

فعالية بنك الجزائر في تعقيم تراكم احتياطات الصرف الأجنبي خلال الفترة 2000-2011

The Effectiveness of the Bank of Algeria to sterilize the Accumulation of Foreign-Exchange Reserves in Algeria during the Period 2000 - 2011

د. طيبة عبد العزيز
أستاذ محاضر بكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف.
dr.taiba@yahoo.fr

ملخص

إن المصدر الرئيسي لتراكم احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر هو صادرات قطاع المحروقات، وقد أدى تراكم هذه الاحتياطات خلال الفترة 2000-2011 إلى زيادة الأصول الأجنبية الصافية لبنك الجزائر، حيث ساهمت هذه الزيادة في صافي الأصول في زيادة العرض النقدي الذي كان سببا في عدم استقرار الأسعار (ارتفاع الأسعار) فتدخل بنك الجزائر في السوق النقدية لتعقيم هذه الاحتياطات بالأدوات النقدية التقليدية (إعادة الخصم، الاحتياطي الإلزامي، عمليات السوق المفتوحة) التي كانت أقل فعالية، مما جعله يلجأ إلى استخدام أدوات جديدة للتعقيم مثل أداة استرجاع السيولة، التسهيلات الدائمة و تحويل ودائع الخزينة من البنوك إلى بنك الجزائر منذ ظهور فائض السيولة في السوق النقدية في 2002، وساهمت هذه الأدوات في امتصاص فائض السيولة بنسب تراوحت بين 20% و 40% من إجمالي فائض السيولة.

الكلمات الدالة: احتياطات الصرف الأجنبي، صافي الأصول الأجنبية، سياسة التعقيم، العرض النقدي، أدوات السياسة النقدية.

Abstract

The exports of the hydrocarbon sector are the main source of the accumulation of foreign exchange reserves in Algeria. The continuous accumulation of these reserves between 2000 and 2011 led to an increase in net foreign assets held by the Bank of Algeria. These foreign net reserves had become the main source of monetary supply, which was the reason of price instability. The Bank of Algeria had to intervene in the monetary market and try to sterilize these reserves, using a set of traditional tools such as central bank rediscount, legal reserve, open market operations. However, those tools proved to be inefficient and the Bank of Algeria tried different sterilization tools such as liquidity restoration, permanent incentives and the transfer of treasury assets from banks to the Bank of Algeria since the emergence of the excess liquidity in the money market in 2002, and contributed to these tools in the absorption of excess liquidity ratios ranged among 20% and 40% of the total excess liquidity.

Keywords : Foreign-exchange Reserves, Net Foreign Assets, Sterilization Policy, Monetary Supply, Monetary Policy Tools

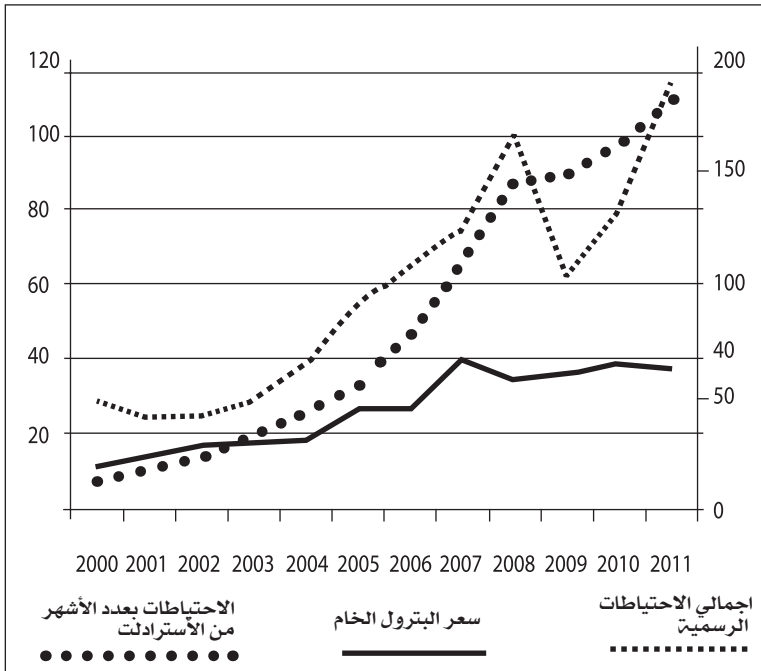
مقدمة

اتجاه العلاقة بين أسعار البرميل من البترول الخام المصدر وحجم هذه الاحتياطات من جهة⁽¹⁾، ومن جهة أخرى الارتفاع الكبير في حجم هذه الاحتياطات في الفترة 2000-2011⁽²⁾، إذ تزامن الارتفاع الحاد في أسعار النفط ابتداء من سنة 2003 مع ارتفاع كبير في حجم هذه الاحتياطات التي بلغت في تلك السنة أكثر من 33 مليار دولار، لتصل إلى 182 مليار دولار في سنة 2011.

أما بالنسبة لتغطية احتياطات الصرف الأجنبي للواردات السلعية، فلم تتجاوز شهرين ونصف في سنة 1993⁽³⁾، أي قبل تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي مع صندوق النقد الدولي 1994-1998، و وصلت إلى ما يقارب 9 أشهر في سنة 1997⁽⁴⁾ و 18 شهرا في سنة 2003، لتتضاعف إلى 38 شهرا في 2011. ويدل هذا التحسن في تغطية الاحتياطات على توفير المزيد من الثقة في استقرار الاقتصاد الوطني ودعم العملة الوطنية داخليا، وتحسن الطاقة الاستيعابية والقدرة على الوفاء بالالتزامات المالية خاصة قصيرة الأجل منها اتجاه الشركاء التجاريين والدائنين في الخارج.

ما يمكن استخلاصه من تطور حجم الاحتياطات أن مصدرها يبقى وحيدا، يتمثل في عائدات صادرات المحروقات التي لا تزال مرتبطة بتقلبات أسعار النفط في أسواقه الدولية، هذا ما يعطي إمكانية تقلب حجم هذه الاحتياطات في المستقبل، ناهيك عن تقلبات في أسعار صرف العملات المكونة لهذه الاحتياطات خاصة الدولار الأمريكي، ولهذا السبب يتطلب من بنك الجزائر حسن إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بتحديد مستوى الكفاية منها والتوظيف الكفاء لها⁽⁵⁾، إلى جانب التنبؤ بأي ظروف استثنائية التي يمكن أن تؤثر على هذه الاحتياطات وعلى استقرار التوازن الاقتصادي ككل، كما يتطلب من بنك الجزائر في ظل التطور الكبير لحجم هذه الاحتياطات أن يحافظ على استقرار الأسعار داخليا.

الشكل رقم 1: تطور احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر.



