

تجربة السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر لسنة 2017، وخطر الانخفاض الأسّي

لسعر صرف الدينار الجزائري.

Algeria's experience with unconventional monetary policy in 2017 and the risk of an exponential depreciation of the Algerian dinar exchange rate.

أبودراز سفيان*

جامعة أمحمد بوقرة - بومرداس. الجزائر

s.abouderaz@univ-boumerdes.dz

تاريخ النشر: 2025/06/04

تاريخ القبول للنشر: 2025/05/20

تاريخ الاستلام: 2025/04/23

ملخص:

حاولنا من خلال هذا المقال معالجة تجربة الاقتصاد الجزائري مع أحد أنواع السياسات النقدية الأكثر تطرفاً والأقل شعبية لدى البنوك المركزية؛ وهي طبعا السياسة النقدية غير التقليدية.

حاولنا استعراض تجربة بعض الدول للصناعية مع هذا النوع من السياسات النقدية لفهم شروط نجاحها وأسباب فشلها، كما حدث في اليابان، كم اقمنابعرضتجربةالجزائرسنة

2016

2017، ووضعنا كيف يصعب تطبيقها في الاقتصاد الجزائري بسبب ضعف الآلة الانتاجية والاعتماد الكبير على الصادرات البترولية.

من خلال النموذج الجالرياضيالمستخدم

(النموذج الجالرياضي لانخفاض الأسيلسعر الصرف $MMEDER$)، يتضح لنا أننا في سياسة نقدية غير نظامية في ظل التركيبة الاقتصادية الحالية ة للاقتصاد الجزائري وفي إطار نظام التعويم المدار لسعر الصرف، ستضعف قدرة البنك المركزي الجزائري على إدارة سعر الصرف في نهام مع سعر الصرف كلياً، ولن تؤثر إيجابياً على الاقتصاد.

الكلمات المفتاحية: اقتصاد جزائري، سياسة نقدية غير نظامية، سعر الصرف، نموذج جالرياضي لانخفاض الأسيلسعر الصرف.

تصنيف JEL: E58, E52, C65.

Abstract:

In this article, we have tried to address the Algerian economy's experience with one of the most extreme and least popular types of monetary policies for central banks; we tried to review the experience of some industrialized countries with this type of monetary policy to understand the conditions for its success and the reasons for its failure, as happened in Japan. We also presented the Algerian experience for the year 2016 and practically for the year 2017, and we explained how difficult it is to apply it in the Algerian economy due to the weakness of the productive side of the economy and the strong dependence on oil exports. Through the mathematical model used (the mathematical model of exponential depreciation of the exchange rate $MMEDER$), it is clear that any UMP within the framework of the current economic structure of the Algerian economy and within the framework of the managed floating exchange rate system, will weaken the capacity of the Central Bank of Algeria to optimally manage the exchange rate, and this will lead to an exponential depreciation of the exchange rate, and will obviously have no positive impact on exports and the economy.

Keywords: Algerian economy, unconventional monetary policy, exchange rate, mathematical model of exponential depreciation of the exchange rate.

Jel Classification Codes: C65, E52, E58.

* المؤلف المراسل

1. مقدمة:

منذ انهار أسعار البترول ولفي سنة 2014، أينأشأت الاحصائيات حينها إلى انخفاض الأسعار من 99.19 دولار للبرميل سنة 2014، إلى 53 دولار للبرميل سنة 2015 (OPEC,)، ومع الترسيم الدولي لواقعة صدمة بترولية عكسية كبيرة، أصبح الاقتصاد الجزائري غير قادر على النهوض مجدداً بسبب وطأة ذلك على المداخيل المتأتية من تصدير براميل البترول وتأثيرها على العملية التراكمية للاحتياطيات العملة الصعبة ورأس المال. بعد سنتين من بداية الصدمة البترولية العكسية، أي خلال سنة 2016، رسمت الحكومة حينها هدفاً رئيسياً جديداً متمثلاً في إيجاد حلول إشكالية نقص السيولة النقدية في الاقتصاد الوطني ولد بالبنوكالجزائرية، وكما هو معروف كان اللجوء المباشر للسياسة النقدية غير تقليدية، من خلال اعتماد أداة التيسير الكمي (Quantitative easing)؛ تُطعّمها النقود لفترة 5 سنوات أقدم كحل وحيد للخروج من أزمة السيولة النقدية. أثار هذا الحل حفيفة ورفضها الليبرالية رجال الاقتصاد والباحثين في قضايا السياسة النقدية، وذلك بسبب أن هذا النوع من السياسات غير التقليدية لا يمكن تطبيقها في حالة الاقتصاد الجزائري الريع، بسبب الاختلالات الكبيرة التي يمكن أن تحدث في السوق النقدية واتساع الفجوة بين سوق السل عو الخدمات والسوق النقدية.

بالنسبة للاقتصاديين الأكاديميين، تعتبر السياسات النقدية التقليدية (أو النظامية) أكثر فعالية وقبولاً من السياسات غير التقليدية بصيغة التيسير الكمي، لذلك نساء لعن سبب لجوء البنوك المركزية لهذا النوع من السياسات؟ فعلاً؛ من الممكن أن تلجأ البنوك المركزية لهذا النوع من السياسات تحت وطأة ظروف نقدية قاهرة عند ما تنخفض فيها السيولة النقدية في الاقتصاد، وذلك من أجل إعادة تنشيط الاقتصاد (الألة الانتاجية) عن طريق تخفيض معدل الفوائد الاسمية بالصر (مصبدة السيولة الكينيزية)، ولكن ببقا حتماً لعدم نجاح إعادة التنشيط قائماً (Alan S. Blinder, November/December 2010).

1.1. إشكالية البحث:

على ضوء ما تقدم يمكن طرح الإشكالية التالية: هل تعتبر السياسة النقدية غير التقليدية في الجزائر أكثر مصداقية للسيولة النقدية بدون خطر، أم هي سياسة تنشيط للاقتصاد الوطني معاذ هيأ رأسيل سعر صرف الدينار؟

ومن أجل محاولة الاجابة على إشكالتنا، قمنا بطرح التساؤلات التالية:

- ماذا نخبّرنا جولة في الأدبيات الاقتصادية حول السياسة النقدية غير التقليدية؟
- ما هي نتائجها وخفاقاتها هذا النوع من السياسات دولياً؟
- ما هو الأثر الذي يمكن أن نتجفيا للمد المتوسط بسبب تطبيق هذا النوع من السياسات على المتغيرات النقدية الكلية كسعر الصرف؟

2.1. فرضيات البحث:

- للإجابة عن الإشكالية العامة للبحث تمت صياغة الفرضيات التالية:
- لا تقلل السياسة النقدية غير التقليدية أهمية عن السياسة النقدية التقليدية.
- صعوبة تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في اقتصاد ريعياً متبازكال اقتصاد الجزائري.
- يمكن أن تؤثر السياسة النقدية غير التقليدية سلباً على المتغيرات الماكرو نقدية كسعر صرف الدينار الجزائري.

