

التمويل غير التقليدي في الجزائر وفق تعديلات قانون النقد والقرض ... هل  
يتعلق الأمر بالتيسير الكمي؟

*Non-traditional financing in Algeria according to changes in the  
law of money and credit ... Is it a quantitative easing?*

د/ حمزة رملي

[hamzareml@yahoo.com](mailto:hamzareml@yahoo.com)

المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ميلية -  
الجزائر

تاريخ الاستلام: 2018/03/23 تاريخ التعديل: 2018/06/05 تاريخ قبول النشر: 2018/06/16

**الملخص :**

نهدف من خلال هذه الدراسة إلى توضيح معالم التمويل غير التقليدي وفق تعديلات قانون النقد والقرض في الجزائر وتحديد أهم التحوّلات في تمويل الخزينة العمومية اعتمادا على هذا النمط من التمويل، كما نحاول مقارنة هذه السياسة مع ما يتمّ اعتماده في عدد من الدّول وعلى رأسها الو.م.أ. فما يسمّى بالتيسير الكميّ.

وقد خلصنا إلى أنّ هناك اختلافا كبيرا بين السياستين يتركّو أساسا في عملية طبع النقود وفق هذا التمويل في الجزائر، بينما تعتبر العملية تسجيلات محاسبية في ميزانية الاحتياطي الفدرالي في الو.م.أ، إضافة إلى الاختلاف في تسيير العملية وميكانيزمات إقبالها. الكلمات المفتاحية: التمويل غير التقليدي، قانون النقد والقرض، التيسير الكميّ، لوحة النقود، التضخم، الأساس النقديّ.

**Abstract:**

The aim of this study is to clarify the characteristics of unconventional financing according to the changes in the law of money and credit in Algeria, and to identify the most important changes in the financing of the public treasury by this type of financing. We also try to compare this policy with what is adopted in USA in the so-called quantitative easing.

We have concluded that there is a significant difference between the two policies, mainly concentrated in the process of printing money in Algeria, while the process is considered as accounting records in the Federal Reserve's budget in the United States, and the difference in the conduct of the process and the mechanisms of closure.

**Keywords:** unconventional finance, money and credit law, quantitative easing, money printing, inflation, monetary basis.

**مقدمة:**

يعرف الاقتصاد الجزائري هزّات شديدة منذ سنة 2014، وذلك بعد الانخفاض الكبير في أسعار النفط في الأسواق العالمية من (110 إلى 40 دولار للبرميل)، وهو ما أثر بشكل كبير على قيمة الصادرات (من 63 إلى 27 مليار دولار)، وذلك في ظلّ انخفاض بسيط في الواردات (11%) الأمر الذي انعكس سلباً على قيمة مداخيل الخزينة من جهة، وزاد الضغوط على احتياطات الدولة من جهة أخرى.

وقد حاولت الحكومة الجزائرية الحدّ من آثار الأزمة على الاقتصاد عبر مجموعة من الإجراءات، فبدءً من الاعتماد على صندوق ضبط الموارد، احتياطي العملات الأجنبية، اللّجوء إلى الاستدانة الداخلية عن طريق ما سميّ القرض السندي، ثمّ الإعلان عن انتهاء نموذج اقتصادي جديد، وصولاً إلى التمويل غير التقليدي من خلال تعديل قانون النقد والقرض بشكل يسمح للبنك المركزي بتمويل عجز الخزينة العمومية بدون تغطية.

**إشكالية الدراسة:**

منذ بدء الأزمة البترولية سنة 2014 عرف الاقتصاد الجزائري مشاكل كبيرة أدت إلى تآكل كبير في احتياطات الصّرف وكذا ضغوط كبيرة على صندوق ضبط الإيرادات. ومع التزايد المستمرّ للنفقات العمومية، وفي ظلّ هذه

الضغوط لجأت الحكومة إلى اقتراح مشروع تعديل قانون النقد والقرض بحيث يمكن بنك الجزائر من تمويل عجز الخزينة العمومية بشكل مباشر عن طريق إصدارات نقدية جديدة.

هذا الطرح يقودنا إلى الحديث عن سياسات غير تقليدية تمّ انتهاجها في عدد من الدول أهمها اليابان، الو.م.أ، انجلترا والاتحاد الأوروبي بشكل عام، وهي ما يسمّى بسياسات التيسير الكميّ. من خلال ما سبق نطلق في دراستنا من التساؤل التالي:

هل تتجه الجزائر إلى تبني سياسة التيسير الكميّ على إثر تعديلات قانون النقد والقرض؟

### الأسئلة الفرعية

من خلال التساؤل الرئيسي للدراسة يمكن طرح أسئلة فرعية كما يلي:

- ما المقصود بالتمويل غير التقليدي الذي يتم انتهاجه في الجزائر وفق قانون 10/17؟ وما المقصود بسياسات: لوحة النقود ( la planche à billets )،

التيسير الكميّ؟

- ما هي أهمّ التحولات في آليات تمويل بنك الجزائر للخزينة العمومية اعتمادا على التمويل غير التقليدي؟

- هل يتمّ طبع النقود في السياسات النقدية غير التقليدية؟

- ما هي تأثيرات التيسير الكميّ على اقتصاديات الدول التي طبّق فيها (الو.م.أ)؟

- ما هي أوجه الشبه بين التمويل غير التقليدي وفق قانون 10/17 وسياسة التيسير الكميّ؟

- ما هي أوجه الاختلاف بين التمويل غير التقليدي وفق قانون 10/17 وسياسة التيسير الكميّ؟

أهمية الدراسة:

تكتسي الدراسة أهميتها من حجم التأثيرات الكبيرة للسياسات النقدية على الاقتصاد، وذلك للدور الكبير الذي أصبحت تلعبه النقود في النماذج الاقتصادية، حيث تعتبر أغلب المتغيرات الاقتصادية دالة في عرض النقد، كما تظهر

الأهمية البالغة للسياسات غير التقليدية في تصحيح التوازنات النقدية والمالية للبلدان المتبعة لهذا النهج، وهو ما قادنا إلى محاولة تسليط الضوء على آليات التمويل غير التقليدي في الجزائر ومقارنته مع هذه السياسات، خاصة في ظلّ تقديم الحكومة لمبرر الاعتماد على هذا النهج من قبل بلدان أخرى.

#### أهداف الدراسة:

نحاول من خلال هذه الدراسة الوصول إلى عدة أهداف هي:

- معرفة أهمّ التحولات التي تطرأ على آليات السياسة النقدية بالاعتماد على التمويل غير التقليدي؛
  - الوصول إلى تحديد أهمّ نتائج الاعتماد على سياسات التيسير الكمي في أكثر الدول استخداما لها وهي الو.م.أ؛
  - التعرف على أوجه الشبه وأوجه الاختلاف بين التمويل غير التقليدي في الجزائر وفق قانون 10/17 وسياسة التيسير الكمي المطبقة في بلدان كالو.م.أ.
- منهج الدراسة:

تماشياً مع طبيعة الموضوع استخدمنا المنهج الوصفي التحليلي، وذلك لوصف سياسات التيسير الكمي وكذا التمويل غير التقليدي في الجزائر، بالإضافة إلى تحليل نتائج التيسير الكمي وكيفية إدارة السياسة النقدية وفق هذه التقنية، كما استخدمنا المنهج المقارن لمعرفة أهمّ أوجه الشبه والاختلاف بين سياسة التيسير الكمي المطبقة في الو.م.أ والتمويل غير التقليدي المطبق في الجزائر.

#### هيكل الدراسة:

قمنا بتقسيم دراستنا هاته إلى ثلاث أقسام: **القسم الأول:** تمّ فيه التطرق إلى التمويل التقليدي المطبق في الجزائر وفق تعديلات قانون النقد والقرض 10/17، وفي **القسم الثاني** قمنا بتحليل سياسة التيسير الكمي المطبقة في الولايات المتحدة الأمريكية، أمّا **القسم الثالث** فجاء فيه تحديد أوجه الشبه والاختلاف بين السياستين.

## **I. التمويل غير التقليدي وفق تعديلات قانون النقد والقرض**

تعرّضت مداخيل الخزينة العمومية في الجزائر إلى ضغوط كبيرة ناتجة عن انخفاض شديد في الإيرادات، ويرجع هذا الانخفاض أساساً إلى انخفاض في أسعار البترول في السنوات الأخيرة، يحدث هذا في ظلّ النموّ المستمر في النفقات الناتجة عن تزايد نفقات التسيير والتجهيز، وهو ما جعل الحكومة تلجأ إلى تعديل قانون النقد والقرض في اتجاه نحو الاعتماد على السياسات النقدية لحلّ الأزمة.

### **I.1. التّأثير التشريعي للسياسات النقدية في الجزائر**

حاولت الجزائر منذ الاستقلال إرساء قاعدة تشريعية للسياسة النقدية بإنشاء الخزينة الجزائرية ثم إنشاء البنك المركزي الجزائري بموجب القانون 62-44 المؤرخ في 13-12-1962، ثم تتالت القوانين التي توطّرت هذه السياسات، وكان أهمّها على الإطلاق قانون 10/90 الذي حدّد مختلف الآليات التي تسمح لبنك الجزائر بتمويل الاقتصاد والتأثير على المتغيّرات النقدية في البلد.