لا تزال تمثل صادرات قطاع المحروقات في الجزائر المصدر الرئيسي لتراكم احتياطات الصرف الأجنبي الذي شهد تطورا إيجابيا خلال الفترة 2000-2011 بسبب تحسن أسعار المحروقات ابتداء من سنة 2000، وقد تزامن هذا التطور مع ارتفاع معدلات التضخم، استدعى هذا الوضع من بنك الجزائر تنفيذ سياسة نقدية تساهم في تعقيم تراكم هذه الاحتياطات وتحافظ على استقرار الأسعار، لذا يمكننا طرح التساؤل التالي: إلى أي مدى استطاع بنك الجزائر تعقيم تراكم احتياطات الصرف الأجنبي خلال الفترة 2000-2011؟

يهدف المقال المعنون بـ «فعالية بنك الجزائر في تعقيم تراكم احتياطات الصرف الأجنبي خلال الفترة 2000-2011» إلى تقييم مدى فعالية السياسة النقدية لبنك الجزائر في تعقيم احتياطات الصرف الأجنبي، إذ يمكن الإجابة على التساؤل المطروح من خلال معالجة المحاور التالية:

- أولا: تطور تراكم احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر وعلاقته بالتضخم.
- ثانيا: تقييم أداء السياسة النقدية لبنك الجزائر.
- ثالثا: السياسة النقدية وتعقيم احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر.

أولا: تطور تراكم احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر وعلاقته بالتضخم.

لقد تزامنت الزيادة في حجم احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر مع ظهور بؤادر تضخمية خلال الفترة 2000-2011 بعد أن سجل معدل التضخم في بداية هذه الفترة أدنى مستوى له، وساهم تراكم هذه الاحتياطات في زيادة صافي الأصول الأجنبية و في ارتفاع حجم الواردات، مما أدى إلى انتقال التضخم المستورد من الدول الموردة للجزائر خلال هذه الفترة.

1- تطور وضعيّة احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر:

يعتقد الكثير من الاقتصاديين أن تغطية احتياطات الصرف الأجنبي للواردات لمدة معينة من الزمن أمر مهم جدا خاصة في ظل التوجه أكثر نحو الانفتاح والاندماج في الاقتصاد العالمي، لذا أصبحت إدارة احتياطات الصرف الأجنبي تحظى بأهمية كبيرة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي من خلال تحقيق قدر من التناسب بين حجم الاحتياطات وحجم الالتزامات الخارجية قصيرة الأجل لأي لاقتصاد.

إن تطور حجم احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر مرتبط بشكل أساسي بتطور أسعار النفط في الأسواق الدولية، ويظهر ذلك جليا في التطور الإيجابي لرصيد الميزان التجاري خلال الفترة 2000-2011، وبين الشكل رقم 1 الارتباط القوي في

إن الارتفاع في معدل التضخم ابتداء من سنة 2001⁽⁹⁾ يعود كذلك بالأساس إلى ارتفاع أسعار المواد الغذائية التي تشكل نسبة كبيرة في تشكيلة مؤشر الأسعار، وأن الأسعار العالمية لهذه المواد قد ارتفعت بشكل ملحوظ في هذه الفترة، ناهيك عن زيادة مرونة الاستيراد المرتفع للطلب على سلع الاستهلاك و انتقال التضخم المستورد من الشركاء التجاريين الأساسيين الموردين للجزائر⁽¹⁰⁾.

لقد استطاعت الجزائر معالجة الأسباب النقدية المنشئة للتضخم إلى حد كبير، بتطبيقها سياسات اقتصادية تقشفية خاصة السياسة النقدية الانكماشية في إطار برامج الإصلاح الاقتصادي من خلال تقليص الطلب الكلي، إلا أن معدلات التضخم بدأت تشهد ارتفاعا خلال الفترة 2001-2011 مما حال دون تحقيق معدلات مستدامة للنمو الاقتصادي، و بما أن أسباب التضخم في الجزائر متعددة من أسباب نقدية، مؤسساتية و هيكلية، فالتحكم في الأسباب النقدية المنشئة للتضخم أمر مطلوب لكنه غير كاف لتحقيق استقرار دائم في الأسعار ما لم يتم القضاء على الأسباب الأخرى التي تبقى تمثل تهديدا للاستقرار النقدي⁽¹¹⁾.

و على الرغم من التدابير المتخذة في سنة 2011 لاحتواء الزيادة الكبيرة في أسعار التجزئة للمنتجات الفلاحية المستوردة للحفاظ على القدرة الشرائية للمستهلكين، المتمثلة في تخفيضات وإعفاءات استثنائية للحقوق الجمركية و الرسم على القيمة المضافة المطبقة على هذه المنتجات⁽¹²⁾، وتبقى هذه التدابير غير كافية و محدودة في التأثير على أسعار التكلفة و بالتالي على الإنتاج و التوزيع، لذا يتطلب إحداث إصلاحات مؤسساتية حقيقية من شأنها القضاء على الاحتكارات و أخرى هيكلية على مستوى الجهاز الإنتاجي، تساهم في خلق سلع و

الجدول رقم 1. تطور مؤشر أسعار الاستهلاك في الجزائر.

النقدية المعبر عنها بالجمع النقدي M_2 الذي بلغ في سنة 2001 ⁽⁷⁾ و 19.9% في سنة 2011 ⁽⁸⁾ بسبب	2011	2010	2009	2008	2007 ¹	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
مؤشر أسعار الاستهلاك	142,4	136,2	131,1	124,0	118,2	626,1	610,6	600,8	580,1	565,5	557,6	535,0
معدل نمو المؤشر %	4,5	3,9	5,7	4,9	3,7	2,5	1,6	3,6	2,6	1,4	4,2	0,3
معامل الاستقرار النقدي ²	7,65	4,09	1,29	6,66	7,16	9,55	2,09	2,21	2,26	3,70	8,53	5,90

خدمات تمكن العرض الكلي من مواجهة الطلب الكلي المتزايد.

1: ابتداء من 2007 أصبحت سنة الأساس (2001=100) بدلا من (1989=100) في حساب مؤشر أسعار الاستهلاك لمدينة الجزائر.
2: يعبر عنه بنسبة معدل نمو الكتلة النقدية إلى معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في تلك السنة.
المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات المصادر التالية:

إن ارتباط تراكم احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر بالأوضاع الاقتصادية الدولية خاصة على مستوى الأسواق الدولية للنفط و أسواق الصرف الأجنبي، ترك آثار سلبية على معدلات التضخم خلال فترة الدراسة، فيتطلب من بنك

المقياس الأيمن خاص باحتياطات الصرف الأجنبي (مليار دولار)، و المقياس الأيسر خاص بالاحتياطات بعدد الأشهر من الاستيراد (شهر) و سعر البرميل من البترول (دولار).

المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات المصادر التالية- بنك الجزائر، التقرير السنوي 2011: التطور الاقتصادي و النقدي للجزائر، أكتوبر 2012، الجزائر، ص 227.

IMF.Algeria: Statistical Appendix, Report N°:06/102, Washington DC, Jan. 2006, p32.

IMF.Algeria: Statistical Appendix, Report N°:11/40, Washington DC, Feb 2011, p32.