3.1. أهداف البحث:

يمكن تلخيص أهداف البحث فيما يلي:

- تحديد الأسباب العملية والتقنية التي تساعد على تعديل نهج حوكمة تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في الاقتصاديات الصناعية؛

- تحديد الأسباب العملية والتقنية التي تجعلنا الصعبة تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية في الاقتصاد الجزائري، ضمن خصائص الاقتصاد الكلي التي كانت سنة 2017 والتيلمتغير كثير اليوم؛

- محاولة بناء نموذج جرياً ضيق يهدف إلى توضيح خطر تطبيق السياسة النقدية غير التقليدية على سعر صرف الدينار الجزائري.

4.1. أهمية البحث:

- محاولة ضبط إطار مفاهيمي دقيق للسياسة النقدية غير التقليدية؛

- عرضاً همتجارب الاقتصاديات الصناعية في تطبيق السياسات النقدية غير التقليدية لفهم كيفية التعامل معها محلياً؛

- عرض تجربة الاقتصاد الجزائري مع هذا النوع من السياسات النقدية وتحليل أسباب عدم نجاحها من خلال النموذج الجرياً ضيق يوضح خطرها على سعر صرف الدينار الجزائري.

5.1. منهج البحث:

ومن أجل الإجابة عن أسئلة بحثنا، اعتمدنا في ذلك على المنهج الوصفي والمنهج التجريبي.

أينقمنابوصفتجربة الاقتصاد الجزائري مع السياسة النقدية غير التقليدية سنة

2017؛ في حين يهدف المنهج التجريبي إلى التكميم رياضي للعلاقة بين السياسة النقدية غير التقليدية وسعر الصرف، وذلك كطبعاً من خلال العلاقة جبرية بين متغيري السياسة النقدية غير التقليدية وسعر الصرف.

2. عودة إلى الأدبيات الاقتصادية للسياسة النقدية غير التقليدية:

تعتبر السياسات النقدية غير التقليدية من السياسات النقدية التي لا تلجأ إليها المصارف المركزية إلا في ظروف اقتصادية حرجية جداً، إنك ما شاق اقتصادي، ركود اقتصادي وأزمة مالية خانقة، تعجز فيها السياسات النقدية التقليدية عن إيجاد الحلول من أجل إعادة إطلاق النشاط الاقتصادي، وذلك عند ما تصبح أدوات السياسة النقدية التقليدية للمصارف المركزية غير فعالة في تنشيط عجلة الإنتاج والاستهلاك باستعمال معدلات الفائدة الرئيسية.

2008، في الولايات المتحدة وتداعياتها على الاقتصاد العالمي، لمتعددة الفكرة السلبية السائدة عنها قائمة بعد هذا التاريخ. ويراجع ذلك أساساً الدور الذي لعبه الرئيس شق طريق نحو الخروج من الأزمة المالية والاقتصادية التي تعرضت لها الولايات المتحدة الأمريكية، بربط انبعاث منطقة اليورو.

لقد كانت هناك شهادة اتمهمة حول هذا النوع من السياسات النقدية، من طرف شخصيات اقتصادية بارزة على الساحة الدولية، كالمداخلة التي عرضتها المديرية التنفيذية للصندوق النقد الدولي، "كريستينا لاغارد" سنة 2013، في الولايات المتحدة الأمريكية: «لقد ساهمت السياسات النقدية غير التقليدية مع بداية الأزمة في منع انهيار النظام المالي كونه انهيأ النشاط الاقتصادي» (لاغارد كريستين، 23 أوت 2013).

عند الحديث عن مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية، لاجد مفهوماً واحداً دقيقاً لهذا النوع من السياسات، بل هنا مجموعة من التعاريف التي تعطل حسب ما تستهدفها السياسات غير التقليدية وكذلك حسب أنواع الأدوات والأجراء التي اتخذتها من أجل تحقيق هذه الأهداف. لذلك، سندرس تعريفات السياسات النقدية غير التقليدية كالتالي (صاري، 2016) :

1.2 تعريف السياسة النقدية غير التقليدية على أساس أهدافها:

هيمجموعة من الوسائل والأجراء التي تستهدف في السياسة النقدية التقليدية، تستخدمها السلطة النقدية لهدف التأثير على النشاط الاقتصادي خلال فترة محددة من الزمن.

2.2 تعريف السياسة النقدية غير التقليدية على أساس أدواتها:

هيسياسة يمكننا استعمالها خلال الطرف الاقتصادي المتأزم، وذلك من أجل توفير الائتمان اللازم للقطاع المالي والقطاع الاقتصادي الحق يقيم من خلال طرق تسهيل الائتمانية، تقديم تيسير ائتمانية، التأثير على العملة، التدخّل في سوق الأوراق المالية وتوفير السيولة النقدية بالعمليتين المحلية والأجنبية.

من خلال ما تقدم، يتضح لنا أن اللجوء إلى السياسة النقدية غير التقليدية مرتبط بالوضع الاقتصادي المتأزم، كتباطؤ حاد في النمو الاقتصادي الذي يؤدي مع الوقت إلى ركود اقتصادي وكساد اقتصادي، كما حدث في اليابان.

بالإضافة لذلك، يتبين لنا أن الأدوات المستعملة في السياسة النقدية غير التقليدية هي أدوات يمكن أن ينتج عنها احتمالاً لتضخمية خطيرة إذا ما استعملت فوق حاجات الاقتصاد من التمويل ولا أكثر من المدة اللازمة لذلك، وهو ما يخلق تحدياً للبنك المركزي المتمثل في الحفاظ على استقرار الأسعار من أجل ضمان قدرة شرائية للأفراد تسمح بزيادة الاستهلاك وتحريك الإنتاج والاستثمار، كما حدث في اليابان.

يمكننا استيعاب ملامح النظرية الكينزية في الأهداف المتوقعة من وراء تطبيق هذا النوع من السياسات؛ زيادة الإنفاق الحكومي، تخفيض معدل الفائدة لتشجيع الاستثمار وتخفيض البطالة، وهي في حقيقة الأمر سياسات كينزية بامتياز.

لقد تطرّق كينز منذ ثلاثينيات القرن الماضي إلى العلاقة القائمة بين الاستثمار؛ وبمعنى آخر بين تنشيط الاقتصاد والطلب الكلي من جهة، وبين فعالية سياسة النقدية ومعدل الفائدة كأداة من جهة أخرى.

حسب الفكر الكينزي، يمكن للحكومات أن تخرج من وضعية الركود الاقتصادي وتندفع إلى الإنتاج من خلال اعتمادها على تدخّل الدولة في النشاط الاقتصادي بخلق طلب فعال على السلع استهلاكية من أجل تجهيز أو التوجه مباشرة نحو الإنتاج!