مع مطلع الألفية تمّ تعديل هذا القانون بالأمر رقم 11/03 استجابة للتطوّرات الحاصلة على في المجال البنكي؛ خاصة تلك المتعلّقة بالفضائح المالية.

وسنة 2010 جاء تعديل آخر بالأمر 04/10 والذي جاء لتحديد قواعد الشراكة الأجنبية في المجال المصرفي، خاصة منها ما تعلق بالقاعدة 51/49.

وبعد الضغوط المتزايدة على الخزينة العمومية بتزايد النفقات والانخفاض الكبير للإيرادات على إثر الأزمة البترولية منذ 2014؛ تمّ التفكير في بدائل تشريعية للتخفيف من الأعباء على صندوق ضبط الإيرادات واحتياطات الصرف، فجاء اقتراح مشروع قانون لتعديل قانون النقد والقرض يسمح لبنك الجزائر وفق آليات معيّنة ولمدة خمس سنوات من تمويل الخزينة العمومية اعتماداً على إصدارات نقدية. هذا المقترح تمّ اعتماده رسمياً كقانون تحت رقم 10/17 المؤرخ في 11 أكتوبر 2017.

**2.I. أسس التمويل غير التقليدي وفق قانون 10/17**

لتحديد أسس تطبيق التمويل غير التقليدي الذي ينصّ عليه هذا القانون لابدّ من الإجابة أولاً عن التساؤل الكبير: هل يتمّ طبع أو إصدار النقود في هذه العملية؟ ويظهر من خلال القانون أنّ الأمر يتعلّق بعملية إصدار نقدي جديد، وهذا الإصدار يجعلنا نرجع قليلاً إلى علاقة بنك الجزائر بالخزينة العمومية في الأمر 11/03، وكذا محدّدات سقف الإصدار النقدي الجديد المعتمدة، وذلك لمعرفة أهمّ التحوّلات التي يمكن أن تطرأ على السياسة النقدية في الجزائر بعد تطبيق القانون الجديد.

**1.2.I. سقف الإصدار النقدي قبل قانون 10/17**

من خلال قانون 10/90 وما جاء بعده يمكن التعرف على الحالات التي يقوم فيها بنك الجزائر بإصدارات نقدية جديدة، والتي نوردتها فيما يلي:

**أ. الذهب النقدي والعملات الأجنبية**

تتمّ تسوية عملية التبادل التجاري بين الدّول عن طريق العملات الصعبة والذهب النقدي، وينتج عن ذلك فوائض لدى الدّول المصدّرة، غير أنّ هذه الفوائض سواء من الذهب النقدي أو من العملات الأجنبية لا يتمّ تداولها محلياً، وعليه تقوم البنوك المركزية بتحويل هذه الفوائض إلى عملة وطنية<sup>1</sup>، بتعبير آخر يتمّ إصدار مقابل نقدي محليّ للفوائض المحقّقة، وهو ما يعني أنّه يتمّ طبع نقود جديدة بغطاء الفائض في الذهب النقدي والعملات الأجنبية.

في الجزائر وقبل قانون 10/17 كانت هذه الفوائض وعلى صعوبة تحقيقها- حيث يستلزم الأمر تحقيق فائض تدفّق خارجي موجب، يتمّ تحويلها إلى العملة الوطنية، أي أنّ سقف إصدار النقود وفق نظام التغطية بفوائض الذهب النقدي والعملات الأجنبية هي القيمة الكلية لهذه الفوائض<sup>2</sup>.

**ب. سندات الخزينة**

تحتاج الخزينة العمومية اثناء تسييرها للنفقات العمومية إلى تمويل الأنشطة الحكومية، ويحدث أن تفوق إيرادات الخزينة النفقات الإجمالية في وقت معيّن، وهو ما يستوجب حصولها على تمويل من البنك المركزي، ففي الجزائر تطلب الخزينة العمومية تسبيقات من بنك الجزائر لتغطية العجز في الميزانية

العمومية، والذي يظهر حين تتجاوز النفقات المستمرة قيمة الإيرادات المتقطعة عبر الزمن<sup>3</sup>.

وفيما يتعلّق بسقف الإصدارات النقدية مقابل هذه التسبيقات فقد تمّ تحديده قبل قانون 10/17 بقيمة 10% من الإيرادات العادية للدولة للسنة الماضية، على أن يكون استحقاق هذه الاموال خلال 240 يوماً<sup>4</sup>. كما يقوم بنك الجزائر بعملية شراء لسندات الخزينة بهذه القيمة، وتمرّ عملية البيع والشراء من خلال السوق ما بين البنوك.

### ج. إعادة الخصم

يعتبر البنك المركزي آخر ملجأ للإقتراض عند البنوك التجارية، وتتم عملية الإقراض عن طريق تقديم بعض الأصول التي تملكها هذه البنوك للبنك المركزي، وتتمثل هذه الأصول أساساً في السندات التجارية، والتي تحصل عليها البنوك التجارية عن طريق عمليات الخصم، وتسمى عملية الإقراض هذه بإعادة الخصم، فالبنك المركزي يحصل على مقابل أو عمولة مقابل خصم هذه السندات المخصومة سلفاً من طرف البنوك ويمكن تسمية هذه العملية بالإقتراض الوطني.

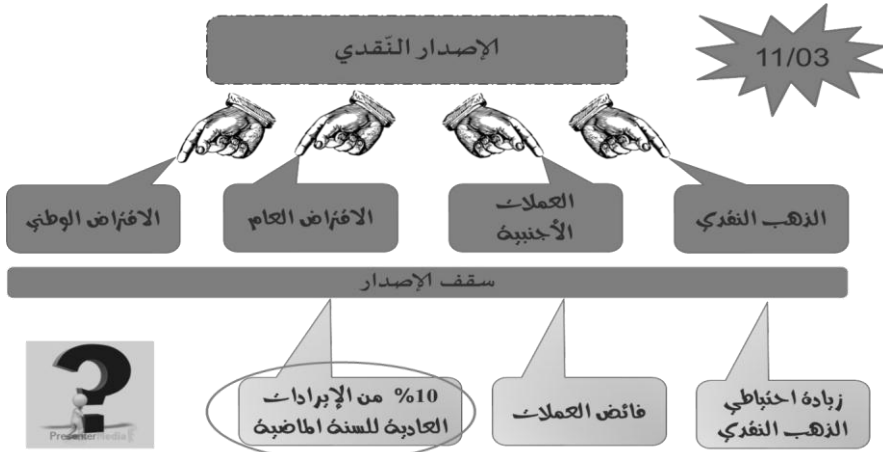
في الجزائر لم تفصل القوانين المصرفية في الأوراق المقبولة لعملية الخصم من طرف بنك الجزائر، وتبقى تقديرات البنك المركزي لسقف الإصدار مقابل هذه الأوراق بما يراه من الوضع الاقتصادي السائد، وقراءته للسياسة النقدية الواجب اتباعها في ظلّ هذه الأوضاع<sup>5</sup>. كلّ هذا يقودنا إلى القول أنّ سقف الإصدار النقدي في هذه الحالة يرجع إلى تقديرات البنك المركزي والسياسات المنتهجة، ففي التعلّيم رقم 02-2016 المؤرّخة في 24 مارس 2016 حدّد بنك الجزائر هذه السندات بـ<sup>6</sup>:

كسندات الخزينة العمومية: وتتمثل في سندات الخزينة قصيرة الأجل (مدّتها تقل عن سنة)، وسندات خزينة متوسطة (تتراوح مدّتها بين سنتين وخمس سنوات)، ويسقف بنك الجزائر العملية هنا بـ90% من القيمة الاسمية للسندات.

كسندات خاصة: وتشمل السندات الممثلة لعمليات تجارية على الجزائر أو على الخارج والتي لا تتجاوز المدة المتبقية لاستحقاقها 6 أشهر، السندات الممثلة لقروض الخزينة وللقروض متوسطة الأجل القابلة لإعادة الخصم لفترة 6 أشهر. ويسقف بنك الجزائر العملية هنا بـ 70% من القيمة الإسمية بالنسبة للعمليات التجارية، و 50% بالنسبة للعمليات الأخرى.

ويمكن تمثيل عملية إصدار النقود اعتمادا على الحالات الأربع وكذا سقف هذا الإصدار من خلال الشكل الموالي:

### الشكل رقم 01: سقف الإصدار النقدي قبل قانون 10/17



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على:

- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ط07، ديوان المطبوعات الجامعية، 2011، ص44

- الأمر 04/10 المؤرخ في 26 أوت 2010 والمتعلق بالنقد والقرض

- قانون 10/90 المؤرخ في المتعلق بالنقد والقرض

### I.2.2. سقف الإصدار النقدي وفق قانون 10/17

جاء قانون 10/17 بتعديل بسيط في شكله، عميق في مدلوله وتأثيراته للأمر 11/03، وهو تعديل مسّ المادة 45 بإضافة المادة 45 مكرّر، ونصّ القانون على إمكانية تمويل بنك الجزائر للخزينة العمومية وبشكل مباشر من خلال شراء السندات المالية التي تصدرها، وذلك استثنائيا ولمدة 5 سنوات.