2- تطور معدلات التضخم في الجزائر : ترك برنامج الإصلاح الاقتصادي مع مؤسسات النقد الدولية في الجزائر (1994-1998) آثار إيجابية على التضخم (يقاس عادة بمؤشر أسعار الاستهلاك) في المدى القصير والمتوسط، فعرفت معدلات التضخم انخفاضا مستمرا ابتداء من سنة 1995 حيث بلغ 29,7% ليصل إلى 0,3% في سنة 2000، و تزامن هذا النجاح في تخفيض معدلات التضخم مع سياسة تحرير الأسعار خاصة مع نهاية سنة 1997، أين أصبحت معظم الأسعار حرة و أُلغى الدعم العام على السلع الاستهلاكية و الطاقة باستثناء عدد قليل منها⁽⁶⁾.

لقد عرفت سنة 2000 أدنى مستوى لمعدل التضخم في الجزائر بعد تحرير الأسعار، و يرجع سبب انخفاض معدلات التضخم قبل سنة 2000 إلى تطبيق سياسة نقدية انكماشية في إطار تطبيق برامج الإصلاح الاقتصادي، نتيجة للإجراءات المتخذة في هذا البرنامج كتحرير الأسعار و رفع أسعار الفائدة، تقليص نمو الكتلة النقدية و التخلي عن الإصدار النقدي في تمويل العجز الموازي.

وفي المقابل، تعد الفترة 2001-2011 مغايرة تماما في تطور معدلات التضخم مقارنة بالفترة السابقة، فاستمرت المعدلات في الارتفاع لتبلغ 5.7% في سنة 2009، و يفسر هذا الارتفاع بزيادة قوية في نمو الكتلة

زيادة صافي الأصول الأجنبية الناجم عن تحسن أسعار البترول، و تزامنت هذه الفترة مع تطبيق سياسة مالية توسعية من خلال تنفيذ برنامجين تنمويين، الأول لدعم الإنعاش الاقتصادي 2001-2004 و الثاني لدعم النمو الاقتصادي 2005-2009 حيث أثرا بشكل واضح في زيادة الطلب الكلي و التضخم، كما ساهمت الزيادة المعتبرة في الأجور في تضخم الأسعار من خلال الزيادة المعتبرة في الطلب الكلي، في ظروف تميزت بارتفاع تكاليف الإنتاج و ضعف في الإنتاجية من جانب العرض الكلي، فبعدها كانت الأجور مجمدة قبل سنة 2001، انتقل الأجر الوطني القاعدي المضمون في هذه السنة من 8000 دينار إلى 18000 دينار في بداية سنة 2012.

يزال يمر بمرحلة انتقالية.

إن عدم وضوح و استقرار العلاقة بين نمو المجمعين النقديين M_1 و M_2 ومعدل التضخم، يوحي بأنهما لا يعبران عن الهدف الوسيط للملائم للسياسة النقدية لتفسير تغير مستوى الأسعار، لذا اعتبر بنك الجزائر ابتداء من سنة 2001 القاعدة النقدية هدف وسيط لسياسته النقدية⁽¹⁴⁾، باعتبار أن صافي الأصول الأجنبية أصبح يلعب الدور الرئيسي في توسيع السيولة في الاقتصاد الوطني بحيث تجاوز صافي الأصول الأجنبية المجمع M_1 ابتداء من سنة 2001 و المجمع M_2 ابتداء من سنة 2005.

إن التحديد الدقيق لمهمة بنك الجزائر المتمثلة في استقرار الأسعار فقط يعطي فعالية أكبر لسياسته النقدية، وهو ما لم يدرج في قانون النقد و القرض 90-10 و الأوامر المعدلة له حتى ضمن فعالية أكبر للسياسة النقدية خاصة في ظل التوجه نحو استهداف التضخم.

2- توجه بنك الجزائر نحو سياسة استهداف التضخم :

قبل التطرق إلى التوجه الجديد للسياسة النقدية لبنك الجزائر، يستدعي الإشارة إلى تطور مسار السياسة النقدية خلال الفترة 2001-2011، و تمثل هذه الفترة مرحلة معاكسة في توجه السياسة النقدية مقارنة بالفترة السابقة- لقد تبنى بنك الجزائر سياسة نقدية انكماشية صارمة خلال الفترة 1994 - 2000 خاصة في فترة اعتماد برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي كان يهدف إلى تقليص نمو الكتلة النقدية في حدود 14% - باعتماد السلطة النقدية سياسة نقدية توسعية تزامنت مع تطبيق برنامجي دعم الانعاش و النمو الاقتصادي، تهدف هذه السياسة لتحقيق معدلات نمو اقتصادي معتبرة في حدود مقبولة من التضخم.

لقد ساعدت عدة عوامل على تطور الوضعية النقدية نحو التوسع من بينها تحسن أسعار البترول، تحقيق استقرار في التوازنات الاقتصادية الكلية، تراكم كبير في احتياطات الصرف الأجنبي، تحسن في صافي الأصول الأجنبية و الزيادة المعتبرة في حجم القروض على الاقتصاد، إلى جانب التوسع الكبير للنفقات الجارية في الميزانية الحكومية.

و يمكن أن نميز بين توجهين مختلفين للسياسة النقدية التوسعية خلال الفترة 2001-2011، يمتد التوجه الأول من 2001 إلى 2005 حيث حاولت السلطة النقدية اتباع بديل نقدي تمثل في سياسة التكييف و التوسع، يهدف إلى بلوغ مستوى مقبول من النمو الاقتصادي و التشغيل وفق معدل تضخم متوقع يسمح بإحداث توسع نقدي لبلوغ هذا المستوى من التضخم في الفترة التالية⁽¹⁵⁾، و يدل على هذا التوجه تراجع نمو المجمع النقدي M_2 من 22.2% سنة 2001 إلى 15.6% سنة 2003، ثم إلى 10.7% سنة 2005⁽¹⁶⁾.

أما التوجه الثاني، فتميز باتباع سياسة للتوسع الصريح خلال الفترة 2006-2011 باستثناء سنة 2009- بلغ معدل نمو المجمع النقدي M_2 خلال هذه الفترة في المتوسط -18.3% قصد تحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة، حيث تزامن هذا التوجه مع

الجزائر تنفيذ سياسة نقدية تكون فعالة في تحقيق الاستقرار في الأسعار.

ثانيا : تقييم أداء السياسة النقدية لبنك الجزائر.

لقد حمل الأمر الرئاسي 10-04 المعدل و المتمم للأمر 03-11 المتعلق بالنقد و القرض- أجريت خلال فترة الدراسة عدة تعديلات على قانون 90-10 المتعلق بالنقد و القرض بأوامر رئاسية آخرها الأمر 10-04- في مواده المعدلة تطورا جديدا في الأهداف النهائية للسياسة النقدية و في توجهاتها المستقبلية.