وهي سياسة طلب حكومي مطبقة لتفيمثلها بالظروف الاقتصادية، كما حدث في اليابان خلال سنوات التسعينيات الماضية؛ أين قامت الحكومة بمجموعة تدابير محفزة من خلال اقترانها بالإنشاء قواعد هيكلية متنوعة كالطرق والجسور، حتى وان لم تكن بحاجة إليها.

لقد ساعدتها هذه الأجراء التي خلقت فرص عمل جديدة ودعمت الاقتصاد الياباني (بولكر وغمان، 2010).

يعتبر اللجوء إلى هذا النوع من السياسات كحلّاً نسبياً جالاً للخروج من فخ السيولة أو مصيدة السيولة الكينزية، عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة في تنشيط الاستثمار والاقتصاد ككل من خلال تخفيض معدل الفائدة لتقارب الصفر

(وضعية لم يصل إليها الاقتصاد الجزائري قبيل تطبيق السياسة الجديدة سنة

2017)، وهي الحالة التي نتج عنها ما يسمى بفخ السيولة الكينزية، كما حدث في اليابان، الولايات المتحدة، منطقة اليورو وبريطانيا مع بداية الأزمة المالية في أواخر سنوات 2000.

يمكننا تقديم تعريفاً خروفاً لهذا النوع من السياسات النقدية أو التمويل غير التقليدي على أساس أنه يسمح للدولة (الحكومة) بأن تستعمل موارد البنك المركزي من أجل تغطية سندات الخزينة (Mustapha Bouakel et Naima Labiad, Juin 2018). ويتم هذا التمويل من خلال مجموعة من الإجراءات التي تستعرضها في النقاط التالية (صاري، 2016):

أ. الرفع بشكل مكثف في كمية الأموال المتداولة في الاقتصاد (التيسير الكمي):

يهدف المصرف المركزي من وراء هذا الإجراء إلى زيادة السيولة النقدية لمواجهة تزايد الطلب على النقود من طرف المتعاملين الاقتصاديين، وهو بذلك يهدف إلى تحقيق السيولة في الاقتصاد من أجل تفعيل الدورة الاقتصادية.

ب. التأثير على منحندسب الفوائد بما من شأنه توجيهاً استباقياً للمتعاملين:

يمكن للمصرف المركزي أن يعلن عن الالتزام بمعدل تفاوت منخفضة وصفرية لمدة زمنية طويلة، مع تحديد شروط رفع هذا المعدل مستقبلاً، وذلك كافيًا طاراً التحكيم بين التضخم والبطالة.

ج. إزالة عوائق السيولة في أسواق القروض من خلال شراء السندات مباشرة من هذه الأسواق بهدف التأثير جدياً على منح المخاطرة (التيسير الاقتراضي):

يمكن للمصرف المركزي أن يخلق محلاً لمصارف التجارة والسوق من أجل التمويل المباشر للاقتصاد عن طريق التوسع في القروض المقدمة للاقتصاد كخطوة أولى، ويشترط مباشرة السندات التي تمثل قروضاً للاقتصاد (سندات خاصة)، كخطوة ثانية.

3. تجارب السياسات النقدية غير التقليدية دولياً

ربما تعود الشهرة الواسعة التي حظيت بها السياسات النقدية غير التقليدية بالتجربة الطويلة لليابا من عهد النوع من السياسات منذ سنة 1997، ومن ثم الولايات المتحدة الأمريكية منذ سنة 2008 (Artus Patrick, 21 Février 2012). ولتتمكن اليابان من تخطي موجة الركود الاقتصادي وانخفاض معدل التضخم فيها (Désinflation) لسنوات التسعينيات من القرن الماضي، بالرغم من وصول معدل الفوائد إلى المعدل التصفيري وتموقع الاقتصاد الياباني في فخ مصيدة السيولة الكمية (Liquidity trap).

دخلت اليابان عشرينية سنوات 90 من القرن الماضي وهي تمارس سياسة نقدية تقليدية (نظامية) توسعية (مخففة) تارةً، وسياسة انكماشية تارةً أخرى.

1989، نتج عن ذلك انخفاض في معدل الفائدة الإسمية القصيرة المطبقة من طرف بنك اليابان (BoJ) لتصل إلى مستوى تصفيري، وهي الحدود التي لا يمكن أن يقيم معها بأي تصحيح نحو الانخفاض لأن المتدخلين في الأسواق المالية لا يقبلون أن ينتموا إلى عالمهم بعدالة، لتتخفف من معدل التضخم في اليابان (Ibrahima, 2009 Soumare).

تواصلت السياسات النقدية التوسعية في اليابان خلال نفس العقد وارتفعت تدريجياً لتتجاوز 0% مع بداية سنة 2000 (El Bernoussi Rim, 2018). لتدخل اليابان في سنوات 2000 بمعدل فائدة إسمية رئيسية بمعدل 0% مع بداية سنة 2000 (El Bernoussi Rim, 2018). لكن قبل الوصول إلى السنة

2000، عرف الاقتصاد الياباني موجة منمرحلة الركود وانخفاضات كبيرة في معدل التضخم والتضخم المتوقع، جعلت من معدل الفائدة الحقيقية منخفضة لدرجة يستحيل معها توظيف رأس المال الجديد أو خلق استثمار جديدة.

بعد انفجار فقاعة الأصول المالية في اليابان سنة 1989، دخل الاقتصاد الياباني في مرحلة تباطؤ اقتصادي سنة 1992. تتميز هذه المرحلة بانخفاض كبير في مؤشرات البورصة، كما حدث في مؤشر نيكاي 225 (Nikkei 225) الذي انخفض إلى مستوى 15000 نقطة، وهو انخفاض يمثل أكثر من 60% من مستواه انخفاض سنة 1989، مما خلق نموًا فعلياً سالباً في الناتج الداخلي الخام (PIB).

دفع هذا الوضع بنك اليابان إلى اعتماد سياسة نقدية توسعية مخففة من خلال تخفيض معدل الخصم سنة 1991 إلى 5.5%، ثم 4.5% في كل من شهر جويلية، نوفمبر وديسمبر على التوالي، وكذلك في سنتي 1992 و 1993. لقد نتج عن هذا النوع من السياسات تدور فياً أسعار الأراضي وانخفاض معدل التضخم بطريقة مثيرة على عكس ما تنص عليه النظرية الكلية النقدية، حيث انخفض التضخم من 2% سنة 1992 إلى المعدل (0%) سنة 1995، مع تواصل سلسلة التخفيضات في معدل الخصم كرد فعل على التباطؤ الاقتصادي للغاية سبتمبر 1995، ليستقر عند معدل 0.5%. وبحلول سنة 1996، عرف بنك اليابان معدل نمو إيجابياً وصل إلى 3% ليتلاشى هذا المعدل في النصف الثاني من سنة 1997، بسبب الأزمة المالية لجنوب شرق آسيا وأزمة البنوك اليابانية بسبب مشاكل القروض وضعف الإنتاجية المقدمة للاقتصاد الوطني، وهو ما أزموضه الأسواق المالية بين سنتي 1997 و 1998، بسبب انخفاض حاد في أسعار أسهم البنوك وانخفاض أسعار الأصول المالية، لتبدأ فصول أزمة مالية سنة 1998 (Ibrahima, 2009 Soumare).

