الاقتصادية للدولة. فالتحكم في العرض النقدي ليس بالأمر الهين كما لا يمكن إغفال تأثير الكتلة النقدية على العرض النقدي، ولعل أهم جزء من هذه التأثيرات هو احتياطي الصرف الأجنبي والمتكون من الذهب وسلة العملات الأجنبية كالدولار، الجنيه الإسترليني والأورو ... وذلك لمواجهة أو تجنب النتائج غير المرغوب فيها كالوضع السائد حاليا.

1.3.4 الأثر على الكتلة النقدية :

تمثل الكتلة النقدية حيازات الجمهور من العملة ومجموع خصوم الودائع تحت الطلب في البنوك التجارية، وكذا الودائع في شركات الادخار والإقراض وودائع بنوك الادخار، تقوم الدراسة بتحليل تطور الكتلة النقدية في الجزائر، كما هو موضح في الشكل الموالي.

الشكل 2 : تطور الكتلة النقدية



المصدر: بنك الجزائر، التقرير السنوي، 2017، ص 123

نجم ارتفاع الكتلة النقدية ب 8,4 %، إلى حد كبير، عن ارتفاع الودائع تحت الطلب على مستوى المصارف، أساسا تلك المتعلقة بقطاع المحروقات، وبدرجة أقل، عن ارتفاع الودائع لأجل. كما أن ارتفاع

الكتلة النقدية M2 في 2017 (مقابلاتها)، يتبين، من خلال الوضعية النقدية المجمعمة لمجمل النظام المصرفي، أن: (بنك الجزائر، 2018، الصفحات 125-126)

- صافي الموجودات الخارجية (احتياطيات الصرف المعبر عنها بالدينار) قد عرف تقلصا بنسبة 10,9 % في 2107 (مقابل 18,1% في 2016)، ما يمثل 1.368,60 مليار دينار. يفسر هذا التقلص والذي يعد أقل حدة من التقلص الذي عرفه صافي التدفقات السلبية للرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات (ما يعادل من الدينار لمبلغ 1,76 مليار دولار)، أساساً بتطور أسعار صرف العملات التي تُشكل احتياطيات الصرف (انخفاض قيمة الدولار مقابل الأورو).

- صافي القروض الموجهة للدولة قد عرف ارتفاعا، من جديد، قدره 74,9 %، منتقلا من 2.682,20 مليار دينار في نهاية 2016 إلى 4.691,90 مليار دينار في نهاية 2017، تحت أثر تزايد مستحقات بنك الجزائر على الخزينة العمومية، التي انتقلت من 870,10 مليار دينار في نهاية 2016 إلى 1.967,40 مليار دينار في نهاية 2017، بالرغم من انخفاض مستحقات المصارف على الدولة (11%) نجم ارتفاع صافي مستحقات بنك الجزائر، عن الشراء المباشر لسندات الخزينة، وذلك في إطار التمويل غير التقليدي، بمبلغ قدره 2.185 مليار دينار، حيث حُصص منه 570 مليار دينار، لتغطية الاحتياجات التمويلية للخزينة العمومية، بموجب سنة 2017، وخصص 1.615 مليار دينار لتمويل كل من الدين العمومي الداخلي والصندوق الوطني للاستثمار.

2.3.4 الأثر على تطور السيولة البنكية :

بلغت السيولة المصرفية 2.730,90 مليار دينار في نهاية ديسمبر 2014. ومع تراجع أسعار البترول والعجوزات في ميزان المدفوعات، تقلصت السيولة المصرفية، لتبلغ 1.832,60 مليار دينار في نهاية 2015، ثم 820,90 مليار دينار في نهاية 2016، وأخيرا 482,40 مليار دينار في نهاية شهر أكتوبر 2017، وذلك في ظرف تميز باستئناف عمليات إعادة التمويل من طرف بنك الجزائر، ابتداء من شهر مارس 2017. مع وضع قيد التنفيذ للتمويل غير التقليدي منذ نوفمبر 2017، ارتفع مستوى

السيولة لبلغ 1.380,60 مليار دينار في نهاية ديسمبر 2017، أي بنمو قدره 77% مقارنة بمستواها المسجل في السداسي الأول من سنة 2017، و 68,2% مقارنة بنهاية 2016.

سمحت عمليات ضخ السيولة هذه، التي بلغ قائمها 595,60 مليار دينار في أكتوبر 2017 باحتواء الانخفاض القوي في السيولة المصرفية والحفاظ عليها، إلى غاية هذا التاريخ، عند مستوى يتلاءم مع نمو القروض الموجهة للاقتصاد الذي بلغ 12,3% في 2017، مقابل 8,7% في 2016.