1- الأمر 10-04 و الأهداف النهائية للسياسة النقدية في الجزائر: حددت المادة 35 من الأمر 03-11 المتعلق بالنقد و القرض الأهداف النهائية للسياسة النقدية، حيث أبقى هذا الأمر على نفس مهمة بنك الجزائر التي نصت عليها المادة 55 من القانون 90 - 10 المتعلق بالنقد و القرض، وتعددت هذه الأهداف حسب نفس المادة لتشمل هدف تحقيق معدل نمو اقتصادي منتظم في المقام الأول إلى جانب تحقيق التشغيل الكامل، أما هدف استقرار الأسعار و الحفاظ على استقرار العملة خارجيا جعل في المقام الثاني، فتميزت الأهداف النهائية للسياسة النقدية حسب هذه المادة بالتعدد و التضارب، كهدف النمو الاقتصادي و التشغيل مع استقرار الأسعار، و عدم إعطاء الأولوية لهدف استقرار الأسعار كهدف أساسي للسياسة النقدية⁽¹³⁾.

و في المقابل، أولى الأمر 10-04 أهمية كبيرة لاستقرار الأسعار باعتباره هدفا من أهداف السياسة النقدية، حيث أعطى لهذا الهدف الأولوية و أبقى على الأهداف الأخرى دون تغيير، و بالرغم من هذا التطور النوعي و الإيجابي الملاحظ على أهداف السياسة النقدية، إلا أنه يتطلب أن يكون هدف استقرار الأسعار هدفا وحيدا للسياسة النقدية لبنك الجزائر خاصة في ظل توجهه نحو استهداف التضخم.

إن تحقيق الاستقرار في الأسعار ينبغي أن يكون الهدف الأساسي للسياسة النقدية ابتداء من سنة 1990، خاصة خلال الفترة 2000-2011 التي طبقت فيها السلطة النقدية سياسة نقدية توسعية عرفت ارتفاعا ملحوظا في معدلات التضخم و تذبذب في معدلات النمو الاقتصادي، لذا يجب أن يبقى استقرار الأسعار الهدف الأساسي للسياسة النقدية، لأنه في ظل انعدام الاستقرار في الأسعار لا يمكن الحديث عن نمو سريع للاقتصاد.

و إذا نساءنا عن مدى فعالية بنك الجزائر في تحقيق الأهداف النهائية - على الأقل هدف استقرار الأسعار- لسياسته النقدية التي حددتها المادة 35 من الأمر 03-11 أو الأمر 10-04، و انطلاقا من التحليل السابق حول تطور معدلات التضخم، فإن الارتفاع الملحوظ في تطور الأسعار يجعل السياسة النقدية غير فعالة في تحقيق هدف استقرار الأسعار خلال الفترة 2000-2011.

و من الناحية النظرية، تكون السياسة النقدية فعالة إذا كان الهدف الوحيد لها هو استقرار الأسعار، فإن تمكين بنك الجزائر من تحقيق هدف استقرار الأسعار فقط من شأنه أن يزيد من فعالية سياسته النقدية خاصة إذا كان الاقتصاد الوطني لا

تطبيق برنامج دعم النمو الاقتصادي.

عن زيادة الإنفاق الحكومي الذي تزامن مع تطبيق برنامجي دعم الإنعاش و النمو الاقتصادي، دفعت هذه العوامل مجتمعة بنك الجزائر إلى محاولة التنبؤ بمعدلات التضخم و الأهداف الوسيطة في الأجل القصير، و اقتراح أدوات السياسة النقدية التي تضمن تحقيق أهدافه.

ثالثاً: السياسة النقدية و تعقيم احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر:

لقد سبق توجه بنك الجزائر نحو استهداف التضخم وضع إطار تنظيمي يتضمن وسائل السياسة النقدية في سنة 2009، وهذا تماشياً مع التطورات التي حدثت على المستوى العالمي في مجال السياسة النقدية عقب أزمة الرهن العقاري لسنة 2008، وعليه أصدرت السلطة النقدية النظام 09-02 المتعلق بعمليات السياسة النقدية ووسائلها و إجراءاتها، و قد حدد هذا النظام الجدول رقم 2: تطور وضعية المسح النقدي في الجزائر. الوحدة: مليار دج

بنود المسح النقدي	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
صافي الأموال الأجنبية	775.9	1310.8	1755.7	2342.7	3119.2	4179.4	5589.7	7415.5	10246.9	10886.0	11871	13795
صافي الأموال المحلية	1249.3	1164.5	1150.1	1015.2	618.7	-37.7	-921.0	-1420.9	3291.0	3707.3	-3591	3866
الائتمان المحلي	1671.1	1647.8	1845.5	1803.6	1514.4	833.8	31.4	12.1	1011.8	396.8	544	659
صافيا الائتمان للحكومة	677.4	569.7	578.7	423.4	-20.6	-944.5	-1649.6	-2193.1	3627.3	3483.3	-3892	4458
الائتمان للإقتصاد	993.7	1878.1	1266.8	1380.2	1535	1778.3	1680.9	2205.2	2615.5	3086.5	3348	3800
بنود أخرى (صافي)	-372.1	-446.1	-622.6	-686.8	-895.7	-796.4	-952.4	-1389.4	2251.5	3287.2	-3047	3207
النقود و شبه النقود _{M₂}	2025.2	2475.2	2905.8	3357.9	3737.9	4142.4	4668.6	5994.6	6955.9	7173.1	8281	9929
النقود _{M₁}	1048.1	1238.5	1416.3	1630.4	2160.5	2417.4	2801.2	4233.6	4964.9	4944.2	5756	7142
أشباه النقود	977.0	1236.7	1489.5	1727.5	1577.4	1724.9	18.67.5	1761.0	1991.0	2228.9	2524	2789

المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات المصادر التالية :

-IMF.Algeria: Statistical Appendix, Report N°:06/102, Washington DC, Jan 2006, p25.

-IMF.Algeria: Statistical Appendix, Report N°:11/40, Washington DC, Feb 2011, p25.

-IMF.Algeria: Statistical Appendix, Report N°:13/49, Washington DC February 2013, p18.

أدى التراكم المستمر لاحتياطات الصرف الأجنبي إلى بروز صافي الأصول الأجنبية كمصدر رئيسي للتوسع النقدي في الجزائر، مما ضاعف من تدخلات بنك الجزائر في السوق النقدية و خارجها (سياسة التعقيم) لامتنع فائض السيولة ابتداء من سنة 2002.

1- تحليل مؤشرات سياسة التعقيم في الجزائر: تعبر سياسة التعقيم عن الدرجة التي يصل إليها تضيق السلطة النقدية على الائتمان المحلي من أجل موازنة التوسع في القاعدة النقدية المرتبط بتراكم الاحتياطات الأجنبية، أو المدى الذي تصل إليه قدرة السلطة النقدية على تحصين السيولة المحلية من التدخل في أسواق النقد الأجنبي⁽²⁰⁾.