لم تتمكن السياسة النقدية غير التقليدية من إعادة الاقتصاد الياباني على مسكة النمو، بالرغم من أن معدل الفائدة كانت في تماش مع العتبة الصفرية، كما حدث سنة

1995، بل خلقت نوعاً من الضعف المالي بالبنوك اليابانية بسبب القروض وضعف الإنتاجية الممنوحة للاقتصاد، والتي يمكن أن رجاء سببها في ضعف معدل التضخم التلاشي تشجعاً لمؤسسات على إنتاج التوظيف. بحلول سنة 2000، قام بنك اليابان مرة أخرى بتخفيض معدل الفائدة اليومي إلى المعدل (0%)، واعتماد سياسة تيسير كمي بمبلغ 400 مليار ين شهرياً، وذلك منذ مارس 2001. وبحلول شهر مارس 2006، ارتفع معدل التضخم بنسبة محتشمة جداً وصلت إلى 0.5%، لينتهي به الأمر بمراسم التيسير الكمي بمجموع 155 تريليون ين خلال مدة 5 سنوات. تواصلت سياسة تخفيض معدل الفائدة من جويلية 2006 إلى غاية ديسمبر 2008، من 0.25% إلى 0.1% على التوالي، قبل أن يعتمد بنك اليابان سياسة تيسير كمي ثانية في أكتوبر 2010، بمبلغ 35000 مليار ين وتخفض معدل اليوميين [0.1% - 0%]، مع الالتزام بالحفاظ على معدل تصفيري للغاية استقرار الأسعار. تواصلت هذه الإجراءات لتصل حجم المبالغ التي تخففها للاقتصاد من 50000 مليار ين إلى 65000 مليار ين بين أوت 2011 وشهر فيفري 2012، مع استهداف معدل تضخم بنسبة 1%، وهو تحول في السياسة النقدية من خلال اعتماد التيسير النقدي الكمي النوعي (QQME) (EI) (Bernoussi Rim, Février 2018).

لم تساعد كثير من سياسات تدور خلال الدولة من خلال البنوك اليابانية في زيادة معدل التضخم وتشتيط الاقتصاد، وذلك راجعاً إلى أساسيات انخفاض معدل الفائدة الاسمي؛ عند انخفاض هذا الأخير تزامناً مع انخفاض التضخم الجاري والمتوقع، يجد البنك المركزي نفسه ملزماً بتخفيض معدل الفائدة الاسمية.

لا يمكن أن ينجح الأمر بهذه السهولة؛ مع انخفاض معدل التضخم وتوقعات تضخمية نحو الانخفاض، ينتج عن الاقتصاد معدل فائدة حقيقي وجب بالرغم من معدل الفائدة الاسمي بنسبة يمكن لهذا المعدل أن يكون أكبر من ذلك المطلوب من أجل إخراج الاقتصاد من وضع الركود وانخفاض التضخم، وذلك بسبب أن معدل الفائدة الاسمي لا يمكنه أن يتخفف تحت الصفر.

في ظل هذه الظروف، يفضل المقرضين المحتملين امتلاك السيولة على إقراضها بمعدل لا تسالبية، وهي حالة أو خاصية تسمى بالحد الأدنى لمعدل التال فائدة ((la limite inférieure pour les taux d'intérêt/Lower interest rates) (Soumare Ibrahima. 2009).

تما لاعلان في جانفي 2013، عن سياسة جديدة من طرف الوزير الأول الياباني Shinzo Abe والتي أطلق عليها Abenomics، أي نيقو من خلال بنك اليابان بعملية إعادة شراء غير محدودة للأصول، مع مضاعفة معدل التضخم المستهدف.

دفع إلى 2%. أعلن كذلك بنك اليابان في أبريل 2013، عن نية توفير القاعدة النقدية من 60000 إلى 70000 مليارين سنوياً (490 إلى 575 مليار يورو)

من خلال توسيع وتنويع نطاق و حجم مشترياتهم من سندات الحكومة، ليصل بنك اليابان إلى الدرجة شراء سندات يابانية حكومية ذات عوائد سالبة، في سبتمبر 2014، قبل أن يحدد هدفاً جديداً للسياسة النقدية من خلال رفع قاعدتها النقدية إلى 80000

مليارين سنوياً، معبقاء التضخم صفرياً في فبراير 2016 (El Bernoussi Rim, Février 2018).

بعد أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة وتحولها إلى أزمة مالية عالمية، لم يجد بنك الاحتياطي الفدرالي، البنك المركزي بالولايات المتحدة، أن الحل المنحصر في زيادة السيولة وحالة الانكماش لا تجرّب السياسة النقدية غير التقليدية، وذلك في إطار أهداف محددة وزعت بين ما هي في المرتبة الأولى والمنحى إلى أهمية، وبين ما هي في المرتبة الثانية منحى إلى الأهمية (Bulletin économique, 2 Mars 2015) :

يتمثل الهدف الأول والرئيسي لهذا النوع من السياسات في تسهيل وصول السيولة النقدية الهائلة المحقونة إلى الاقتصاد الحقيقي من أجل خلق النمو لاقتصاديا للالزام لتحقيق الأهداف الهيكلية (التشغيل، الدين،

...)، أما فيما يخص تلك الأهداف فالتي تأتي في المرتبة الثانية، فهي تتلخص كما يلي بالنسبة للاقتصاديات الصناعية:

بالنسبة للولايات المتحدة تمثل الهدف الثاني، فيتدعى بالأسواق المالية لكي تخلق أثر الثروة:

بالنسبة لليابان، كما رأينا سابقاً، تمثل الهدف الثاني في اليابان البحث عن كيفية تخفيض عملة الين من أجل تشجيع الصادرات وتوزيع زيادة أسعار السلع المستوردة من الخارج، وبذلك الخروج من وضعية الانكماش؛

بالنسبة لبريطانيا العظمى، تمثل الهدف الثاني في تشجيع الاستثمارات كما لمحل من خلال تقديم مقروضات هائلة من جهة، وتشجيع الصادرات من جهة أخرى من خلال تخفيض سعر صرف الجنيه الإسترليني؛

بالنسبة لمنطقة اليورو، يتقيد الهدف الثاني من طبيعة البنك المركزي الأوروبي؛ فالمعاهدات الأوروبية تمنع البنوك من التدخل في الأسواق من أجل شراء ديون الدول الأعضاء، بل ينحصر هدفها في التحكم بالتضخم عند مستوى قريب من أقل من 2%

سنوياً حتى تمنع منطقة اليورو من التعرض لظاهرة انخفاض التضخم من أجل تجنب أزمة الانكماش.