تجسدت عمليات السياسة النقدية هذه، من خلال استقرار الاحتياطيات الحرة للمصارف، التي انتقلت من 221,90 مليار دينار في نهاية 2016 إلى 233,60 مليار دينار في نهاية أكتوبر 2017. فمنذ شهر نوفمبر 2017، أدى اللجوء إلى التمويل غير التقليدي من خلال الشراء المباشر، من طرف بنك الجزائر، لسندات الخزينة لتغطية حاجياتها من التمويل، ضمن أحكام المادة 45 مكرّر من الأمر المتعلق بالنقد والقرض، إلى ارتفاع مستوى السيولة المصرفية بواقع 1.380,60 مليار دينار في نهاية ديسمبر 2017 (482,40 مليار دينار في نهاية أكتوبر 2017). نتيجة لذلك، قام بنك الجزائر بتعليق عمليات ضخ السيولة في ديسمبر 2017 (انخفض قائم إعادة التمويل إلى 4 مليار دينار في شهر نوفمبر) وحسب تطور السيولة المصرفية، يضع بنك الجزائر الأدوات المناسبة للسياسة النقدية لامتناع فوائض السيولة المحتملة ذات الصلة بالتمويل غير التقليدي.

3.3.4 الأثر على معدل التضخم:

عرفت سنتي 2015 و2016، تسارعا في التضخم، بينما لم يرتفع توسع الكتلة النقدية (M2) سوى بـ 0,13% و 0,79%، على التوالي. على عكس ذلك، ففي 2017، ترافق الارتفاع النسبي في التوسع النقدي، خصوصا ذلك المتعلق بتوسع الكتلة النقدية M2 خارج المحروقات، مع تباطؤ التضخم، بما في ذلك التضخم الهيكلي بالمثل، وإن كان ارتفاع وتيرة توسع المؤشر الكلي للأسعار عند الاستهلاك في 2016، مقروناً مع وتيرة ارتفاع مؤشر الأسعار للمنتجات ذات محتوى مستورد كبير، فلم يكن الأمر مماثل في سنة 2017 إذ تسارع التضخم الكلي بينما كان التضخم المستورد جد ضعيفا.

في ظرف يتّسم بضعف المنافسة والتنظيم للأسواق، والتي يتميز بعضها بتواجد وضعيات مهيمنة، فإنّ هذه التطورات "غير الاعتيادية" بالنظر للصلة بين التوسع النقدي والتضخم المستورد من جهة، والضغوطات التضخمية، من جهة أخرى، تشير إلى أنّ توقعات التضخم المفرطة للمتعاملين الاقتصاديين (صناع السعر) تشكل السبب الرئيسي لتسارع التضخم في 2015 و2016، فإنّ الارتفاع في الأسعار، خاصة أسعار السلع الاستهلاكية غير الغذائية، كالسيارات، لم يكن متناسبا مع التغيرات الفعلية أو المتوقعة لبعض محددات التضخم، لاسيما انخفاض سعر الصرف والجباية غير المباشرة.

على عكس ذلك، ففي 2017، كانت الانخفاضات، بمعدلات سنوية، للدينار مقابل الدولار و الأورو والارتفاعات في أسعار المحروقات والطاقة والجباية غير المباشرة (الرسم على القيمة المضافة)، بسيطة نسبيا ولا يمكن أن تكون مبررا للارتفاعات المفرطة في الأسعار المسجلة في 2015 و2016، خاصة أسعار السلع الاستهلاكية غير الغذائية (بنك الجزائر، 2018، الصفحات 134-135) والشكل رقم 5 يوضح تطور المتوسط السنوي لمعدل التضخم.

الشكل 3 : تطور المتوسط السنوي لمعدل التضخم



المصدر: بنك الجزائر، التقرير السنوي، 2017، ص 13.

4.3.4 الأثر على سعر الصرف:

كما سبق الإشارة إليه ففي 2017، ترافق الارتفاع النسبي في التوسع النقدي، خصوصا ذلك المتعلق بتوسع الكتلة النقدية M2 من جراء ضخ مبالغ معتبرة في الاقتصاد تطبيقا لسياسة التمويل غير التقليدي، مع انخفاض متوسط سعر صرف الدينار الجزائري مقابل العملتين الرئيسيتين الدولار الأمريكي

والأورو، فقد انخفض سعر صرف الدينار مقابل الدولار بنسبة 5,0971 % لينتقل من 110,9610 دينار نهاية 2017 إلى 116,6169 دينار للدولار الواحد نهاية 2018، كما انخفض سعر الصرف مقابل الأورو بنسبة 9,8651 % لينتقل من 125,3231 دينار نهاية 2017 إلى 137,6864 دينار للأورو الواحد نهاية 2018.