و تعني سياسة التعقيم قيام البنك المركزي بتخفيض صافي أصوله المحلية بشكل يحد من أثر زيادة صافي أصوله الأجنبية على القاعدة النقدية باستخدام عدة أدوات للتدخل⁽²¹⁾، كما تعرف سياسة التعقيم بأنها خط الدفاع الأول ضد الآثار غير المرغوبة للزيادة في تدفقات رأس المال الأجنبي على نمو الائتمان المحلي، يحتجز فيها البنك المركزي مبالغ كبيرة في صورة احتياطات رسمية، مما يحد من تأثير البلد عند مواجهة انعكاس التدفقات⁽²²⁾.

توجد عدة مؤشرات لقياس درجة التعقيم، منها مؤشر التعقيم الذي يستند إلى المعامل في الانحدار السنوي بطريقة المربعات الصغرى العادية باستخدام مشاهدات 12 شهرا بحيث⁽³²⁾؛

عمليات السياسة النقدية التي يقوم بها بنك الجزائر في السوق النقدية وخارجها⁽¹⁷⁾.

لقد تعزز هذا الإطار العملي للسياسة النقدية بالأمر 10-04 المعدل و المتمم للأمر 03-11 المتعلق بالنقد و القرض، و اعتبر استقرار الأسعار هدفاً نهائياً للسياسة النقدية و له الأولوية، و يتطلب تحقيقه توفير كل الوسائل الملائمة لذلك، فقام بنك الجزائر بإعداد نموذج للتنبؤ بالتضخم على المدى القصير⁽¹⁸⁾، فضلاً عن تحديده للأهداف الوسيطة من المجمعات النقدية و مجمعات القروض و القنوات التي يمر بها الأثر النقدي إلى الدائرة الحقيقية كقناة الإقراض البنكي.

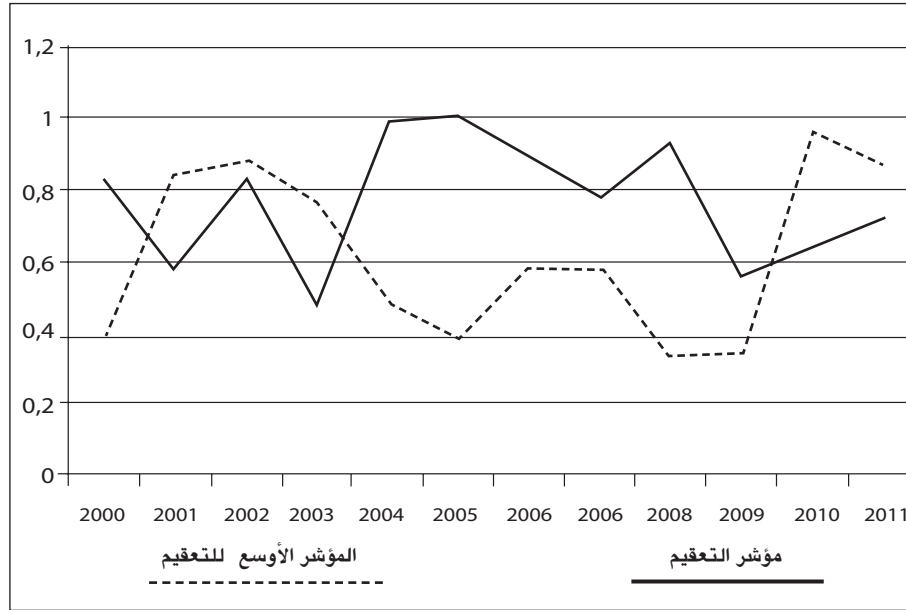
واعتبر بنك الجزائر أن سنة 2011 هي أول سنة لإدارة سياساته النقدية بسياسة استهداف التضخم، حدد في بداية هذه السنة هدف التضخم عند معدل 4%، و معدلات نمو كل من المجمع النقدي M₂ و القروض على الإقتصاد تتراوح بين 13-14% و 16.5-17.5% على الترتيب، كما يتعين عليه تقليص أي فارق بين تنبؤات التضخم على المدى القصير و الهدف المسطر بتعديل الإدارة العملية لسياسته النقدية.

لا يعتبر هذا التوجه في الحقيقة استهدافاً للتضخم⁽¹⁹⁾ بقدر ما يمكن اعتباره مدخل تجريبي للتنبؤ بمعدلات التضخم في ظروف تتميز بتغيرات اقتصادية دولية لها تأثير بالغ على أداء الإقتصاد الوطني (مثل التضخم المستورد)، إلى جانب وجود فائض سيولة كبير ظهر ابتداء من سنة 2002 و توسع نقدي قوي مصدره الأساسي زيادة صافي الأصول الأجنبية، ناهيك

فترة الدراسة رغم الدور المتزايد للقروض في الاقتصاد التي أصبحت تساهم في نمو التوسع النقدي، مما جعل

$$\Delta NDA_{i,t,m} = \alpha_{i,t} + \beta_{i,t} \Delta NFA_{i,t,m} + \mu_{i,t,m}$$

الشكل رقم 2: تطور مؤشرات التعقيم في الجزائر



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات المصادر التالية:

- بنك الجزائر، التقرير السنوي 2011: التطور الاقتصادي و النقدي للجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 227

-IMF.Algeria: Statistical Appendix, Report N°:06102/op-cit, p25.

-IMF.Algeria: Statistical Appendix, Report N°:1140/ op-cit, p32.

صافي الأصول الأجنبية المصدر الرئيسي للتوسع النقدي.

2 - أدوات بنك الجزائر في تعقيم احتياطات الصرف الأجنبي :

تشمل سياسة التعقيم عمليات السوق المفتوحة و مختلف الوسائل الأخرى للحد من نمو الائتمان مثل زيادة متطلبات الاحتياطي الإلزامي بالنسبة لجميع الودائع المصرفية أو على ودائع مصرفية منتقاة و تقليل الوصول إلى تسهيلات إعادة الخصم⁽²⁷⁾، ويحدث التعقيم أيضا في عدة حالات عن طريق نقل ودائع الحكومة أو صناديق معاشات التقاعد الحكومية أو العائدات من خصخصة الأصول العامة من الجهاز المصرفي إلى البنك المركزي.

كانت الإصلاحات التي اعتمدها الجزائر في القطاع المالي و المصرفي ابتداء من 1990 تهدف إلى زيادة الاعتماد على قوى السوق من خلال إعطاء الجهاز المصرفي مهمة التخصيص الكفاء للموارد المالية، فكان من الضروري إدخال عدة إصلاحات جذرية مست الجانب النقدي، تمثلت في التحول إلى استخدام أدوات السياسة النقدية غير المباشرة القائمة على اعتبارات السوق.