قام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بإطلاق التيسير الكمي الأول (QE1) في ديسمبر 2008، ليُتبع بالتيسير الكمي الثاني (QE2) في نوفمبر 2010 والتيسير الكمي الثالث (QE3) في سبتمبر 2012، ومع حلول سنة 2014 (معتوق فعملية الشراء في أكتوبر 2014 فقط)، كان الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي قد جمع حوالي 4000 مليار دولار أمريكي من الأصول، منها 2500

مليار دولار أمريكي كسند تخزينية متفوق بذل كلعلماء يمتلكها الصين واليابان مجتمعان.

بالنسبة للمصرف المركزي الأوروبي، لم يعلن عن التيسير الكمي الأول وحتى غاية جانفي 2015، معلناً استمرارية البرنامج إلى غاية سبتمبر 2016. أعلن المصرف المركزي الأوروبي في فيفري سبتمبر 2015، عن تمديد التاريخ إلى غاية الفصل الأول لسنة

2017، وكذلك توسيعاً نوايا الأصول لمشترياتهم من أجل ضمان الدين المحلي والجهوي، وهو بذل لكي يكون قد خلف تيسير كمياتي.

وبعد مرور ثلاثة أشهر، مارس 2016، أعلن المصرف المركزي الأوروبي عن ارتفاع حجم المشتريات الشهرية للأصول من 60 مليار يورو إلى 80 مليار يورو، مع توسيعاً نوايا الأصول لتتضمن شراءها، كديون المؤسسات، وهو ما يمثل تيسيراً كمياً ثالثاً (Thimann Christian, Mars 2016).

كما ذكرنا سابقاً ، لم يكن إجراء التيسير الكمي للمصارف المركزية الثلاثة مطابقياً للإجراء الكمي المتبع في اليابان؛ كانت هناك اختلافات في كيفية تفعيله. إذاً الإجراء، بالإضافة إلى إجراء تغيير تقليدية أخرى (Joyce Michael, 2012).

لقد كان الاختلاف ضرورياً في كيفية تطبيق التيسير الكمي بين بنكا اليابان (مندسنة 1997) والبنوك المركزية الأخرى (مندسنة 2008)، وذلك بسبب عدم نجاح هذا الإجراء الكمي في إخراج الاقتصاد الياباني من موضوع الركود الاقتصادي. بوجه عام، لا تتضح من أجله شجاعة الاستثمار، بدوناً ننسب زيادة الرسم على الاستهلاك والذي أقرته الحكومة في أفريل 2014، والذي من شأنه أن يعطل الطلب الكلي الناتج عن العوائل، بالإضافة إلى تدهور العرض مستقبلاً كنتيجة حتمية في ظل الأوضاع التي تعيشها الـيابان منذ 1998 (Février 2018) (El Bernoussi Rim, 2018).

لمنع عمل الإجراء التغيير التقليدي للسياسة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية واليابان على عادة توزيع القروض، مع عدم ملائمة الاقتراض لقطاع عالٍ أصفيها، ولكن كما هنا كثر آراء إيجابية وأضحاً على الاقتصاد الحقيقي (البطالة، الاستثمار، الإنتاج ... الخ) في الولايات المتحدة الأمريكية، لم يتحقق في اليابان، وذلك كما جعلي (Artus Patrick, 21 Février 2012) :

كانت تمويلًا تالسيولة الفعالة في الولايات المتحدة الأمريكية، تلك التمويل التي تم ضخها مباشرةً في ميزانية العوائل لسفيميزانية المصارف؛ فـ ماهيا للفائدة من وراء ضخ السيولة في المصارف إذا كانا لقطاعا الخاص لا يريد الاقتراض، وهو ما لم يستهد في التيسير الكمي التقليدي في اليابان عند ما كانت زيادة سيولة المصارف فقط، في ظل وضية غير موالية معز و فـ لقطاعا الخاص عنا الاقتراض.

و حتمت تمويلًا لمصارف لحكوماتها، كما كانا لجال في اليابان، سيكون هنا ك فقط انخفا ض في معد لا لالفائدة علما بالمد بالطويلو التيل لا تؤدي إلى إعادة تنشيط الاقتصاد؛

• كائنات خارا الكبير للمؤسسات المالية بان، أنرا سلبياً علماً لاقتصاد الحقيقي (استعمال الغير فعال للاد خا وندهورا الطلاب المحلي) وكذلك لفعاليتها السياسية النقدية، وذلك راجعاً للأساس إلى الفائض الخارج المتراكم في الاقتصاد الياباني، الذي أدى إلى ارتفاع سعر صرف الـ حقيلين الياباني، ومنته دور الصادرات اليابانية التي أصبحت أقل تنافسية مع نظيراتها الأمريكية، في حين أن العجز الخارجي (عجز الحسابات الخارجية) للولايات المتحدة الأمريكية أدى إلى انخفاض سعر الصرف الحقيقي للـ دولار الأمريكي بزيادة الصادرات. من الواضح أن السياسات النقدية غير التقليدية من خلال أداة التيسير الكمي لم تنجح كثيراً في اليابان بسبب عجز وفالعوائع الاستهلاك، وذلك راجعاً جزئياً من هذا العجز وانخفاض القدرة الشرائية بسبب زيادة الرسم على الاستهلاك الذي اقترته الحكومة في أبريل 2014، وفي جزء آخر الميول العوائل إلى الاد خا.

لقد عمل هذا الوضع على انخفاض الطلب الكلي الناتج عن طلب العوائل، وهو ما يمثل نسبة كبيرة في النظرية الكينزية، بالرغم من خلق طلب حكومي، والذي لم يكن فعالاً بسبب انخفاض معدل التناقص مما التزمته كندتس جعل العرض الانتاج.

لم يسمح هذا الوضع للقائمه على السيولة الكبيرة التيتوا جدت في البنوك والأسواق المالية داخل دائرة الاقتصاد الحقيقي، لذلك تمتنع جعل عملي

قاسم	2%	أوحتعل على الأقل معدل	1%	المستهدف سنة
بالنتيجة الحتمية التيتوا جدت في الاقتصاد الياباني بمعدل لتناقص صفرة.				

4. تجارب السياسات النقدية غير التقليدية محلياً:

لجزائرية سنة 2016، بتبن هذا النوع من السياسات من خلال اللطبع المباشر للنقود من أجل تموين الخزينة العمومية والبنوك. عند الحديث عن السياسات النقدية غير التقليدية محلياً في الاقتصاد الجزائري، فإننا بالتأكيد نرجع إلى القرار الذي اتخذته الحكومة

لقد دفع الوضع النقدي الصعب الذي عايشته الجزائر منذ الصدمة البترولية العكسية في صانفة 2014، إلى تقليصها مشتحرك بنكا الجزائر، ولم يعد قادراً على أن يحافظ على سعر صرف الدينار الجزائري في مستويات تتسم بحسب المحافظة على القدرة الشرائية الداخلية للعوائل؛ فالنفاق الحكومية غير الانتاجية المعتمدة منذ أو آخر تسعينيات القرن الماضي (بناء القواعد الهيكلية للبلاد، بناء مساكن ... الخ)، تتطلب بنفاقاً ضخمة، ولكن مع الصدمة البترولية العكسية لسنة 2014، لم يعد ممكناً المواصلة في هذا النوع من الانفاق، والمد اخيلا لنفطية متهاوية.