5. خاتمة:

تعد سياسة التمويل غير التقليدي من أدوات السياسة النقدية التي استخدمتها العديد من البنوك المركزية للدول المتقدمة كالولايات المتحدة الأمريكية واليابان، والتي استطاعت من خلالها السيطرة ولو نسبيا على العديد من المؤشرات النقدية والاقتصادية (كالتضخم ومعدل الفائدة وسعر الصرف)، في حين نجد أنه في الجزائر قد تباينت النتائج المرجوة من تطبيق هذه السياسة، فان كانت قد نجحت في تغطية عجز الخزينة بسبب طبع النقود والتي تجاوزت حسب بنك الجزائر ستة آلاف مليار دينار، إلا أن انعكاساتها كانت سلبية على الكتلة النقدية المتداولة والتي ليس لها مقابل، وكذلك السيولة البنكية التي شهدت ارتفاعا مما أثر سلبا على سعر الصرف والذي تدهور مقارنة بالسنوات التي سبقت استخدام آلية التمويل غير التقليدي، وعليه توصلنا إلى بعض النتائج والتوصيات والتي نوردتها في ما يلي :

❖ النتائج:

- تعتبر الجزائر من بين الدول النامية القليلة التي طبقت سياسة التمويل غير التقليدي.
- سياسة التمويل غير التقليدي تتطلب اقتصادا منتجا وتنافسيا وليس اقتصادا ريعي يعتمد على قطاع المحروقات بنسبة 98 % كما هو الحال في الجزائر.
- آلية التمويل غير التقليدي في الدول المتقدمة تهدف إلى دعم نشاط الائتمان من خلال زيادة القروض وتخفيف النمو من خلال خفض معدلات الفائدة إلى أقصى حد ممكن (الفائدة الصفرية).
- آلية التمويل غير التقليدي في الجزائر تهدف إلى تغطية عجز الخزينة العمومية، من خلال طبع النقود دون مقابل، مما يفاقم هذا العجز على المدى الطويل.

❖ التوصيات:

- ✓ ضرورة عقلنة وترشيد استغلال الموارد المالية المتاحة، وتوجيهها نحو القطاعات الاقتصادية المنتجة.
- ✓ تفعيل أدوات الرقابة القبليّة والبعديّة على الموازنة العامة وقنوات صرف المخصصات لكل قطاع.
- ✓ التوجه إلى تبني آليات تمويل بديلة ومجدية كالتمويل الإسلامي والذي يوفر إمكانات مالية ضخمة، تبقى غير مستغلة من طرف السلطات المالية في الجزائر بسبب عدم توفر مرونة القوانين المسيرة لهذا النوع من التمويل.
- ✓ تجنب اللجوء إلى استخدام سياسة التمويل غير التقليدي، إلا للضرورة القصوى مع اتخاذ التدابير الاحترازية للسيطرة على التداعيات السلبية لهذا النوع من التمويل.

5. المراجع

المقالات:

1. العشي، و. & صديقي، أ. (2018). تطور أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بعد الأزمة المالية العالمية. مجلة الدراسات الاقتصادية المعمقة، العدد 08، 256-257. pp.
2. بوجلاب، ن. & ديب، ك. (2019). التيسير الكمي كألية لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة- حالة الجزائر. مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 12، العدد 01، 251-252. pp.
3. صاري، ع. (2018). تقييم فعالية سياسة التيسير الكمي في تخفيف أثر الأزمات. مجلة الافاق للدراسات الاقتصادية، العدد 05، 169-170. pp.
4. 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 والاستشراف للبحوث والدراسات، المجلد 03، العدد 04، صفحة 253.
5. مطاي، ع. ا. & راشدي، ف. (2016). سياسة التيسير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظل الأزمات- تجربة كل من اليابان و الولايات المتحدة الأمريكية. مجلة رؤى اقتصادية، العدد 11، pp. 18-19.

المدخلات:

1. مهري، ع. ا. & سمالي، ن. (2018، 03 13). الملتقى الدولي الثاني حول: البدائل التمويلية للاتفاق الحكومي بين الاقتصاد الوضعي والاقتصاد الاسلامي. آلية التمويل غير التقليدي للإنفاق العام بين التجربة الأمريكية الناجحة و ملامح المغامرة الجزائرية دراسة مقارنة: الاحتياطي الفيدرالي وبنك الجزائر، 14-15.

التقارير:

1. بنك الجزائر، ب. ا. (2018). التقرير السنوي: 2017 التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر. الجزائر: بنك الجزائر.

مواقع الانترنت:

1. banque d'alger. (2019، 04 01). Consulté le 02 02، 2020، sur www.bank-of-algeria.dz: <https://www.bank-of-algeria.dz/html/communiquer.htm>.