لقد عرفت أدوات السياسة النقدية مرحلة تحول تدريجية نحو استخدام الأدوات غير المباشرة لتعقيم احتياطات الصرف الأجنبي سواء تعلق الأمر بأداة إعادة الخصم أو السوق المفتوحة أو الاحتياطي النقدي الإلزامي، و استحدثت أدوات جديدة

الأصول المحلية و الأجنبية على الترتيب لدى البنك المركزي في البلد i في الشهر m من السنة t . و يقيس هذا المؤشر جهد البنك المركزي من أجل تعقيم أثر زيادة الاحتياطات الأجنبية على القاعدة النقدية عن طريق تخفيض رصيد الأصول المحلية، فعندما تكون قيمة β تساوي -1، فإنها تعني التعقيم النقدي الكامل (تعني القيم الأقل من -1 فرط التعقيم)، بينما تمثل القيمة صفر عدم وجود تعقيم.

وهناك مؤشر أوسع للتعقيم يعكس جهد البنك المركزي من أجل منع أن تسبب زيادة القاعدة النقدية في توسيع العرض النقدي، يتمثل هذا المؤشر في المعامل⁽²⁴⁾، وفي هذه الحالة، عندما تكون قيمة تساوي الصفر، فإنها تعني التعقيم النقدي الكامل، بينما تمثل القيمة واحد صحيح عدم وجود تعقيم⁽²⁵⁾.

يتضح من الشكل رقم 2 أن قيم المؤشر الأوسع للتعقيم (المعامل δ') كانت متذبذبة و مرتفعة خلال الفترة 2000-2011، مما يدل على أن بنك الجزائر لم يستطع تعقيم تراكم احتياطات الصرف الأجنبي بشكل كبير رغم جهوده المبذولة من أجل امتصاص فائض السيولة للحد من زيادة العرض النقدي، و قد شهدت سنتي 2008 و 2009 أدنى قيمة للمؤشر بسبب تراجع معدل نمو المجمع النقدي M_2 الذي بلغ معدل نمو 3.1% في سنة 2009، مقابل نمو صافي الأصول الأجنبية لبنك الجزائر بمعدل 6.2% في نفس السنة⁽²⁶⁾.

لقد كان للأزمة المالية التي حدثت سنة 2008 أثرا كبيرا على تراكم احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر في سنة 2009، و انعكس ذلك جليا على صافي الأصول الأجنبية لبنك الجزائر باعتباره المصدر الرئيسي للتوسع النقدي، و اتضح هذا الأمر في تراجع قيمة المؤشر الأوسع للتعقيم في سنتي 2008 و 2009، بينما سجلت سنتي 2010 و 2011 استئناف التوسع النقدي بشكل كبير في ظروف تميزت بزيادة معتبرة لكل من صافي الأصول الأجنبية و القروض على الاقتصاد و الانفاق الحكومي الجاري، ساهمت هذه العوامل في تسجيل قيم قياسية للمؤشر (عدم وجود تعقيم) في هاتين السنتين.

و لا يعطي مؤشر التعقيم (المعامل β') أي تفسير عن درجة التعقيم، لأن قيمه كلها كانت موجبة (من الناحية النظرية $-1 \leq \beta' \leq 0$)، و يرجع السبب في ذلك إلى القيم السالبة التي ميزت صافي الأصول المحلية لبنك الجزائر خلال

و تساهم هذه الأداة في امتصاص فائض السيولة بنسبة تزيد عن 40% من إجمالي فائض السيولة، فانتقلت فوائض السيولة الموظفة من طرف البنوك في هذه الأداة من 1061.8 مليار دينار في ديسمبر 2010 إلى 1258 مليار دينار في ديسمبر 2011⁽⁴⁰⁾.

كما استخدم بنك الجزائر على نطاق واسع خلال الفترة 2000-2011 أداة أخرى لتعقيم السيولة من خلال نقل ودائع الخزينة العمومية (الحساب الجاري و صندوق ضبط الموارد) من البنوك إلى بنك الجزائر، و أدت هذه الوضعية إلى جعل الخزينة العمومية الدائن الصافي للجهاز المصرفي ابتداء من سنة 2004، حيث بلغ صافي القروض إلى الحكومة 20.6 مليار دينار في هذه السنة، وتضاعفت ودائع الخزينة لدى بنك الجزائر من 156.4 مليار دينار في سنة 2000⁽⁴¹⁾ إلى 5458.4 مليار دينار في سنة 2011⁽⁴²⁾.

خاتمة

إن استمرار احتياطات الصرف الأجنبي في التراكم خلال الفترة 2000-2011 ساهم بشكل قوي في زيادة الأصول الأجنبية الصافية لبنك الجزائر، مما جعلها المصدر الرئيسي للتوسع النقدي الذي أصبح بدوره يساهم بشكل كبير في ارتفاع معدلات التضخم، تطلب هذا الأمر تدخل بنك الجزائر لتعقيم تراكم الاحتياطات الأجنبية التي تركت بطريقة غير مباشرة آثار سلبية على معدلات التضخم خلال فترة الدراسة.

لقد ضاعف بنك الجزائر من جهوده لتعقيم تراكم احتياطات الصرف الأجنبي باستحداث أدوات جديدة للتعقيم (استرجاع السيولة، تسهيلات الودائع المغلقة للفائدة، ناهيك عن ودائع الخزينة لدى بنك الجزائر) كانت فعالة أكثر من الأدوات التقليدية للسياسة النقدية في امتصاص فائض السيولة، وتقودنا هذه النتائج إلى اقتراح التوصيات التالية:

- تنويع مصادر تراكم احتياطات الصرف الأجنبي من مصادر أكثر استقرارا من خلال دعم و زيادة الصادرات خارج قطاع المحروقات، و السعي لإدارة هذه الاحتياطات بشكل فعال.

- تعزيز الاستقرار النقدي باستكمال الإصلاحات الهيكلية الخاصة بجانب العرض الكلي و القيام بإصلاحات مؤسسية التي يتطلبها اقتصاد السوق.

- تكليف بنك الجزائر بمهمة استقرار الأسعار فقط و منحه استقلالية أكبر حتى نضمن فعالية أكبر لسياسته النقدية.

- تمكين القروض على الاقتصاد من أن تكون مصدر مهم للتوسع النقدي مع الحرص على نجاعتها دون أن يكون ذلك على حساب سلامة و استقرار النظام المالي و المصرفي.

- إعادة الاعتبار لأدوات السياسة النقدية التقليدية في التأثير على وضعية السيولة من خلال توفير أسباب و شروط فعاليتها بشكل يضمن انتقال أثرها إلى المتغيرات الحقيقية.

الهوامش

1- عندما ارتفعت أسعار البترول في سنة 1991 نتيجة لأزمة الخليج

إن ظهور فائض السيولة في السوق النقدية بداية سنة 2002 جعل أداة إعادة التمويل المتمثلة في معدل إعادة الخصم غير نشطة، و تجدر الإشارة إلى أن إعادة تمويل البنوك لدى بنك الجزائر أصبح معدوما ابتداء من سنة 2001- تعتبر سنة 2000 آخر سنة تم فيها إعادة التمويل بـ 170.5 مليار دينار - وعندها أصبح معدل إعادة الخصم أقل من 6% ليصل إلى 4% في سنة 2004، ليستقر المعدل عند هذه النسبة إلى غاية سنة 2011⁽²⁸⁾.