للخروج من هذا المأزق النقدي، قامت الحكومة الجزائرية السابقة من خلال وزارة المالية، باعتماد سياسة نقدية غير تقليدية، انطلق العمل بها في أكتوبر 2017؛ وهي سياسة تيسير كميت تعتمد على الطبع المباشر للنقد لمدة 5 سنوات، مع إمكانية الاقتراض المباشر للحكومة من بنك الجزائر. ستؤثر السياسة النقدية غير التقليدية، بالإضافة إلى الصدمة البترولية العكسية، سلباً على سعر صرف الدينار الجزائري، إذ ستخلق ضغوطاً مباشرة على استقراره محلياً وذكمن خلال ارتفاع امضاء عظمى لا تلتزم مع الشركاء التجاريين للجزائر؛ وخارجياً من خلال انهيار كبير لسعرها لصرف فينتج عنها استراد سلعا جانبية مرتفعة السعر تساهم بها لأخر في زيادة اضعاف القدرة الشرائية للعوائل.

خلق هذا الوضع ضغوطاً تضخمية ومزيد من الانخفاض في سعر صرف الدينار؛ ففي اقتصاد ريغي، ينتج عن الزيادة في المعروض النقدي الاسمي اذ تلا أكبر أرباب السوق النقدي والسوق السلعي، وهو ما يؤدي إلى عدم توازن اقتصاديين السوقين بسبب ضعف الانتاج السلعي.

ربما في ظل هذه المخاطر، نتساءل عن سبب اللجوء إلى هذا النوع من السياسات (التمويلات)، إذا علمنا أن السياسة النقدية التقليدية (النظامية) في الجزائر تلتصق بالوضع مبيدة السيولة، أو معد لا تالفائدة الصفرية؟! للتساؤل إجابتين؛ الأولى مباشرة، وهي أن الحكومة لم تكن لتجد من يقرضها المال بشروط دينميسرة، سواء على المستوى الإقليمي أو الدولي (صندوق النقد الدولي، مجموعة البنك الدولي.... الخ).

في حين تعكس الإجابة الثانية غير المباشرة، عدم فعالية السياسة النقدية التقليدية المعتمدة على معد لا تالفائدة صفرية، لأن هذا النوع من السياسات في حالة الجزائر يضعها في حالة مبيدة السيولة الكينزية فقط.

كما هو معروف أن الآلة الانتاجية في الجزائر معطلة، بالإضافة إلى الوجود بيئة اعمال غير محفزة، بالتالي لا يوجد أي ارتباط ميكانيكي بين معد لا لفائد دة والاقتصاد الحقيقي.

من المؤكد أن التقرير الذي أصدره بنك الجزائر حول التمويل غير التقليدي، يؤكد على وجوده (نظرية) للسياسة النقدية التقليدية من الممكن أن تعتمد على ما يحكم هذا النوع من السياسات لتمويل بعد الحدود والعملية، مع معد لا تفوائد رئيسية بعيدة عن الصفر، كما يمتلك بنك الجزائرها مشتحرك متمثل في الاحتياطيات الإجمالية.

فوضعية الجزائر أبعد من أن تشبه الحالات المقدمة من طرف مجموعة عمال الحكومة (Task force / Force opérationnelle)، وهي حالة الولايات المتحدة الأمريكية، أوروبا واليابان، وبالتالي لا يمكن تبرير اللجوء إلى هذا النوع من التمويل بالاعتماد على حالنا المذكورة كمرجع (Banque d'Algérie, Sans date).

بعد تطبيق التمويل غير التقليدي في أو آخر سنة 2017، وصل المبلغ المقدم من طرف بنك الجزائر إلى الخزينة العمومية من أجل تغطية مباشرة وصريحة لميزانية مرتفعة بمعدل 25% في سبتمبر 2018، إلى ما قيمته 4005 مليار دينار، أي ما يعادل 19% من الناتج الداخلي الخام (Alby Stéphane, T1/2019) (PIB).

يعتبر هذا التمويل كبير مقارنة بالفترة الوجيزة التي طبق فيها التمويل غير التقليدي، خاصة إذا ما أضفنا لها ما بالغ التمويلات لتلجأ تبعد هذا التار يخ. لقد طالبت مجموعة العمال أن يكون الخلق النقدي لسنة 2017 لوحدها بمبلغ 1600 مليار دينار (إعادة الخصم، عمليات السوق المفتوحة والتيسير الكمي)، في حين أن هذا النوع من التمويل كان بنك الجزائر قد فاقه في الخمسة أشهر الأولى فقط.

نسنة 2017، بدون اللجوء إلى التيسير الكمي. مع بداية تطبيق التمويل غير التقليدي، ومن منتصف شهر نوفمبر 2017، إلى غاية أواخر جانفي 2019، قدم مبلغ 6556.2 مليار دينار للخرينة العمومية، كانت وجهتها إلى التمويل لعجز الخزينة بمبلغ 2470 مليار دينار خاص بسنوات 2017، 2018 وجزئاً لسنة 2019؛ كذلك مبلغ 1813 مليار دينار للدين العام للشركات الوطنية (سوناطراك و سونلغاز)، معتموماً للقرض الإجباري من أجل النمو؛ كذلك مبلغ 500 مليار دينار للصندوق الوطني للتقاعد (CNR) من أجل إعادة تمويل الدين باتجاه (CNAS)؛ كذلك مبلغ 1773.2 مليار دينار للصندوق الوطني للاستثمار؛ الاحتفاظ برصيد 945.1 مليار دينار في حساب الخزينة لدى بنك الجزائر لم يحقق بعد في الاقتصاد؛ بالإضافة إلى مبلغ 656.7 مليار دينار في حساب الصندوق الوطني للاستثمار لدى الخزينة من أجل استعماله عند الحاجة؛ وفي الأخير مبلغ 1830 مليار دينار معمم من طرف بنك الجزائر من خلال أدواتها المستعملة في هذا النوع من السياسات (Banqued'Algérie, Sans date).

من خلال التوزيع للتمويل غير التقليدي، يتضح أن وجهة التمويل للمؤسسات الصغيرة والاقتصاد والانتاج من أجل تخفيض البطالة أو دعم سعر الصرف بالدينار من خلال الإيجاد بدائل للمداخيل البترولية، بل هي عملية تمويل للعجز هيكلية في الخزينة العمومية وصناديق المعاشات. نتساءل لأننا احتمالية تهاوي الوضعية المالية للاقتصاد بسبب الانفاق المتزايد للخرينة العمومية (زيادة العجز)، في ظل ضعف أسعار البترول وتطبيق سياسة نقدية غير تقليدية حديثة 2022، ربما سيؤدي هذا الوضع إلى ظهور ضغوط تضخمية مستقبلاً!!