وحَدَدت الحالات التي يتمّ فيها تطبيق هذه الآلية بـ<sup>7</sup>:



-تغطية احتياجات تمويل الخزينة؛

- تمويل الدين العمومي الداخلي؛

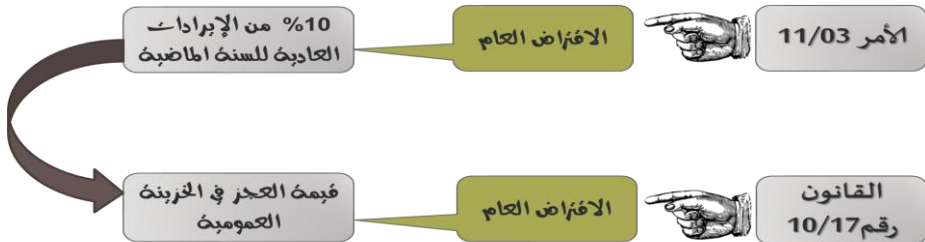
-تمويل الصندوق الوطني للاستثمار.

وبقراءة بسيطة لنصّ القانون يمكننا القول أنّ حدود وسقف الإصدار النقدي في حالات الذهب النقدي والعملات الأجنبية لم تتغيّر، غير أنّه قد غيّر ضمناً من حدود الإصدارات النقدية من طرف بنك الجزائر في حالة العلاقة التمويلية مع الخزينة العمومية.

ومن خلال هذه المادة يمكننا القول أنّ سقف الإصدار هنا أصبح غير محدّد بقيمة معيّنة بل بمدى تغطية إيرادات الخزينة لنفقاتها المختلفة وديونها اتجاه أصحاب السندات (الدائنون في عملية إصدار القرض السندي سنة 2016)، هذا بالإضافة إلى حجم الاستثمارات الممولة من قبل الصندوق الوطني للاستثمار. وهذا ما يقودنا إلى القول بأنّ عملية التمويل غير التقليدي في ظل هذا القانون تنطوي على عملية لوحة النقود أو ما يعرف بـ la planche à billets والتي تعرّف على أنّها عملية إصدار النقود من طرف البنك المركزي بدون تغطية أو مقابل حقيقي<sup>8</sup>، بمعنى أنّه يتمّ طبع المزيد من النقود والتي تقوم بتدوير نفس الكميّة من السلع والخدمات<sup>9</sup>، بالإضافة إلى أنّ هذا النوع لا يندرج ضمن التمويل غير التقليدي.

ولتوضيح التحوّلات الحاصلة على سقف الإصدار النقدي وفق تعديلات قانون النقد والقرض نقترح الشكل التالي:

### الشكل رقم 02: سقف الإصدار وفق قانون 10/17



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على ما سبق

## I.3. آلية تمويل بنك الجزائر للخرينة العمومية وفق قانون 10/17

لتحليل التمويل غير التقليدي المبني على هذا الطرح يتوجب علينا شرح عملية التمويل وآلياتها من خلال كونها:

أ. استثنائية:

وذلك لارتباطها المباشر بمسببات الاعتماد عليها وهي حدوث العجز، وارتباط هذا الأخير أساسا بحجم النفقات والإيرادات، وعليه يمكن القول أن هذه العملية جاءت كحلّ ظرفي لضغوط الأزمة النفطية على مداخيل الدولة.

وبتعبير رياضي وبالبحث في مسببات الاعتماد على التمويل غير التقليدي؛ يمكن القول أن التمويل غير التقليدي سيزيد من الكتلة النقدية في الاقتصاد الوطني، وسيجعل هذه الأخيرة دالة في عجز الخزينة العمومية، وهذه الأخيرة دالة في حجم الإيرادات والنفقات، والتي بدورها تتبع متغيرات كثيرة هي حجم نفقات التسيير والتجهيز وكذا أسعار النفط وحجم الإنتاج وأسعار الصّرف... إلخ ويمكن التعبير عنها من خلال:

$M_2 = f(X_1)$	وهذا حيث:
$X_1 = f(X_2, X_3)$	$M_2$ : الكتلة النقدية
$X_2 = f(X_4, X_5)$	$X_1$ : عجز الخزينة العمومية
$X_3 = f(X_6, X_7)$	$X_2$ : النفقات
$X_7 = f(X_8, X_9)$	$X_3$ : الإيرادات
	$X_4$ : نفقات التجهيز
	$X_5$ : نفقات التسيير
	$X_6$ : حجم الجباية العادية
	$X_7$ : حجم الجباية البترولية
	$X_8$ : أسعار النفط
	$X_9$ : حجم الإنتاج

وبالرّجوع إلى مسببات الأزمة النفطية من جهة، وإلى توقّعات الخبراء يمكننا الحكم باستمرار الفوائض في المعروض من النفط في الأسواق العالمية من جهة، ومن جهة أخرى انحصار الطلب بسبب انخفاض وتيرة النموّ في دول كالصّين والبرازيل، وكذا عدم تعافي الاقتصاد الأمريكي من آثار الأزمة المالية، هذا بالإضافة إلى التطوير التكنولوجي المستمرّ الذي تعرفه تقنيات استخراج الغاز الصّخري والتي ينتج عنها تخفيض مستمرّ في تكاليفه، الأمر الذي يقودنا إلى استنتاج استمرار الأسعار عند هذه المستويات

في المدى المتوسط، أو على الأقلّ عدم ارتفاعها فوق عتبة 70 دولار للبرميل (تكلفة استخراج برميل من الغاز الصخري)<sup>10</sup>.

من خلال ما سبق يمكن القول أنه وبارتباط التمويل غير التقليدي بالأزمة؛ فإنّ اعتماده سيستمر ما لم تحدث تغييرات جذرية في المنظومة الجبائية، خاصة في ظلّ انخفاض أسعار النفط بالإضافة إلى متغيّر آخر ستتزايد أهميته بشكل كبير في السنوات القليلة القادمة، هذا المتغيّر هو حجم الإنتاج، خاصة إذا ما علمنا أنّ إنتاج النفط في الجزائر بلغ أدنى مستوى له منذ 20 سنة ليقارب المليون برميل يوميا، حسب مسح أجرته وكالة رويترز.

#### ب. محددة بمدة زمنية:

تمّ تحديد فترة الاعتماد على التمويل غير التقليدي بخمس سنوات، غير أنّنا يمكن أن نعتبر ذلك هامشيا، حيث أنّ ما يهّم أكثر من الناحية الاقتصادية والرياضية -إذا ما نظرنا إلى الدوال السابقة- هو قيمة المبالغ التي يتمّ إصدارها، أي بمعنى أصحّ هو قيمة العجز في ميزانية الخزينة، وهذا يتطلّب جهدا كبيرا وإصلاحا جذريا للمنظومة الجبائية، وذلك لتوسيع الوعاء الجبائي وتنويعه.

#### ج. تتمّ عن طريق سندات الخزينة:

وهنا تمّ التأكيد على أنّ بنك الجزائر يقوم بتمويل الخزينة مقابل شرائه للسندات التي تصدرها، وذلك مع علمنا بكون قيمة السندات هي قيمة العجز أو القيمة التي تحتاجها الخزينة لتوازن بين النفقات والإيرادات.

#### د. شراء بطريقة مباشرة:

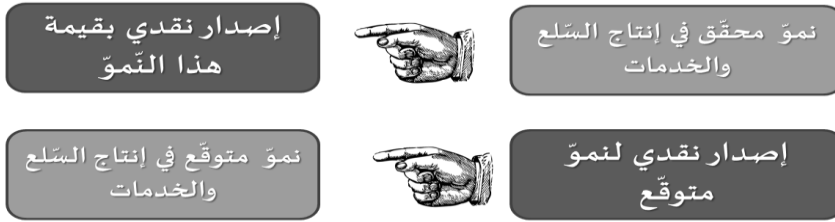
على خلاف التسبيقات التي يقدمها بنك الجزائر إلى الخزينة العمومية في ظل القوانين السابقة، والتي تميّزت بكونها تمرّ عبر السوق ما بين البنوك، أي أنّ بنك الجزائر يقوم بشراء سندات الخزينة التي يتمّ طرحها للاكتتاب في السوق ما بين البنوك le Marché interbancaire؛ فوفق قانون 10/17 يقوم بنك الجزائر بتمويل مباشر، أي يقوم بشراء هذه السندات دون مرورها على الدائرة المصرفية.

#### ه. غير محددة من حيث سقف الإصدار:

وهو ما تمّ شرحه سابقا، حيث لا يوجد حدّ معيّن حتى الآن للمبالغ التي يتمّ إصدارها خلال المدة المعتمدة في التمويل غير التقليدي، هذا رغم تصريحات وزير المالية بأنّ المبالغ لن تتعدّى 2659 مليار دج، وهذا في ظلّ توقّعات بتناقص عجز الميزانية العام ليصل إلى الصفر خلال عام 2019<sup>11</sup>.