ورغم إدراج قانون 90-10⁽²⁹⁾ أداة السوق المفتوحة ضمن الأدوات غير المباشرة لإدارة السياسة النقدية، إلا أنها طبقت في أواخر 1996⁽³⁰⁾، و إن الوضعية المالية للخزينة العمومية أعاققت هذه الأداة نظرا لما تمتعت به الخزينة من فائض سيولة خلال فترة الدراسة، وتتحدد فعالية هذه الأداة بوجود معاملات واسعة النطاق على السندات العمومية من حيث الحجم والتداول، فبلغت قيمة هذه السندات المصدرة عن طريق المناقصة⁽³¹⁾ في السوق النقدية 556.2 مليار دينار في سنة 2002 (448.7 مليار دينار متفاوض بشأنه) مقارنة بـ 285.5 مليار دينار في سنة 2008، وتعتبر هذه المبالغ ضئيلة مقارنة بحجم فائض السيولة المصرفية في السوق النقدية الذي بلغ 2845.1 مليار دينار في سنة 2011⁽³²⁾، مما جعل هذه الأداة غير فعالة في امتصاص فائض السيولة، و بالتالي في تعقيم الاحتياطات الأجنبية.

بدأ تطبيق أداة الاحتياطي النقدي الإلزامي في إدارة السياسة النقدية في أواخر 1994⁽³³⁾ في إطار إصلاح أدوات السياسة النقدية⁽³⁴⁾، و قدر معدل الاحتياطي الإلزامي سنة 2000 بـ 5% و تم تخفيضه إلى 3% في ماي 2001⁽³⁵⁾، وبعد ظهور فائض السيولة تم رفعه إلى 5.6% في ديسمبر 2002⁽³⁶⁾، ليصل إلى 9% في ديسمبر 2010 بهدف تقليص هذا الفائض. تساهم هذه الأداة بشكل فعال في امتصاص الفائض من السيولة بحيث يمثل حجم الاحتياطات الإلزامية بين 18% و 20% من السيولة المصرفية لدى بنك الجزائر⁽³⁷⁾.

اضطر بنك الجزائر إلى اللجوء ابتداء من أفريل 2002 إلى استعمال أدوات جديدة للتعقيم تعمل على امتصاص فائض السيولة لكي تدعم الأدوات التقليدية للسياسة النقدية، من بينها أداة استرجاع السيولة⁽³⁸⁾ لسبعة أيام (منذ أفريل 2002) ولثلاثة أشهر (منذ أوت 2005)، وتمكن بنك الجزائر من تخفيض ما قدره 129.7 مليار دينار من فائض السيولة في ديسمبر 2002، لتصل عملية امتصاص السيولة إلى 500 مليار دينار في ديسمبر 2005⁽³⁹⁾، وأصبحت هذه الأداة فعالة في إطار عدم لجوء البنوك لإعادة التمويل لدى بنك الجزائر، وقام بنك الجزائر ابتداء من سنة 2009 بتثبيت المبلغ الإجمالي لاسترجاع السيولة في حدود 1100 مليار دينار سنويا.

وأدخل بنك الجزائر أداة أخرى للتعقيم تمثلت في تسهيلات الودائع المغلقة للفائدة (هي ودائع لدى بنك الجزائر على مدى يوم واحد، مصنفة على بياض و بمبادرة من البنوك) ابتداء من جوان 2005، يتم مكافأتها بمعدل ثابت يعلن عنه بنك الجزائر،

15- بلعزوز بن علي و طيبة عبد العزيز، السياسة النقدية و استهداف التضخم خلال الفترة 1990-2006، مرجع سبق ذكره، ص 33. IMF.Algeria: Statistical Appendix, Report N°:06102/op-cit, p25.

17- لتفاصيل أكثر عن هذه العمليات، أنظر: بنك الجزائر، التقرير السنوي 2011: التطور الاقتصادي و النقدي للجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 154.

18- نفسالمرجع، ص 155.

19- لم يلتزم بنك الجزائر بمعظم الشروط العامة التي يجب أن يستوفيها أي بنك مركزي حتى يمكن القول أنه يستهدف التضخم ناهيك عن تحقيق الشروط الأولية، أنظر: بلعزوز بن علي و طيبة عبد العزيز، السياسة النقدية و استهداف التضخم خلال الفترة 1990-2006، مرجع سبق ذكره، ص ص 43-50.

20- صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي: العولمة و عدم المساواة، واشنطن، أكتوبر 2007، ص 116. 21-Joshua Aizenmam and Reuven Glick, Sterilization, Monetary Policy, and Global Financial Integration, Review of International Economics, Santa Cruz Center for International Economics, September 2008, p6.

22- سوزان سكدالر، الزيادة الكبيرة في تدفقات رأس المال: أهي نعمة أم نقمة؟، مجلة التمويل و التنمية، صندوق النقد الدولي، واشنطن، مارس 1994، العدد 1، ص 21.

23- صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي: العولمة و عدم المساواة، مرجع سبق ذكره، ص 130.

24- يستند المؤشر الأوسع للتعقيم إلى المعامل في الانحدار السنوي بطريقتي المربعات الصغرى العادية باستخدام مشاهدات 21 شهرا بحيث: و : التغير الشهري في العرض النقدي معرفا بالمجموع النقدي M_2 .

25- في حالة عدم توفر البيانات الإحصائية الشهرية لحساب المؤشر الأوسع للتعقيم (المعامل)، نعتمد على معامل آخر للتعقيم هو المعامل الذي يعبر عنه بنسبة التغير السنوي في العرض النقدي (المجموع النقدي M_2) إلى التغير السنوي في صافي الأصول الأجنبية لدى البنك المركزي، ويأخذ نفس دلالة المعامل، و ينطبق نفس الأمر على المعامل. IMF.Algeria: Statistical Appendix, Report N°:1140/op-cit, p p2526-26.

27- للاطلاع أكثر على أدوات سياسة التعقيم، راجع: Joshua Aizenmam and Reuven Glick, Sterilization, Monetary Policy, and Global Financial Integration, op -cit, pp 67-

- صبحي حسون عباس، المضامين النقدية لسياسة التعقيم Sterilisation في الدول النامية- كور يا حالة دراسية، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، العدد السابع عشر، 2008، بغداد، ص ص 6-10.

- سوزان سكدالر، الزيادة الكبيرة في تدفقات رأس المال: أهي نعمة أم نقمة؟، مرجع سبق ذكره، ص ص 21-22.

28- IMF.Algeria: Statistical Appendix, Report N°:1140/op-cit, p 30.

29- اتخذت خطوات مهمة لتوسيع نشاط السوق النقدية و تفعيل نشاطها من خلال إصدار التعليمات 08-91 المؤرخة في 41 أوت 1991 المتعلقة بتنظيم السوق النقدية، و التعليمات 28-95 المؤرخة في 22 أفريل 1995 المتعلقة بإعادة تنظيم السوق النقدية التي حددت ثلاث أدوات للتدخل هي: نظام الأمانات، نظام المزايدات، وأداة السوق المفتوحة.