5. الأثر على سعر الصرف:

سنعمل في هذا الجانب من البحث على محاولة تقييم أثر السياسة النقدية غير التقليدية على أحد المتغيرات النقدية المختارة، والمتمثلة في سعر صرف الدينار الجزائري. لقد قمنا بصياغة نموذج رياضي يحاول تجسيد سيناريو من خلالهم يمكننا إعطاء قيمة سعر صرف الدينار الجزائري بعد 5 سنوات؛ مع افتراض أن هاتين المتغيرات المتوازيتين هما: سعر البترول، واللجوء إلى التمويل غير التقليدي في ظل غياب أي بدائل للمداخيل البترولية.

فرضيات النموذج:

التضخم متغير خارجي (Exogenous variable)؛

تحليل بيّن زمني (Intertemporal analysis / Continuous case)؛

يمكن أن يتعرض النموذج لوضعية التناقض الزمني (Temporal inconsistency).

(t) ربما سيقدر سعر صرف الدينار الجزائري تحت وطأة هاتين المتغيرتين أو سيجتهدن أولاً مع الزمن إلى غاية ملامسة حدود الانخفاض لأسعار البترول، والتعبير عنهما بالصيغة الرياضية التالية؛ وذلك مع افتراض أن معدل التضخم يرمز له بالرمز (π) :

$$NER(t) = \int_0^y NER(0) e^{-\pi t} dt$$

$$NER(t) = NER(0) \int_0^y e^{-\pi t} dt$$

$$NER(t) = NER(0) \left[-\frac{1}{\pi} e^{-\pi t} \right]_0^y$$

$$NER(t) = \left[\frac{-NER(0)}{\pi} e^{-\pi t} \right]_{t=0}^{t=y}$$

$$NER(t) = \left[\frac{-NER(0)}{\pi} e^{-\pi} \right] - \left[\frac{-NER(0)}{\pi} e^{-\pi(0)} \right]$$

$$NER(t) = \frac{NER(0)}{\pi} [1 - e^{-\pi}]$$

توضح المعادلة النهائية الانخفاض الأسّي الحاصل في سعر الصرف لاسمى الدينار الجزائري في ظل سيناريو تغيب قيم التداخلات الناشطة لب
نكال جزائري فتي توجع سعر الصرف، وبالتالي عبر سعر الصرف المتحصل عليه عن القيمة الاسمية الحقيقية لسعر صرف الدينار في ظل سياسات نقدية
غير تقليدية نتيجة النهائية ارتفاع مؤشر التا استهلاكهم معدلات التضخم المحلية. كذلك، في نموذجنا الرياضي المعروف بالمعادلة (1)
تكون متغير التا التضخم وسعر الصرف لاسمى لفترة السابقة خلال الزمن (t)، من المتغير التا التا أثر مباشرة في سعر الصرف لاسمى لفترة التا لاحقة.
سنعتمد على فرضية ثابتة معدلات التضخم عند متوسط حسابي لفصلين من سنة 2018، يصل إلى متوسط حسابي $\bar{X} =$
4.82%، كانا التضخم الاجمالي في مارس 2018 بحدود معدل 3.15%، ثم بمعدل 6.49% في شهر جوان (مؤشر اتقدي لبنك الجزائر،
2018). بالإضافة إلى سعر الصرف لاسمى للدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي الذي وصل إلى 110.9610 دينار في سنة
2017، ومن بعد تطبيق المعادلة رقم (1) المتحصل عليها سابقاً، نتحصل على النتيجة التالية:

$$NER(5) = \frac{110.9610}{0.0482} [1 - e^{-0.0482(5)}]$$

$$NER(5) = 2302.0954 [1 - 0.7858]$$

$$NER(5) = 493.1088$$

يتضح لنا أن معدلات التضخم الناجمة عن السياسات النقدية غير التقليدية وضعف الإنتاج، ستساهم فقط في تخفيض أسس يمرور الز
من سعر الصرف لاسمى للدينار الجزائري في ظل الظروف الحالية (إذا بقيت على حالها) للاقتصاد الكلي الجزائري.
أضف إلى ذلك، يمكن لهذا الانخفاض الأسّي لسعر الصرف أن يرتفع أو ينخفض اعتماداً على حجم الاحتياطات من العملات الصعبة، ارتفاع أسعار البتة
رول وتطورا تمعدلات التضخم المحلية.

6. تحليل النتائج:

اعتماداً على الفرضيات المقترحة سابقاً، يمكننا الوصول إلى النتائج التالية:

فعلاً؛ لانقلال سياسة النقدية غير التقليدية أهمية عن السياسة النقدية التقليدية في إنعاش الاقتصاد الوطني، ولكن يمكن أن يكون للسياسة ال
نقدية غير التقليدية أثراً سلبية في حال عدم توفير البيئة الماكرواقتصادية والنقدية الملائمة لها؛

فعلاً؛ يتطلب تطبيق سياسة نقدية غير تقليدية اقتصاداً يكون ناجحاً في تحقيقها الحقيقي؛ بمعنى ضرورة وجود آلة إنتاجية متطورة كفاية لاستيعا
بولا متصا صا العرض النقدي لها للبنك المركزي.

وهو ما يتنافى مع حالة الاقتصاد الجزائري، خاصة في ظل النظام التعويماً المدار لسعر الصرف وضعف الإنتاج.

يمكن أن تؤثر السياسة النقدية غير التقليدية على شاكلة التيسير الكمي لسنة 2017، سلباً على سعر صرف الدينار الجزائري.
لقد ساعدنا النموذج الرياضي لانخفاض الأسّي على تقدير تفسير رياضي جبريد قيقا لاحتما لية الانخفاض الأسّي لسعر صرف الدينار الجزائري.
يعد هذا التفسير كإطار يوضح عدم ملائمة السياسة النقدية غير التقليدية للاقتصاد الجزائري حالياً وضمن إطار الماكرواقتصاديو النقديا
لحالي.