كخلاصة لما سبق يمكن القول أنّ التمويل غير التقليدي الذي سيتمّ انتهاجه في الجزائر وفق تعديلات قانون النقد والقرض 10/17 يتمثّل في إصدار النقود من طرف البنك المركزي لتغطية عجز الخزينة العمومية بشكل مباشر لمدة خمس سنوات، وهو ما يطلق عليه لوحة النقود أو la planche à billets، وهو ما يعني انها عملية طبع نقود مشروطة بعجز الخزينة ومحدّدة زمنيا بخمس سنوات، في حين أنّها غير محدّدة بسقف معيّن. ولتوضيح الفروق بين التمويل التقليدي غير التقليدي نقتح الشكل الموالي:

### الشكل رقم 03: الفرق بين التمويل التقليدي وغير التقليدي



المصدر: من إعداد الباحث

## II. سياسة التيسير الكميّ Quantitative Easing

الملاحظ اليوم في السياسات النقدية المتّبعة من قبل بعض البنوك المركزية في العالم أنّ هنالك اتجاهات حديثة في إدارة المعروض النقدي في ظلّ الأزمات، ويأتي في طليعتها ما يُطبّق في بلدان كالو. م. أ واليابان ودول أوروبية، فيما يُطلق عليه سياسات التيسير الكميّ Quantitative Easing، والتي تحوي أيضا أدوات كالتضخّم المستهدف Target inflation، ومعدّل الفائدة الصفري أو السّالب Negative interest rate، وقد بدأت هذه السياسات في اليابان في التسعينات، غير أنّ الخطّة التوسّعية المتّبعة من قبل الاحتياطي الفدرالي Federal Reserve بعد الأزمة العالمية سنة 2008 كانت هي الأضخم.

## 1.II. مفاهيم حول التيسير الكمي

وعرّف التيسير الكمي على أنه محاولة التأثير على أسعار الفائدة من خلال شراء أو بيع الأوراق المالية من النظام المصرفي، وبالتالي التأثير على مستوى الاحتياطيات التي تحتفظ بها البنوك في النظام، وامتداد ذلك إلى التوسع في الإقراض من جهة، ودفع أسعار الأصول للأعلى من جهة أخرى<sup>12</sup>.

كما يطلق عليه اسم التسهيل الكمي ويعرّف بأنه: سياسة نقدية يطبقها البنك المركزي بشراء سندات حكومية من المؤسسات المالية بما فيها البنوك التجارية، ما يدعم عملية الإقراض وزيادة الائتمان ما يؤدي إلى خلق النقود<sup>13</sup>.

وفي الو.م.أ يعرف التيسير الكمي على أنه عملية خلق النقود من فراغ، حيث يقوم الاحتياطي الفيدرالي بزيادة الأساس النقدي Monetary Base في الولايات المتحدة، واستخدامه لشراء السندات الحكومية من المؤسسات المالية، التي يفترض أن تستخدم هذه الزيادة في الأساس النقدي في عمليات الإقراض وزيادة حجم الائتمان، وهو ما يؤدي إلى زيادة عملية خلق النقود بصورة مضاعفة، ويعتمد ذلك على قيمة المضاعف النقدي<sup>14</sup> Money Multiplier.

ويمكن القول أنّ التيسير الكمي هو سياسة يقوم من خلالها البنك المركزي بشراء أصول مالية تزيد من خلالها احتياطيات المؤسسات البائعة لديه وكذا ميزانيته، وأنّ الغرض منه هو تحفيز البنوك والمؤسسات المالية على منح القروض وترك مصيدة السيولة liquidity trap.

## II.2. هل يتمّ طباعة النقود في عملية التيسير الكمي في الو.م.أ؟

والجواب هو أنّ العملية لا تعدو أكثر من كونها قيود حسابية سوف يضيفها الاحتياطي الفيدرالي لميزانيته من خلال رفع احتياطيات المؤسسات المالية التي سيقوم بشراء السندات منها<sup>15</sup> (يذكر أنّ أهمّ هذه السندات هي السندات الحكومية وتلك المغطاة بالرهون العقارية)، ثم عندما يطفئ هذه السندات بنهاية مرحلة التيسير الكمي، سوف يتم التخلص من هذه الاحتياطيات بقيود معاكسة في الميزانية.

وبالنظر إلى الموضوع من وجهة محاسبية يمكن القول أنه يتم تسجيل الدولارات

الجديدة التي يصدرها

الاحتياطي الفدرالي في جانب

الالتزامات في ميزانيته. بهذا

الشكل يكون كل من جانبي

الأصول والخصوم في

الميزانية قد ارتفع بقيمة

الأوراق المالية التي قام

الاحتياطي الفدرالي بشرائها

والتي كان أهمها ديون الهيئات

الحكومية "Fannie Mae

فاني ماي" وهي الرابطة

الفدرالية للرهن العقاري

بدأت الدفعة الأولى من التيسير الكمي QE1 في نوفمبر 2008، وذلك بشراء سندات بحوالي ترليون دولار، ثم جاءت الدفعة الثانية QE2 والتي بدأت سنة 2010 بضحّ 600 مليار دولار، ثم اختتم الفدرالي الأمريكي سياسته التوسعية بالمرحلة الثالثة QE3 التي بدأت في سبتمبر 2012 واختتمت في أواخر 2014، وكانت بمعدل 85 مليار دولار شهريا، أي ما يقارب 700 مليار دولار ليصل إجمالي ما تم إصداره منذ البداية إلى 2,85 ترليون دولار\*.

Federal National Mortgage Association، و"فريدي ماك" وهي مؤسسة رهن

المنازل العقارية الفدرالية The Federal Home Loan Mortgage Corporation،

والأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري والسندات الحكومية طويلة الأجل، ويزيد

بالتالي حجم ميزانيته.

والمقصود بالسندات المغطاة بالرهن العقاري هو تلك القروض التي تمّ

منحها للعائلات متوسطة الدخل بغرض شراء مساكن خاصة بهم، والمضمونة

بهذه المساكن، والتي انتهى بها الأمر إلى عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات

وانخفاض كبير في أسعار العقار في ظلّ الأزمة، وهو ما أدّى إلى تحويل هذه

القروض إلى سندات فيما يسمّى بتوريق القروض أو تغليف القروض، والتي

يقصد بها "تحويل القروض من كونها قروض مباشرة إلى أوراق دين متنوعة

أبرزها السندات<sup>16</sup>، وهي العملية التي أصبحت من خلالها أصول البنوك

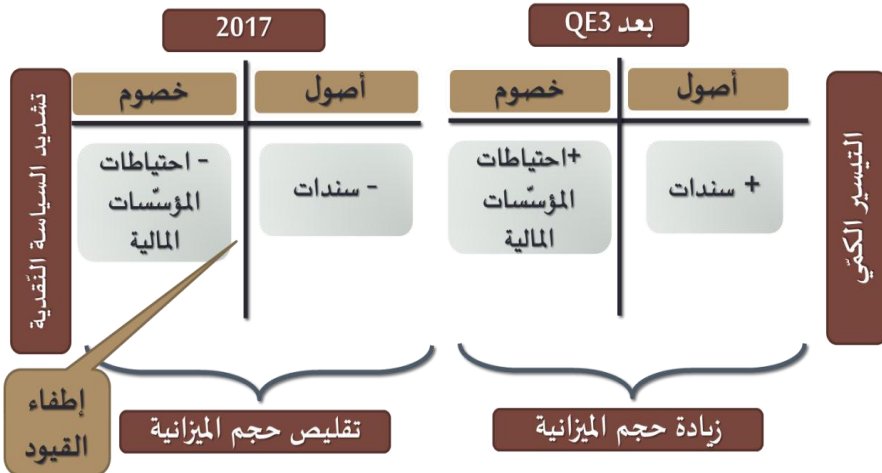
التجارية والمؤسسات المالية يتمّ تداولها في الأسواق المالية، وهذا بعد تنقيطها

من قبل وكالات التنقيط المتخصصة في التصنيف الائتماني Credit Rating

Agencies لمعرفة مدى ملاءة الحاصلين عليها والمخاطر الناجمة عنها، ويتمّ

تصنيف هذه القروض حسب درجة خطورتها وفق منهجية يُعتبر فيها القرض قليل المخاطر كلما كان تنقيطه قريبا من AAA، ويُعتبر شديد الخطورة كلما كان قريبا من CCC، وعرفت عملية التوريق روجا كبيرا بعد أزمة 2008. وبالعودة إلى ميزانية الفدرالي الأمريكي فإنه يقوم بشراء هذه السندات لرفع أسعارها (وتخفيض عوائدها<sup>17</sup>) من جهة وتمويل الشركات المصدرة لها ورفع احتياطات التمويل للبنوك من جهة أخرى، وينتج عن ذلك رفع لميزانية الفدرالي الأمريكي بقيمة هذه السندات، وفي نهاية برنامج QE3 في أواخر 2014 يبدأ العملية العكسية وهي إطفاء القيود المحاسبية وبالتالي تخفيض الميزانية من جديد، وهو الأمر الذي تأخر إلى جويلية 2017، وهو ما يوضّحه الشكل التالي:

الشكل رقم 04: توضيح عملية التيسير الكمي محاسبيا

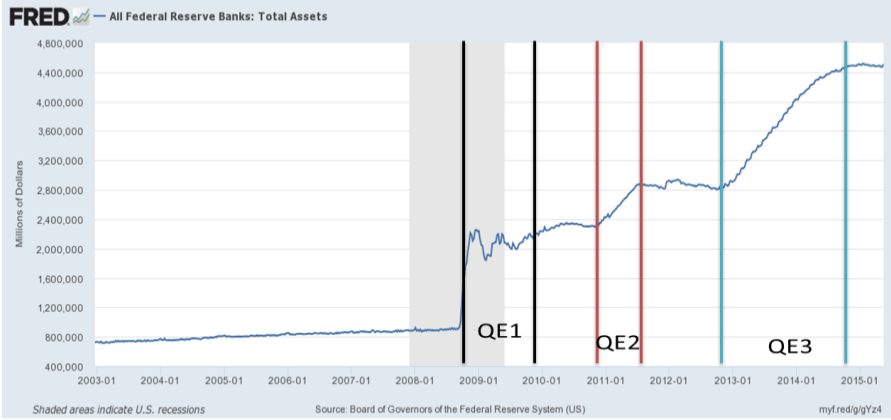


المصدر: من إعداد الباحث

وقد عرفت العملية جدلا واسعا في الـ 10 أيلول، حيث كان الاعتقاد بطبع الدولارات سائدا، وهو ما انتقل إلى الرأي العام، حيث نشرت "الهيرالد تريبيون" <sup>18</sup> The Herald Tribune رسما كاريكاتيريا يبيّن أحد المواطنين وهو يريد سحب أمواله، فيجيبه الصراف: انتظر من فضلك... يتمّ طبع أموالك في الحين! وهو ما لا يتطابق مع الواقع تماما، هذا بالإضافة إلى تكلفة الطبع؛ حيث يكلف طبع ورقة واحدة من 100 دولار قيمة 6 سنتات، فما بالك بـ 100 مليون دولار.

ويمكن القول أنّ ما يقوم به الاحتياطي الفدرالي الأمريكي خلال عملية التيسير الكميّ محاسبيا هو نفسه ما يقوم به بنك تجاري حين يمنح قروض، حيث يقوم بخلق نقود مصرفية بالاعتماد على مضاعف الإئتمان، وهو ما يدخلها ضمن الكتلة النقدية، غير أنّ ليس لها تأثير مباشر على الكتلة المتداولة فعلا.

### الشكل رقم 05: تطوّر ميزانية الفدرالي الأمريكي خلال مراحل التيسير الكميّ



Source: Fred Economic Data

### II.3. هل أثرت سياسة التيسير الكميّ على معدّلات التّضخّم في الو.م.أ.

قام (Benedykt Brzozowski، 2017) بدراسة أثر التيسير الكميّ على التّضخّم في الو.م.أ. فخلّص إلى عدم تأثير هذه السياسة على التّضخّم،

وقام (James Hamilton، 2015) بحساب معدّلات التّغير في معدّل التّضخّم بعد برنامج التيسير الكمي، وتوصل إلى أنّ معدّل نمو الكميات المطبوعة من الدولار خلال السنتين الماضيتين لم يزد عن 5.2%، وهو ما يقل عن المتوسط خلال العقد الماضي.

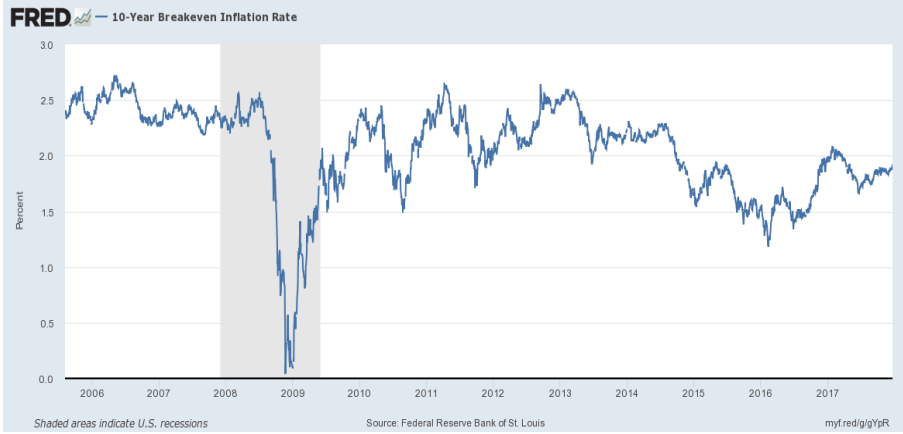
عرفت معدّلات التّضخّم انخفاضا كبيرا بعد أزمة 2008، غير أنّ السنوات المولية والتي عرفت اتجاه الو.م.أ نحو سياسات توسّعية تهدف إلى رفع معدّلات النّموّ وتحريك عجلة الاقتصاد، ومن المعروف أنّ هناك ارتباطا وثيقا موجبا بين حجم الكتلة النقدية ومعدّلات التّضخّم، وهو ما يجعلنا نطرح التساؤل حول ما إذا كانت سياسات التيسير الكميّ وبرفعها للأساس النقدي قد أدت



إلى رفع معدلات التضخم، هذا بالنظر إلى تجارب كبيرة سابقة أهمها واحدها تجربة بوليفيا، الأرجنتين وزيمبابوي.

وكانت الإجابة على هذا السؤال بـ: لا، حيث أكدت الدراسات أنّ معدلات التضخم لم تتأثر بالكميات التي تمّ ضخها في الاقتصاد الأمريكي، ولعل ذلك ما يجعلنا أمام تساؤلات أخرى لمعرفة الأسباب الحقيقية وراء ذلك.

**الشكل رقم 06: تطوّر معدل التضخم في الو.م.أ خلال مراحل التيسير الكميّ**



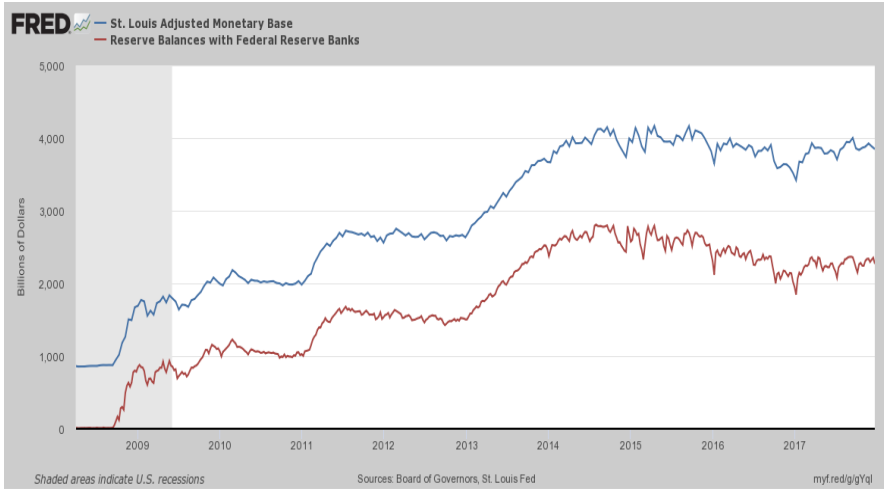
**Source:** Fred Economic Data

ويمكن أجمال أسباب عدم تأثير سياسة التيسير الكميّ على معدلات التضخم في الو.م.أ فيما يلي:

### **1.3.II. استهداف الأساس النقديّ Monetary base**

استهدفت عمليات التيسير الكميّ بمراحلها الثلاث الأساس النقديّ، والذي يعرفه الفدرالي الأمريكي بأنه: "مجموع النقود المتداولة وأرصدة الاحتياطيات (الودائع التي تحتفظ بها المصارف ومؤسسات الإيداع الأخرى في حساباتها لدى الاحتياطي الفدرالي)"<sup>19</sup>. وهنا تلعب هذه الاحتياطيات دوراً مهماً، حيث تكون هي المستهدف من وراء هذه السياسة، بمعنى أنّ الأموال التي يتمّ ضخها في الاقتصاد لا تعدو كونها زيادة محاسبية في احتياطيات المؤسسات البائعة للأصول المالية المستهدفة، وعليه فهي غير مطروحة للتداول، بل تبقى داخل الدائرة المصرفية.

## الشكل رقم 07: تطور الأساس النقدي واحتياطات البنوك لدى الفدرالي الأمريكي



Source: Fred Economic Data

ويؤكد الشكل التناظر تقريباً بين منحني الاحتياطات والأساس النقدي، وهو ما يقودنا للقول أن الزيادة الحاصلة في الأساس النقدي ما هي إلا زيادة في احتياطات البنوك لدى الاحتياطي الفدرالي الأمريكي، ويتأكد طرحنا هذا إذا علمنا أن هذه السياسات لم تؤثر على معدلات نمو الكتلة M2 والتي تعبر عن النقود المتداولة<sup>20</sup>، وهنا نجد ثلاث حالات يمكن للمؤسسات المالية أن تتصرف من خلالها حيال هذه الاحتياطات<sup>21</sup>:

- الخيار الأول: الاحتفاظ بهذه الاحتياطات في صورة سائلة، أي في صورة احتياطات زائدة لدى البنوك Excess Reserves، حيث يعد إقبال البنوك على مثل هذا الخيار سلوكاً طبيعياً للمؤسسات المالية نظراً لوقوع الاقتصاد الأمريكي في ظاهرة مصيدة السيولة Liquidity Trap.