30- تم العمل بهذه الأداة لأول مرة في 30 ديسمبر 1996، شملت شراء البنك المركزي لسندات عامة قصيرة الأجل بمبلغ إجمالي قدره 4 ملايين دج بمعدل فائدة متوسط قدر ب 14.94%.

31- تمثل الأوراق المالية الحكومية قصيرة الأجل 88% من إجمالي الأوراق المالية الحكومية المصدرة في هذه السنة.

تضاعفت هذه الاحتياطات و ساهمت في الحفاظ على مستويات مقبولة منها عندما تراجعت أسعار النفط بعد تلك السنة، كما انخفضت كذلك احتياطات الصرف في سنتي 1998 و 1999 بنسبة 15.1% و 19% على الترتيب نتيجة لانخفاض أسعار النفط التي بلغت 12.9 و 17.8 دولار للبرميل في هاتين السنتين.

- 2 باستثناء سنة 2009 التي سجلت فيها الاحتياطات نسبة ارتفاع ضعيفة قدرت ب 4.1% نظرا لتراجع أسعار البترول ب 37.3% في نفس السنة، و على إثرها سجل رصيد ميزان التجارة فائض ضئيل بلغ 7.78 مليار دولار مقارنة بسنة 2008.

3- بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات و السياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 192.

4- كريم النشاشيبي و آخرون، الجزائر: تحقيق الاستقرار و التحول إلى اقتصاد السوق، صندوق النقد الدولي، واشنطن، 8991، ص 119.

5- للاطلاع أكثر على كيفية إدارة احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر، أنظر: زايري بلقاسم، إدارة احتياطات الصرف الأجنبي و تمويل التنمية في الجزائر، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 41، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، القاهرة، 2008، ص ص 21-25.

6- أدى انخفاض معدل التضخم في الجزائر إلى تحقيق معدلات فائدة حقيقية موجبة ابتداء من سنة 1997 مما سمح بتعبئة المدخرات المالية لتمويل الاستثمار و بالتالي تحقيق معدلات نمو مقبولة، أنظر: بلعزوز بن علي و طيبة عبد العزيز، السياسة النقدية و استهداف التضخم خلال الفترة 1990-2006، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 41، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، القاهرة، 2008، ص 39.

7- بلغ معدل نمو المجمع النقدي 2M خلال الفترة 2001-2011 - باستثناء سنة 2009 التي حقق فيها المجمع نمو ب 3.1% - في المتوسط 16.9%.

8- في دراسة أجراها بنك الجزائر حول محددات التضخم لسنة 2001 اعتبر فيها أن الكتلة النقدية المعبر عنها بالمجموع النقدي 2M تساهم بشكل كبير في التضخم بحيث فسر هذا العامل 63% من التضخم، أنظر: بنك الجزائر، التقرير السنوي 2011 : التطور الاقتصادي و النقدي للجزائر، أكتوبر 2012، ص 47.

9- لقد سجل معدل التضخم بعد سنة 2001 انخفاضا بأكثر من نقطتين ونصف في سنة 2002 ثم ارتفع إلى 3.6% في سنة 2004 وهي نسبة معتبرة مقارنة بسنة 2002، يرجع سبب انخفاض معدل التضخم سنة 2002 - رغم زيادة معدل نمو الكتلة النقدية المعبر عنها بالمجموع النقدي 2M بنسبة 17.4% - إلى زيادة معدل نمو الدخل في القطاع الفلاحي إلى جانب تخفيض الرسوم الجمركية.

10 - أشارت نفس الدراسة التي أجراها بنك الجزائر حول محددات التضخم إلى أن التضخم المستورد المقاس بتغير مؤشر أسعار المواد ذات المحتوى المستورد القوي المكشمة من سعر الصرف الفعلي الإسمي يساهم بنسبة 12% في التضخم، أنظر: بنك الجزائر، التقرير السنوي 2011: التطور الاقتصادي و النقدي للجزائر، مرجع سبق ذكره، ص ص 46-47.

11- بلعزوز بن علي و طيبة عبد العزيز، السياسة النقدية و استهداف التضخم خلال الفترة 1990-2006، مرجع سبق ذكره، ص 39.

12- بنك الجزائر، التقرير السنوي 2011 : التطور الاقتصادي و النقدي للجزائر، مرجع سبق ذكره، ص ص 46-47.

13- بلعزوز بن علي و طيبة عبد العزيز، السياسة النقدية و استهداف التضخم خلال الفترة 1990-2006، مرجع سبق ذكره، ص 33.

14- بنك الجزائر، التطورات الاقتصادية و النقدية في الجزائر سنة 2004.2004، ص 24.

- 32- بنك الجزائر، التقرير السنوي 2011 : التطور الاقتصادي و النقدي للجزائر، مرجع سبق ذكره، ص ص175-176.
- 33- بدأ استخدام هذه الأداة (نصت المادة 93 من القانون 90-10 على أداة الاحتياطي النقدي الإلزامي في إدارة السياسة النقدية) في أكتوبر 1994 بنسبة 3% من الودائع المصرفية (مع استبعاد الودائع بالعملة الأجنبية) مع تعويضها بنسبة 11.5 %، أنظر: كريم النشاشيبي و آخرون، الجزائر: تحقيق الاستقرار الاقتصادي و التحول إلى اقتصاد السوق، مرجع سبق ذكره، ص 59.
- 34- حاول بنك الجزائر تفعيل هذه الأداة لامتناس فائض السيولة نظرا لضعف الأدوات التقليدية السابقة، فأصدر النظام 02-04 المؤرخ في 4 مارس 2004 المحدد لشروط تكوين الاحتياطات الإجبارية الدنيا.
- 35- بن يوسف سليم، مسار الإصلاحات النقدية وانعكاساتها على الاقتصاد الجزائري للفترة 1990-1999، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2001، ص 68.
- 36- بنك الجزائر، التطورات الاقتصادية و النقدية في الجزائر سنة 2003، مرجع سبق ذكره، ص 25.
- 37- بنك الجزائر، التقرير السنوي 2011: التطور الاقتصادي و النقدي للجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 182.
- 38- عرفت تدخلات بنك الجزائر في السوق النقدية (استرجاعات السيولة لسبعة أيام و ثلاثة أشهر) تعديلات من ناحية التدفقات و الحجم حسب نوع الوسيلة و كذلك من ناحية معدلات الفائدة المطبقة في هذا المجال، أنظر: IMF.Algeria: Statistical Appendix, Report N°:1140/op-cit, p 30.
- 39- IMF.Algeria: Statistical Appendix, Report N°:1140/op-cit, p27.
- 40- بنك الجزائر، التقرير السنوي 2011 : التطور الاقتصادي و النقدي للجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 178.
- 41 - IMF.Algeria: Statistical Appendix, Report N°:06102/op-cit, p26.
- 42- بنك الجزائر، التقرير السنوي 2011: التطور الاقتصادي و النقدي للجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 168.