7. خاتمة

من الواضح أن السياسة النقدية غير التقليدية لا تقل أهمية عن السياسة النقدية التقليدية، لقد كانت أداة مهمة للبنك الاحتياطي الأمريكي، المركزي الأوروبي، بنكا إنجلترا وأبدا لأخصلد بنكا اليابان للخروج من مصيدة السيولة الكينزية. لقد أثبتت التمويل غير التقليدية المنتهجة من طرف البنوك المركزية المختلفة قدرة هذا النوع من التمويل على تجاوز أزمات الاقتصاد من خلال التنازل عن الركود، بشرط أن تكون هناك سوق مالية قادرة على استيعاب الحجم الهائل من السيولة النقدية المقدمة للاقتصاد، مع ضرورة وجود قدرات إنتاجية يمكن أن تتوجه هذا الاصدار النقدي نحو الاقتصاد الحقيقي وبالتالي تحسین مستويات التشغيل، الإنتاجية وتفايدي الضغوط التضخمية التي يمكن أن تحدث ثم مستقبلاً من خلال التناقص الزماني الذي يمكن أن ينشئ عن هذا النوع من التمويل. من المفارقة أن هذا النوع من التمويل تأعاد إحياء فكرة تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية كما تنص عليها النظرية الكينزية، من خلال ضخ تمويلهم في الاقتصاد وحتم من خلال خلق طلب حكومي لتنشيط الإنتاج، كما حدث في اليابان خلال سنوات التسعينيات الماضية. لم يكن التمويل غير التقليدي الذي منح بنك الجزائر مفيداً للاقتصاد الحقيقي الوطني، فقد ذهب إلى التسديد عجز كبير في الخزينة العمومية، مع تسديد الدينار العالمي لمؤسسات العمومية وتسديد معاشات المتقاعدين وأموال متعلقة بتسيير التزامات حكومية. استناداً إلى هذا الواقع: لم يستفد الاقتصاد الحقيقي من أي امتيازات تمويلية أو مشاريع استثمارية (خارج قطاع المحروقات)، قادرة على امتصاص البطالة المتزايدة وخلق ثروة جديدة في الاقتصاد. تعتبر السياسة النقدية غير التقليدية المنتهجة من طرف بنك الجزائر، كسياسة نقدية بينزمنية يمكن أن تظهر آثارها العكسية على الاقتصاد (التضخم، سعر الصرف ...) مستقبلاً بسبب التناقض الزماني الذي يمكن أن يقع فيه هذا النوع من السياسات. لتوضيح هذه الفكرة، قمنا بصياغة نموذج جبرائيل لانخفاض الأسّي (The mathematical model of exponential depreciation of MMEDER exchange rate) يعمل على حساب، في ظل سيناريو معين، حجم الانخفاض الذي يمكن أن يحدث في سعر صرف الدينار الجزائري مستقبلاً، إذا ما تواصلت التمويل غير التقليدية للاقتصاد في ظل غياب سوقنا الحقيقية تسمح باستيعاب هذا التمويل وإعادة توزيعه على قطاعات الاقتصاد. من خلال هذا العمل، نؤكد صحة فرضياتنا الثلاثة المذكورة في بحثنا، وهو ما توصلنا إليه من خلال اجابتنا على أسئلة بحثنا.

8. قائمة المراجع

1. لاغارد كريستين. (23 أوت 2013)، الحساب العالمي لسياسات النقدية غير التقليدية، كلمة مدير عام صندوق النقد الدولي، مدينة جاكسون هول، الولايات المتحدة الأمريكية، الكلمة متوفرة على الرابط التالي: [file:///C:/Users/Micro/Downloads/082313apdf%20\(2\).pdf](file:///C:/Users/Micro/Downloads/082313apdf%20(2).pdf)، نوفمبر 2018.
2. صاري علي. (2016)، البنوك المركزية في الدول النامية وقدرتها على الممارسات غير التقليدية، مجلة الاقتصاد والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، المجلد رقم 2، العدد 1، متوفر على الرابط التالي: <https://www.univ-chlef.dz/ref/wp-content/uploads/2016/12/2016N02S01A04.pdf>، نوفمبر 2018.
3. كروغمان بول. (2010)، العودة إلى الكساد العظيم (أزمة الاقتصاد العالمي)، ترجمة هاني تباري، الطبعة الأولى، دار الكتاب العربي، بيروت-لبنان.
4. مؤشر تنقيدي لبنكا الجزائر متوفرة على الرابط التالي: https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/bulletinmonetaire_1ersemestre2018.pdf

5. Blinder S. Alan. (November/December 2010), Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 92(6), USA, <https://core.ac.uk/download/pdf/6275576.pdf>, Consulté le 20/03/2019.
6. Artus Patrick. (21 Février 2012), Pourquoi les politiques monétaires non conventionnelles ont-elles marché aux Etats-Unis et pas au Japon ? Recherche économique, NATIXIS, N° 157, [file:///C:/Users/Micro/Downloads/FMR_FLASH_ECONOMY_2012-157_21-02-2012_FR.pdf%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/Micro/Downloads/FMR_FLASH_ECONOMY_2012-157_21-02-2012_FR.pdf%20(1).pdf), Consulté le 08/05/2019.
7. Joyce Michael. (November 2012), QUANTITATIVE EASING AND UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY – AN INTRODUCTION, The Economic Journal, Royal Economic Society, 122, F271–F288, <file:///C:/Users/Micro/Desktop/Politique%20M%20non%20C/QE%20and%20unconventional%20monetary%20policy.pdf>, Consulté en November 2018.
8. Bulletin économique. (2 Mars 2015), La fuite en avant des politiques monétaires mondiales, Analyses économique, L'économiste, France, <http://www.leconomiste.eu/03.02.15-Fuite-en-avant-des-politiques-monetaires-mondiales.pdf>, Consulté le 26/11/2018 .
9. Thimann Christian. (Mars 2016), L'assouplissement quantitatif : un défi pour l'épargne à long terme et la sécurité financière des ménages, Revue d'économie financière, Association d'économie financière, N° 121, France.
10. El Bernoussi Rim. (Février 2018), Politiques monétaires ultra-accommodantes des Banques Centrales, Cronos finance, https://www.cronosfinance.ch/wp-content/uploads/2018/03/CRONOS_ETUDE_Rim_Janvier_2018_V_Page_WEB.pdf, Consulté le 16/05/2019 .
11. BOUAKEL Mustapha et LABIAD Naima. (Juin 2018), L'efficacité de la gestion de la masse monétaire dans le cadre du financement non conventionnel, étude analytique de la période 2011-2022, Revue des études financières, comptables et administratives, Université OEB, Algérie, N° 9, <http://www.univ-oeb.dz/JFAMS/issues/numbers/n9/46.pdf>, Consulté le 08/05/2019 .
12. Alby Stéphane. (T1/2019), Algérie, Financement non conventionnel : une option contrôlée, EcoEmerging, BNP Paribas, France, <https://economic-research.bnpparibas.com/Views/DisplayPublication.aspx?type=document&IdPdf=32603>, Consulté le 09/05/2019.
13. OPEC. (2017), Annual Statistical Bulletin. https://www.opec.org/opec_web/static_files_project/media/downloads/publications/ASB2017_13062017.pdf, Consulté le 08/03/2019.

14. Soumare Ibrahima. (2009), la politique monétaire a taux zéro et ses implications sur les marchés financières : le cas de la banque du Japon, Thèse doctorat, Economies et finances, Université de Rouen, France, <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-00625254/document>, Consulté le 17/05/2019 .
15. Banque d'Algérie. (Sans date), Point de situation sur le financement non conventionnel, https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/financement_non_conventionnel.pdf, Consulté le 09/05/2019.