- الخيار الثاني: الاحتفاظ بهذه الاحتياطات لدى الاحتياطي الفدرالي، في صورة مودعات، والاكفاء بتحصيل الفائدة على هذه المودعات، وهو خيار متاح حالياً أمام البنوك الأمريكية، وذلك بعدما أقرّ الفدرالي قانوناً يسمح بمنح فوائد على احتياطات المؤسسات المالية لديه.

- الخيار الثالث: استخدام هذه الاحتياطات في منح المزيد من القروض، سواء للقطاع العائلي، أو قطاع الأعمال الخاص، بحيث يؤدي ذلك إلى تنشيط طلب

القطاع العائلي الخاص الاستهلاكي، وطلب قطاع الاعمال الخاص الاستثماري، ومن ثم زيادة الطلب الكلي وارتفاع معدلات النمو وخلق وظائف اضافية تقلل من الضغوط الحالية على سوق العمل الأمريكي.

وتجدر الإشارة إلى أن الخيار الثالث هو الهدف الرئيسي لسياسة التيسير الكمي، وذلك من خلال ضخ أموال تعمل على خلق احتياطات ترتكز عليها البنوك والمؤسسات المالية في منح الائتمان ورفع معدلات الاستثمار والنمو.

### 2.3.II السياسات المصاحبة

تبني الفدرالي الأمريكي معدلات فائدة صفرية ZIRP، وحتى سالبة NIRP مثلما فعل البنك المركزي الأوروبي وبنك السويد والدنمارك واليابان سنة 2014، حيث يعتبر هذا الإجراء بمثابة عقاب للبنوك المؤسسات المالية التي تتجنب مخاطر الإقراض فتزيد من احتياطاتها لدى البنك المركزي عوض إقراضها.

كان الاحتياطي الفدرالي الأمريكي قبل سنة 2008 يمنع بموجب القانون أن يمنح فوائد على احتياطات البنوك التجارية لديه، غير أن الأزمة المالية عجلت بصور قانون يسمح بذلك، وهو ما جعل البنوك تزيد من هذه الاحتياطات. ومن خلال مراحل التيسير الكمي استخدم الفدرالي هذه الأداة لتوجيه

أهداف السياسة النقدية إلى الهدف الرئيسي وهو رفع معدلات النمو من خلال الإقراض، هذا حيث قام الاحتياطي الفدرالي بتخفيض معدلات الفائدة على احتياطات البنوك والمؤسسات المالية إلى مستويات متدنية، وهو ما جعل البنوك والمؤسسات المالية تعزف عن زيادة هذه الاحتياطات وتوجه أموالها إلى الإقراض.

تجدر الإشارة إلى أن الاحتياطي الفدرالي أصبح يستخدم هذه الأداة بشكل عكسي منذ جويلية 2017، بمعنى رفع هذه المعدلات بشكل يسمح له بامتصاص الكتلة النقدية الزائدة، التحكم أكثر في معدلات التضخم، خاصة في ظل وصول سياسة التيسير الكمي لأهدافها وارتفاع أسعار الفائدة ومعدلات النمو وانتعاش التشغيل، وهو الذي يقوده إلى البدء في العملية العكسية وهي إطفاء القيود أو التشديد في السياسة النقدية.

## 3.3.II انتعاش الاقتصاد

من بين الأسباب المباشرة لعدم تأثير التيسير الكمي على معدلات التضخم هو نجاح هذه السياسة في إنعاش الاقتصاد الأمريكي، وذلك من خلال ترك مصيدة السيولة ورفع أسعار الفائدة، وهو ما نتج عنه زيادة في الاستثمارات المنتجة من جهة، ومن جهة أخرى انتعاش الأسواق المالية من خلال النشاط الكبير لسوق السندات المغطاة والمدعومة بالرهن العقاري، وكذا أسهم الشركات المستفيدة من هذا التمويل (الشركات المصدرة لهذه السندات)، ولعل ذلك ما أدى إلى وجود علاقة موجبة بين مكاسب مؤشر Dow Jones وعمليات شراء السندات في QE، وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

## الشكل رقم 08: تأثير سياسة التيسير الكمي على مؤشر Dow Jones الصناعي



Source: Fred Economic Data

ويوضح الشكل أنه وخلال كل مرحلة من مراحل التيسير الكمي صاحبها انتعاش في مؤشر داوجونز الصناعي بشكل مباشر، وهو ما يعني استجابة سريعة للسياسة النقدية على الأسواق المالية، ونعزو ذلك إلى حالة الثقة التي صاحبت السياسة، بالإضافة إلى تعافي المؤسسات المالية الكبرى التي تمول القطاع العقاري من خلال حصولها على التمويل اللازم اعتماداً على ارتفاع أسعار أصولها (القروض المغطاة بالرهن العقاري الناتجة عن عملية التوريق). هذا بالإضافة إلى معدلات النمو في الاقتصاد الأمريكي المصاحبة لمراحل التيسير الكمي والموضحة في الجدول الموالي:

الجدول رقم 01: معدلات النمو في الاقتصاد الأمريكي خلال مراحل التيسير الكمي

معدّل النموّ	حجم عمليات QE مليار \$	الفترة
8,2%-	\	2008
3,9%	1025	2010-2009
3,9%-4,6%	600	2012-2010
4,6% - 5,2%	700	2014-2012

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على:

Amanda A. Schaible, **Quantitative Easing's Effect on Shadow Banking: Have Federal Reserve Purchases Caused a Collateral Shortage in the Repurchase Agreement Market?**, Scripps Senior Theses, Claremont Colleges, 2014, p6  
Fred Economic Data-

ويوضّح الجدول أنّ هناك علاقة طردية بين عمليات الشراء التي قام بها الاحتياطي الفدرالي الأمريكي ومعدّلات النموّ في الاقتصاد الأمريكي، حيث عرفت أعلى معدّلات في السنوات التي طبّقت فيها عمليات الشراء، حيث استلزم رفع معدّلات النمو من 8,2- إلى 3,9 تطبيق عمليات شراء أصول بقيمة 1,25 ترليون دولار في QE1، وللمحافظة على معدّلات قويّة نسبيا تمّ إطلاق QE2 و QE3، والجدير بالذكر أنّه حتى خلال هذه الفترات تمّ تسجيل معدّلات منخفضة بشكل كبير في بعض السداسيات، غير أنّه ومع انتهاء المرحلة الثالثة احتقت هذه المعدّلات تماما وبقيت المعدّلات موجبة، ما يدعوننا للقول أنّ هذه السياسات كانت ناجحة بشكل كبير في الو.م.أ وحقّقت الأهداف المسطرة.

III. أهمّ الفروق بين التمويل غير التقليدي في ظل قانون 10/17 والتيسير الكمي

عرفت فترة إعلان الحكومة الجزائرية عن مشروع قانون تعديل قانون النقد والقرض جدلا كبيرا، وردّت الحكومة من خلال الوزير الأول و وزير المالية بجملة من المبررات، أهمّها أنّ هذه السياسة يتمّ انتهاجها من قبل الو.م.أ وانجلترا... إلخ، وقد أكّد وزير المالية صراحة على أنّ هذه السياسة هي التيسير

الكمّي، وهو أحد أسباب بحثنا في هذا الموضوع، ومحاولتنا لمعرفة أهمّ الفروق بينهما.

### 1.III. أوجه التشابه

إنّ التحليل النقدي للتيسير الكمّي المطبّق في الـو.م.أ وعملية تمويل الخزينة العمومية من قبل بنك الجزائر وفقا لما جاء في قانون 10/17 يجعلنا أمام سياستين -حتى وإن كانتا مختلفتين تماما- فإنّ لهما أوجه تشابه يمكننا تلخيصها فيما يلي:

#### 1.1.III. الفلسفة النظرية

حيث تنشأ كلتا السياستين من منطلق اقتصادي نظري واحد تقريبا وهو النظرية الكينزية، والتي تركّز على الدور الذي يمكن أن تلعبه الحكومة في ظلّ الأزمات، وذلك من خلال إحداث تغييرات في السياسة النقدية يمكنها أن تؤثر على معدلات النموّ، هذا بالإضافة إلى النظر إلى التضخّم على أنّه ظاهرة ثانوية، وهو عكس ما يراه النقديون، والذين يعتبرون أنّ التضخّم ظاهرة نقدية، ورغم التشابه إلّا أنّ هذا الأمر ينطبق في حالة الجزائر أكثر؛ وذلك بالنظر إلى التفاوت في درجة استقلالية البنك المركزي في الدولتين، وبالعودة إلى الـو.م.أ، يمكننا لمس التوجّه الكينزي بشكل كبير من خلال جهود الاحتياطي الفدرالي الأمريكي في معالجة الأزمة من خلال مساعدة مؤسسات كبرى كانت مشاكلها من أسباب تفاقم الأزمة، وقد راج هذا الاتجاه بشكل كبير وأصبح التعامل مع هذه المؤسسات على أنّها "أكبر من أن تُفلس" <sup>22</sup>، ويعبّر هذا المصطلح عن أكبر المصارف في الـو.م.أ والتي ستؤثر كثيرا على الاقتصاد الأمريكي في حال إفلاسها، وتعرّف الشركة الأكبر من أن تُفلس على أنّها: "شركة كبيرة ومعقّدة تتطلّب تعاملًا خاصًا لتقليل مخاطر إفلاسها وإبقائها في النشاط، أو معالجات سريعة من قبل الحكومة في حين آلت إلى الإفلاس فعلا" <sup>23</sup>، وبالتالي فعلية إنقاذها هي التوجه السليم من قبل الحكومة، غير أنّ هذا المبدأ في الحقيقة أدّى إلى انفلات مالي في هذه المصارف خاصة بالنسبة لبنك ليمان برانرز، ومن أهمّ الشركات الأمريكية التي تعتبر اليوم "أكبر من أن تُفلس" <sup>24</sup>.

Citigroup, Bank of New York Mellon, Bank of America  
State Morgan Stanley, JP Morgan Chase, Goldman Sachs,  
Wells Fargo. Street,

في الجزائر، وبالنظر إلى الموضوع من هذه الناحية، يمكن القول أنه يتم التعامل مع "أكبر من أن تُفلس"، لكن المعنى هنا هو الخزينة العمومية، خاصة إذا رجعنا إلى تصريحات الوزير الأول عند حديثه عن تسديد الأجور لشهر نوفمبر 2017.

### III.1.2. النهج النقدي لحل الأزمة والسياسة التوسعية

إذا عدنا إلى أسباب الاعتماد على سياسات كطبع النقود والتمسيير الكمي سنجد أنها سياسات لحلّ أزمات مالية، فهناك ركود كبير في الاقتصاد ودخول في مصيدة السيولة في الجانب الأمريكي، ومن الجانب الجزائري نجد أزمة نقص تمويل في الاقتصاد ناتجة عن انخفاض عوائد البترول، والملاحظ كذلك أنّ هناك توافق في نوع السياسة المستخدمة لحلّ الأزمة، وهي السياسة النقدية، وذلك عن طريق التأثير على معدلات الاستثمار والتشغيل والنمو من خلال الأدوات النقدية، ففي الو.م.أ كانت الوسائل هي أسعار الفائدة الإسمية والعوائد على السندات المغطاة بالرهن العقاري، وكذا الاحتياطات المصرفية، وفي الجزائر يتم الاعتماد على حلول نقدية كذلك من خلال تغطية عجز الخزينة العمومية من خلال إصدارات نقدية توجّه إلى زيادة النمو، غير أنه في المقابل تعمل الحكومة على تخفيض نفقات الخزينة بشكل كبير من جهة، ومحاولة إيجاد روافد أخرى للعملة الصعبة من خلال تشجيع الإنتاج المحلي من جهة أخرى لتخفيف العجز. هذا بالإضافة إلى كون كلتا السياستين تدرجان في خانة السياسات النقدية التوسعية، التي تزيد من الأساس النقدي في الو.م.أ، ومن الكتلة النقدية المتداولة في الجزائر.

### III.1.3. سياسات محددة بمدّة زمنية

يلاحظ من خلال تحليل التيسير الكمي في الو.م.أ أنه تمّ عبر ثلاث مراحل Q1, Q2, Q3، فعلى الرغم من حجم الخسائر الكبيرة التي تكبّدها الاقتصاد الأمريكي؛ إلا أنّ الاحتياطي الفدرالي قسمّ عمليات الشراء إلى مراحل يفصل بينها فترات يقوم فيها بالمحافظة على حجم الزيادة في ميزانيته من خلال إعادة

استثمار الأموال المتأتية من الأصول المستحقة في شراء أخرى (عملية استبدال)، ولعلّ الأمر يتعلّق بمحاولة قراءة مدى استيعاب السّوقين النّقدي والمالي للعملية من جهة، ومن جهة أخرى تحليل نتائجها. في حالة الجزائر، يتمّ طبع النّقود بشكل استثنائيّ ومشروط بمدة زمنية قدرها 5 سنوات، غير أنّ المهمّ هنا هو الكمية المُصدرة من النّقود وليس المدة التي اشترطت للعملية؛ وعليه يمكن القول أنّ هناك تشابه من حيث تسقيف عملية طبع النّقود في الجزائر وعمليات التيسير الكمي في الو.م.أ بفترة زمنية لا بسقف إصدار أو شراء.

### 2.III. أوجه الاختلاف

رغم وجود جوانب متشابهة بين سياسة التيسير الكمي والتمويل غير التقليدي في الجزائر؛ إلا أنّ هناك اختلافات كبيرة تقنيا في الواقع، وهو ما يجعلنا أمام اختلاف في النتائج لا محالة، ويمكن إجمال أهمّ أوجه الاختلاف في أربع جوانب مهمّة وهي: اختلاف في هيكله الأزمه، اختلاف في واقع الإصدار النّقدي، اختلاف في الأهداف وفي الأخير اختلاف في الميكانيزمات المستخدمة وإقفال العملية.

#### 1.2.III. هيكله الأزمه

يظهر الاختلاف هنا جلياً من خلال تحليل مسببات وآثار الأزمه في الحالتين والتي أدت إلى تبني مثل هذه السياسات، حيث نجد أنّ مراحل التيسير الكمي جاءت لإنعاش اقتصاد لا يعاني من نقص في التمويل؛ بل في مصيدة السيولة، بمعنى أنّ السياسة جاءت لتحريك هذه السيولة وتنشيط الوساطة المالية لتحفيز الاستثمار والنمو، بينما في الجزائر الأمر يتعلّق بأزمه سببها الأساسي هو عدم قدرة الخزينة العمومية على تمويل نفقاتها، وذلك نتيجة اعتمادها على عوائد البترول التي انخفضت بانخفاض أسعاره، وإذا كان تمويل النفقات الداخلية يمكن أن يتمّ ضمانه من خلال التمويل غير التقليدي، فالتساؤل الكبير هو في كيفية ضمان تمويل للواردات، خاصة في ظلّ ضعف الجهاز الانتاجي المحلي وعدم القدرة على إحلال الواردات.



### III.2.2. واقع الإصدار النقدي

لعلّ من أهم الاختلافات على الإطلاق بين السياستين هو مفهوم الإصدار النقدي من طرف البنك المركزي؛ حيث سبق وأن أشرنا إلى أنّ التيسير الكمي لا ينطوي على عملية طبع للدولار بل اعتمادا على Money Multiplier، ولعلّ ذلك هو السبب الرئيسي لعدم تأثر معدلات التضخم بهذه السياسة على ضخامتها، غير أنّ الأمر في الجزائر يتعلّق بطبع (فيزيائي) للنقود يتمّ من خلالها تغطية عجز الخزينة العمومية، وبالتالي فالتساؤل الكبير اليوم هو: كيف ستكون آثار هذه السياسة على القدرة الشرائية من جهة وعلى معدلات التضخم (باعتبارها ظاهرة نقدية) من جهة أخرى، وما يثير مخاوف الخبراء هنا هو عدم ارتباط العملية بسقف محدد، بل تبقى مفتوحة ودالة رياضية في عجز الخزينة، هذا الأخير الذي لا يمكن تخفيضه بشكل كبير في المدى المتوسط (5 سنوات) في ظلّ الظروف الاقتصادية الحالية.

### III.2.3. المستهدفات

تستهدف عملية التيسير الكمي كما أشرنا زيادة احتياطات البنوك لدى الاحتياطي الفدرالي، وذلك لترتكز عليها في عمليات الإقراض، وهو ما يؤدّي إلى ترك مصيدة السيولة، ورغم اتجاه البنوك في المرحلة الأولى QE1 إلى زيادة هذه الاحتياطات إلّا أنّ الأمر تغيّر خاصة بعد QE3، أمّا في الجزائر فالهدف من العملية هو توفير تمويل لا يحتمل الخزينة العمومية أعباء أخرى، خاصة في ظلّ تزايد حجم الدين العمومي، ويوجّه إلى جهة نفقات التسيير باحتمال كبير، وهو ما نلمسه عند حديث الوزير الأول على أجور العمّال، وهو ما يجعلنا أمام أموال توضع للتداول بطريقة مباشرة تقريبا، خاصة إذا علمنا أنّ التمويل لا يمرّ عبر السوق ما بين البنوك.

### III.2.4. ميكانيزمات إدارة السياسة النقدية

من خلال تحليل فرضيات التيسير الكمي توصلنا إلى أنّ العملية تتم محاسبيا في ميزانية الفدرالي الأمريكي، حيث وبعد انتهاء العملية يقوم عند الاقتضاء بالبداية في العملية العكسية، وهي أن يدخل بائعا للسندات والأصول المالية التي قام بشرائها في المراحل الثلاث، وغالبا ستكون المؤسسات البائعة في بداية

المراحل هي المؤسسات المشتريّة في العملية المعاكسة، وهو ما يجعلنا أمام إطفاء للقيود في الميزانية، هذا بالإضافة إلى اعتماد الاحتياطي الفدرالي الأمريكي على أدوات أخرى كأسعار الفائدة على الاحتياطات البنكية، وهي الوسيلة التي تمكّنه من امتصاص السيولة الزائدة من خلال رفع هذا المعدل، أو ضخّ سيولة أكثر بتخفيضه. أمّا في الجزائر فالوسيلة الوحيدة للتمويل هي شراء سندات الخزينة العمومية بطريقة مباشرة، وهنا وبفرض أنّ هنالك مبالغ يتمّ طبعا لشراء هذه السندات- يُطرح التساؤل: كيف ستسدّد الخزينة العمومية أقساط ومعدّلات الفائدة على هذه السندات عند تاريخ استحقاقها؟

### خلاصة

من خلال هذه الدراسة تبين لنا أنّ هناك اهتماما متزايدا بالسياسة النقدية في الجزائر وهو ما تجلّى في التشريعات المتعاقبة منذ الاستقلال، وعرفنا أنّ أهمّ هذه التشريعات هي التي كانت في الفترة ما بين 1990 إلى 2017، هذه الأخيرة التي كان فيها الاتجاه نحو ما يسمّى بالتمويل غير التقليدي، غير أنّ ما وقفنا عليه يجعلنا نتجه إلى تسميته بلوحة النقود، خاصة إذا ما اعتمدنا على نتائج دراستنا فبيما يتعلّق بعدم طبع النقود في التموليات غير التقليدية. وبتنبّعنا للتحوّلات في آليّة تمويل الخزينة العمومية وجدنا أنّ أهمّها هو إلغاء شرط قف الإصدار المعتمد قبل تعديل قانون النقد والقرض وهو 10% من الإيرادات العادية للسنة الماضية، واستبداله بعجز الخزينة العمومية، هذا بالإضافة إلى اعتماد طريق مباشر للتمويل من بنك الجزائر دون المرور على السوق ما بين البنوك.

من خلال تحليل سياسة التيسير الكمي في الوم.أ تبين لنا أنّ الأمر لا يعدوا كونه تسجيلات محاسبية في سجّلات الفدرالي الأمريكي، تضاف إلى احتياطات البنوك التجارية لديه، وعليه فلا يوجد طع للنقود في هذه العملية، بل يتعلّق الأمر بمحاولة دفع البنوك نحو التخلّي عن مصيدة السيولة، وذلك بمنحها احتياطات ناتجة عن شراء الاحتياطي الفدرالي الأمريكي للسندات المغطاة بالرّهون العقارية، هذا بالإضافة إلى أنّ أهمّ ما يميّز تطبيق هذه السياسة في

الو.م.أ هو عملية إقفالها من خلال التحوّل نحو العملية العكسية وهي عملية تشديد السياسة النقدية، وذلك بتحفيّض ميزانية الفدرالي الأمريكي.

ومن خلال تحليلنا لآثار هذه السياسة على الاقتصاد الأمريكي تبين أنّ هناك آثار إيجابية من خلال تسجيل ارتفاع في معدّلات النموّ في فترات تطبيق هذه السياسة، هذا بالإضافة إلى عدم وجود تأثيرات على معدّلات التضخّم بالخصوص، ويرجع ذلك إلى أنّ العملية لم تمسّ الكتلة النقدية المتداولة بل ما يسمّى الأساس النقدي والذي تمثّل فيه احتياطات المصارف ومؤسسات الإيداع لدى الاحتياطي الفدرالي القسم الأكبر.

في الأخير يمكن القول أنه ورغم الاعتماد على نفس النهج (السياسات النقدية) في حلّ الأزمة، وكذا الاستراك في نفس الفلسفة النظرية، بالإضافة إلى التشابه من حيث تسقيف العملية بمدة زمنية لا بمبالغ نقدية؛ إلا أنّ هناك اختلافا كبيرا بين سياسة التيسير الكميّ والتمويل غير التقليدي المقصود وفق تعديلات قانون النقد والقرض في الجزائر، خاصة في جوانب متعلّقة بفوارق هيكلية الأزمة وواقع الإصدار النقدي، حيث يتمّ طبع النقود حقيقة في الجزائر وتمويل الخزينة من خلال هذه المبالغ، بينما تعبّر العملية على تسجيلات محاسبية تعبّر عن عملية شراء سندات في قطاع عرف اولى شرارات الأزمة وهو قطاع العقارات، هذا بالإضافة إلى عملية إقفال السياسة التوسّعية المتمثلة في الدخول في عملية عكسية يكون فيها الاحتياطي الفدرالي الأمريكي بائعا لما قام بشرائه، بينما تبقى ميكانيزمات إقفال العملية في الجزائر غير واضحة، ويبقى التحديّ الكبير هو كيفية تشديد الخزينة العمومية لهذه الاموال التي تعتبر ديونا عليها عند تاريخ الاستحقاق.

## المراجع والإحالات

- <sup>1</sup> سنوسي علي، محاضرات في النقود والسياسة النقدية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2015، ص57
- <sup>2</sup> المادة 38 من الأمر 11/03 المؤرخ في 26 أوت 2003 والمتعلق بالنقد والقرض
- <sup>3</sup> الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ط07، ديوان المطبوعات الجامعية، 2011، ص44
- <sup>4</sup> المادة 46 من الأمر 04/10 المؤرخ في 26 أوت 2010 والمتعلق بالنقد والقرض
- <sup>5</sup> الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص45
- <sup>6</sup> التعليم رقم 02-2016 المؤرخة في 24 مارس 2016، المحددة لكيفيات تطبيق عمليات الخصم وإعادة الخصم للسندات العمومية والخاصة لفائدة البنوك والمؤسسات المالية والتسبيبات والقروض للبنوك.
- <sup>7</sup> القانون رقم 10/17 المؤرخ في 11 أكتوبر 2017 المتمم للأمر رقم 11/03
- <sup>8</sup> Olivier Hubert, **Faut-il faire tourner la planche à billets ?**, Etopia, p1
- <sup>9</sup> Chris Brightman, **What's Up? Quantitative Easing and Inflation**, research affiliates, 2015
- <sup>10</sup> حمزة رملي، سبع أسباب لانتهيار أسعار النفط في أزمة 2014-2015، الملتقى الدولي: انعكاسات انهيار أسعار النفط على الاقتصاديات المصدرة له "المخاطر والحلول" يومي 07 و10/10/2015، جامعة يحي فارس، المدينة، ص9
- <sup>11</sup> تصريحات وزير المالية عبد الرحمان راوية
- <sup>12</sup> Michael Joyce, David Miles, Andrew Scott and Dimitri Vayanos, **Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy – An Introduction**, The Economic Journal, Vol. 122, Issue 564, 2012, p4
- <sup>13</sup> مطاي عبد القادر، راشدي فتيحة، سياسة التيسير الكمي كأسلوب حديث لإدارة السياسة النقدية في ظلّ الأزمات-تجربة كلّ من اليابان والو.م.أ، مجلة روى اقتصادية، جامعة الوادي، العدد 11، ديسمبر 2016، ص13.
- <sup>14</sup> إبراهيم محمد السقا، طباعة المزيد من الدولار "التيسير الكمي 2"، مجلة الاقتصادية، السعودية، 15/10/2010
- <sup>15</sup> إبراهيم محمد السقا، ماذا سيحدث للعالم نتيجة خطة التيسير الكمي؟2، مجلة الاقتصادية، السعودية، 11 نوفمبر 2010.
- \* Harrison, Edward. "What Are the Differences between QE1, QE2 and QE3?" Web log post. Credit Write downs. N.p., 20 June 2011
- <sup>16</sup> خير الدين محمود بوزرب، أبو بكر الشريف خوالد، التوريق المصرفي ودوره في حدوث الأزمة المالية العالمية 2008، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 51، ص5
- <sup>17</sup> John .C Williams, **Lessons from the financial crisis for unconventional monetary policy**, NBER Conference, October 18, 2013, p2
- <sup>18</sup> جاء الرّسم الكاريكاتيري في صحيفة **The Herald Tribune** لعدد 12 نوفمبر 2010.

<sup>19</sup> من الموقع الرسمي للاحتياطي الفدرالي على الرابط:

[https://www.federalreserve.gov/faqs/money\\_12845.htm](https://www.federalreserve.gov/faqs/money_12845.htm)

<sup>20</sup> Brett W. Fawley and Christopher J. Neely, **Four Stories of Quantitative Easing**, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, January/February 2013, p70

<sup>21</sup> إبراهيم محمد السقا، رسم كارتوني عن التيسير الكمي، مجلة الاقتصادية، السعودية، 13 نوفمبر 2010

<sup>22</sup> ظهر هذا المصطلح سنة 1984 من قبل عضو الكونغرس الأمريكي Stewart McKinney، وذلك

في تدخل حول مؤسستي Continental و The Federal Deposit Insurance Corporation في Illinois.

<sup>23</sup> George G. Kaufman, **Too big to fail in banking: What does it mean?** the annual meeting of the International Association of Deposit Insurers (IADI) in Basel, Switzerland, April 9-10, 2013, p2

<sup>24</sup> Seelig, Steven, **Too Big to Fail: A Taxonomic Analysis**, in Benton Gup, ed., **Too Big To Fail: Policies and Practices**, Praeger Publishers 2004, pp 219-230.